

Cedevis - CDVITOT

México

México D.F.
8 de agosto de 2013

Análisis de Mercados
Crédito

Crédito Global

Director
Javier Serna
Javier.Serna@bbvauk.com
44 207 648 7581

José Bernal
jose.bernal@bbvany.com
1 212 728 1561

Edgar Cruz Borges *
edgar.cruz@bbva.com
5255 5621 9774

* Autor/es del informe

Inicio de cobertura

El mercado de bonos hipotecarios en México se consolida

- Los Cedevis - CDVITOT son bursatilizaciones de créditos hipotecarios originados y administrados por el Infonavit

El Infonavit ha emitido Cedevis durante los últimos nueve años, con una creciente aceptación de los inversionistas institucionales y bancas privadas. A julio de 2013, el mercado de bonos respaldados por hipotecas de agencias gubernamentales (Infonavit y Fovissste) ha sido de más de MXN135,000mn, donde el Infonavit cuenta con más del 57% del mercado. Este mercado ha incrementado su dinamismo y ha duplicado su tamaño en los últimos tres años.

- Consideramos que la estructura y la alta calidad crediticia de la cartera cedida de los Cedevis - CDVITOT seguirá siendo una fortaleza

Estos instrumentos cuentan con las máximas calificaciones en escala nacional de las agencias calificadoras. En términos de crédito, nos parece positivo que el tipo de estructura permita amplios niveles de aforo (superior a 30% en emisiones de más de un año de antigüedad) y registre bajos niveles de cartera vencida (inferiores a 10% en emisiones con menos de siete años de antigüedad), pese a la crisis económica de 2008.

Adicionalmente, consideramos que las condiciones macroeconómicas del país no influirán de manera adversa en las carteras hipotecarias de los Cedevis - CDVITOT. De acuerdo con el área de Economía de Global Markets Research, el desempleo en México será de 4.9% en 2013 y de 4.6% en 2014, mientras que el PIB crecerá 2.7% y 3.2%, respectivamente.

- Los Cedevis - CDVITOT han demostrado ser una atractiva inversión para beneficiarse de los movimientos inflacionarios en México

De acuerdo con los índices públicos de Valmer, los Cedevis han registrado un rendimiento total promedio de 6.3% en lo que va de 2013, que se compara positivamente con el 5.3% ofrecido por los bonos hipotecarios con cartera de entidades no públicas.

Cedevis - CDVITOT
México D.F., 8 de agosto de 2013

De acuerdo con nuestro criterio de recomendación basado en el valor relativo, recomendamos en Compra los Cedevis que ofrecen tasas de rendimiento superiores a sus comparables y por contar con cualidades –LTV, morosidad, por nombrar algunas– en las carteras hipotecarias superiores al promedio, en contraste con sus comparables, en nuestra opinión. Esta misma metodología la aplicamos al conjunto de CDVITOT, ya que pese a que cuentan con una estructuración similar a los Cedevis desde 2012, hemos observado que las cualidades de la cartera se comportan de manera distinta, lo que es reconocido por el mercado con mayores tasas de rendimiento.

Estamos recomendando en Compra: CEDEVIS 11-2U, 10-2U, 09-2U, 08-2U, 06-4U, 06-3U y 05-3U; en Venta: CEDEVIS 05U, 07U y 10-4U. En el caso de los CDVITOT, recomendamos en Compra 12U.

Objeto 1

Recomendación y características de los Cedevis - CDVITOT

ISIN	Ticker	Cupón	Monto actual (Udis mn)	Moody's	S&P	Fitch	Precio limpio (MXN)	Duración	YTM (%)	Recomendación BBVA
MX95CE090010	CEDEVIS_04U	5.65	73.0		mxAAA	AAA (mex)	110.6	1.40	1.55	
MX95CE090044	CEDEVIS_05U	5.94	87.1	Aaa.mx	mxAAA		143.2	1.89	1.55	Venta
MX95CE090028	CEDEVIS_05-2U	5.90	80.6		mxAAA	AAA (mex)	144.2	1.43	1.55	Mantener
MX95CE090036	CEDEVIS_05-3U	5.66	97.2	Aaa.mx	mxAAA		178.6	2.12	2.11	Compra
MX95CE090051	CEDEVIS_06U	5.80	132.5		mxAAA	AAA (mex)	220.5	2.48	2.11	Mantener
MX95CE090069	CEDEVIS_06-2U	6.25	110.6	Aaa.mx	mxAAA		222.0	2.65	2.27	Mantener
MX95CE090077	CEDEVIS_06-3U	5.09	159.8		mxAAA	AAA (mex)	204.5	2.25	2.11	Compra
MX95CE090085	CEDEVIS_06-4U	4.95	223.3	Aaa.mx	mxAAA		196.7	2.18	2.11	Compra
MX95CE090093	CEDEVIS_07U	4.35	318.8		mxAAA	AAA (mex)	264.8	2.80	2.27	Venta
MX95CE0900A1	CEDEVIS_07-2U	4.28	377.2	Aaa.mx	mxAAA		279.3	3.46	2.67	Mantener
MX95CE0900D5	CEDEVIS_07-3U	4.56	341.9		mxAAA	AAA (mex)	299.8	3.07	2.37	Mantener
MX95CE0900F0	CEDEVIS_08U	4.40	22.2	Aaa.mx	mxAAA	AAA (mex)	32.9	0.21	0.42	
MX95CE0900E3	CEDEVIS_08-2U	4.78	445.5	Aaa.mx	mxAAA	AAA (mex)	533.7	3.63	2.68	Compra
MX95CE0900H6	CEDEVIS_08-3U	4.65	105.0	Aaa.mx	mxAAA	AAA (mex)	127.2	0.91	0.84	
MX95CE0900G8	CEDEVIS_08-4U	5.22	451.2	Aaa.mx	mxAAA	AAA (mex)	556.2	4.67	2.68	Mantener
MX95CE0900J2	CEDEVIS_08-5U	4.40	30.7	Aaa.mx	mxAAA	AAA (mex)	77.6	0.20	0.42	
MX95CE0900I4	CEDEVIS_08-6U	5.38	295.9	Aaa.mx	mxAAA	AAA (mex)	550.7	3.98	2.68	Mantener
MX95CE0900K0	CEDEVIS_08-7U	5.40	140.0	Aaa.mx	mxAAA	AAA (mex)	151.4	0.84	0.49	
MX95CE0900L8	CEDEVIS_08-8U	6.61	414.1	Aaa.mx	mxAAA	AAA (mex)	575.8	3.89	2.68	Mantener
MX95CE0900M6	CEDEVIS_08-9U	5.55	50.8	Aaa.mx	mxAAA	AAA (mex)	100.4	0.65	0.42	
MX95CE0900N4	CEDEVIS_0810U	6.25	258.6	Aaa.mx	mxAAA	AAA (mex)	560.3	3.54	2.68	Mantener
MX95CE0900O2	CEDEVIS_09U	5.65	289.7	Aaa.mx	mxAAA	AAA (mex)	332.3	2.94	2.37	Mantener
MX95CE0900P9	CEDEVIS_09-2U	5.70	361.6	Aaa.mx	mxAAA	AAA (mex)	323.9	2.99	2.37	Compra
MX95CE0900Q7	CEDEVIS_09-3U	5.62	225.3	Aaa.mx	mxAAA	AAA (mex)	346.9	2.69	2.27	Mantener
MX95CE0900R5	CEDEVIS_09-4U	5.50	410.8	Aaa.mx	mxAAA	AAA (mex)	354.9	2.87	2.37	Mantener

Fuente: Valmer, BBVA GMR. Valor de la UDI: 4.94

Cedevis - CDVITOT
 México D.F., 8 de agosto de 2013

Recomendación y características de los Cedevis - CDVITOT (Cont.)

ISIN	Ticker	Cupón	Monto actual (Udis mn)	Moody's	S&P	Fitch	Precio limpio (MXN)	Duración	YTM (%)	Recomendación BBVA
MX95CE0900S3	CEDEVIS_09-5U	5.40	379.1	Aaa.mx	mxAAA	AAA (mex)	348.6	2.96	2.37	Mantener
MX95CE0900T1	CEDEVIS_10U	4.11	209.7	Aaa.mx	mxAAA	AAA (mex)	191.5	0.79	0.49	
MX95CE0900U9	CEDEVIS_10-2U	5.33	557.4	Aaa.mx	mxAAA	AAA (mex)	546.2	3.72	2.68	Compra
MX95CE0900W5	CEDEVIS_10-3U	3.90	186.2	Aaa.mx	mxAAA	AAA (mex)	199.3	1.07	0.84	
MX95CE0900V7	CEDEVIS_10-4U	5.05	477.6	Aaa.mx	mxAAA	AAA (mex)	545.2	4.13	2.68	Venta
MX95CE0900X3	CEDEVIS_10-5U	4.19	249.1	Aaa.mx	mxAAA	AAA (mex)	384.7	3.01	2.37	Mantener
MX95CE0900Y1	CEDEVIS_10-6U	4.15	493.8	Aaa.mx	mxAAA	AAA (mex)	378.3	2.92	2.37	Mantener
MX95CE0900Z8	CEDEVIS_11U	4.95	651.1	Aaa.mx	mxAAA	AAA (mex)	434.0	3.38	2.67	Mantener
MX95CE090101	CEDEVIS_11-2U	4.75	673.9	Aaa.mx	mxAAA	AAA (mex)	425.3	3.50	2.68	Compra
MX95CE090119	CEDEVIS_12U	4.50	903.9	Aaa.mx	mxAAA	AAA (mex)	457.7	4.84	3.03	Mantener
MX95CD000002	CDVITOT_11U	4.50	331.6	Aaa.mx	mxAAA	AAA (mex)	412.4	4.81	2.44	Mantener
MX95CD000010	CDVITOT_11-2U**	5.50	22.7	Aa2.mx	mxAA	AA (mex)	566.2	4.58	2.44	
MX95CD000028	CDVITOT_11-3U	4.45	177.5	Aaa.mx	mxAAA	AAA (mex)	409.8	4.62	2.44	Mantener
MX95CD000036	CDVITOT_12U	4.60	572.3		mxAAA	AAA (mex)	475.9	4.97	2.74	Compra
MX95CD000044	CDVITOT_12-2U	4.20	350.4	Aaa.mx	mxAAA		460.3	5.11	2.98	Mantener

Fuente: Valmer, BBVA GMR. Valor de la UDI: 4.94. **Serie subordinada.

Nota: Nos abstenemos de recomendar emisiones con bajo monto de circulación inferior a UDIS 75mn ó bien a una duración inferior a 1.0.

Introducción

Los instrumentos conocidos como Cedevis y CDVITOT son bonos respaldados por créditos hipotecarios originados por el Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (Infonavit). El Instituto, el mayor originador de créditos hipotecarios en México, fue creado por mandato constitucional, con el objetivo de gestionar un sistema para la adquisición y el financiamiento de viviendas para los trabajadores de empresas privadas y los derechohabientes.

El Infonavit otorga créditos hipotecarios de varios tipos. El más común es el tradicional: el Instituto presta hasta 220 veces el salario mínimo (VSM), si el trabajador percibe más de 10 VSM, y hasta 210 VSM (cerca de MXN400,000), si percibe menos de 10 VSM. El plazo máximo de los créditos es de 30 años y la tasa es competitiva, en comparación con otras opciones del mercado (entre 7% a 10%, de acuerdo a las carteras que respaldan los Cedevis - CDVITOT). El crédito tradicional es el crédito que es cedido a los fideicomisos que emiten los Cedevis.

Otro tipo de crédito que otorga el Instituto es el denominado Infonavit Total, que se diferencia del crédito tradicional porque el trabajador puede utilizar la capacidad máxima de endeudamiento, es decir 350 VSM (alrededor de MXN650mn), además de tratarse de un esquema de financiamiento conjunto con alguna entidad bancaria. El crédito Infonavit Total respalda las emisiones de CDVITOT.

Alta calidad crediticia de los Cedevis - CDVITOT

En nuestra opinión, la calidad crediticia de los Cedevis - CDVITOT es alta, debido a los siguientes factores:

- a) Bajo riesgo de incumplimiento por falta de voluntad de pago, ya que las amortizaciones de los créditos se obtienen directamente del sueldo del trabajador. Además, la empresa empleadora está obligada a realizar aportaciones patronales de 5% del salario del trabajador y descontar directamente de la nómina el pago del crédito hipotecario del empleado contratante. En caso de que la empresa no realice el descuento vía nómina ni la aportación patronal, el Infonavit puede iniciar un proceso administrativo de ejecución contra la empresa empleadora, mediante el cual se cubre el adeudo con bienes o intervención de las cuentas de cheques de la empresa.
- b) El colateral ha demostrado ser sólido y suficiente para amortizar los bonos. En las emisiones de 2011 o anteriores, el monto nominal de las series preferentes está respaldado con un sobrecolateral de más de 30% (cartera vigente a valor nominal del instrumento menos 1), el cual se incrementa conforme se amortizan los instrumentos. Los Cedevis - CDVITOT emitidos hace más de cinco años cuentan con sobrecolateral superior a 50%.
- c) Las carteras de crédito cedidas son sanas. La cartera vencida (monto de los créditos con más de 90 días de atrasos a cartera total) es menor a 5% en las emisiones con antigüedad inferior a 4 años. La cartera vencida de los instrumentos más antiguos es superior al 5%, debido a que el monto de la cartera vigente se reduce por las amortizaciones del principal, mientras que la cartera vencida aumenta nominalmente, ante eventos como la crisis económica de 2008-2009.

- d) El colateral de los créditos cedidos es también fuerte. El inmueble objeto del crédito es la garantía hipotecaria y supera el valor del crédito. La razón de Deuda/Valor del inmueble (Loan to value, LTV) es inferior a 70% en los Cedevis - CDVITOT emitidos hace más de dos años y menor a 85% después de 2011.
- e) Adicionalmente, los créditos hipotecarios cuentan con algunos seguros que respaldan la falta de pago de los créditos –como el de desempleo, que cubre hasta 12 meses el pago del crédito–. Los inmuebles objeto del crédito también están asegurados contra daño material.
- f) Los Cedevis - CDVITOT están estructurados de tal manera que la generación de efectivo es fuerte, en comparación con el pago de las obligaciones semestrales. El diferencial entre las tasas promedio de los créditos cedidos y los cupones que pagan los instrumentos es amplio, lo que permite excedentes de efectivo que sirven para amortizar los Cedevis - CDVITOT. En el caso de los Cedevis, este diferencial es superior a 200pb en las emisiones de 2011 en adelante y entre 100pb y 200pb en la mayoría de las emisiones más antiguas. En el caso de los CDVITOT emitidos a partir de 2011, el diferencial es incluso superior a los 400pb.
- g) Administrador de la cartera con amplia experiencia. El Infonavit es el principal proveedor y administrador de cartera hipotecaria del país; ofrece los mayores estándares de calidad y cuenta con certificaciones, tanto de calificadoras como de organismos independientes. Adicionalmente, un administrador maestro independiente verifica y valida la información y los flujos de efectivo en los fideicomisos.
- h) Intereses afines entre los tenedores de los bonos y el Infonavit. El Infonavit retiene la porción tipo “accionarial” (constancia subordinada) de la estructura, la cual se paga sólo cuando las obligaciones preferentes se amortizan totalmente; en nuestra opinión, lo anterior incentiva al Infonavit a recuperar un alto valor de esta porción y, por lo tanto, a realizar una buena labor como administrador de la cartera.
- i) Los criterios de selección permiten asegurar un buen desempeño de la cartera de créditos. Entre los que consideramos más relevantes se encuentran los siguientes:
 - Los créditos deben contar con garantía hipotecaria y estar indexados al salario mínimo en México, que se comporta de manera similar a la inflación local.
 - Los créditos deben estar al corriente y el atraso en el pago no puede ser superior a 12 meses.

En este documento dividimos el análisis de los Cedevis - CDVITOT en dos aspectos principales:

1. Las estructuras y funcionamiento de los Cedevis - CDVITOT.
2. Las carteras de créditos hipotecarios que respaldan los instrumentos.

1. Estructura de los Cedevis - CDVITOT

Los Cedevis - CDVITOT son certificados bursátiles fiduciarios en los que el Infonavit cede los derechos de cobro de una cartera de créditos hipotecarios de trabajadores de empresas mexicanas. Los créditos son cedidos irrevocablemente y están libres de cualquier gravamen. Pese a la cesión de créditos, el Infonavit se mantiene como el administrador de la cartera cedida a los fideicomisos y recibe una comisión sobre el saldo insoluto de la cartera cedida.

En este sentido, la principal fuente de pago de los instrumentos es la recaudación (principal e intereses) que proviene de los créditos hipotecarios cedidos. Cada estructura de Cedevis - CDVITOT cuenta con un único fideicomiso y se constituye como una entidad independiente, con personalidad jurídica distinta de la del Infonavit y de los otros fideicomisos.

En el Objeto 2 se muestran los principales actores del fideicomiso y una esquematización de la estructura.

Objeto 2

Estructura de los Cedevis - CDVITOT



Fuente: Suplementos de colocación, BBVA GMR

Instrumentos emitidos por los fideicomisos y prelación de pago

Los fideicomisos emiten tres instrumentos que se diferencian entre ellos por la prelación de pago y cuyas características son las siguientes:

1. Serie preferente: Primer instrumento en recibir el pago de cupones. La amortización del valor nominal se realiza después del pago de intereses de la serie subordinada (ver siguiente punto). En este reporte nos referimos a las series preferentes como Cedevis - CDVITOT.

Algunos de los fideicomisos se emiten con dos series preferentes; la diferencia primordial entre ambas es la amortización, ya que una serie se amortiza totalmente antes que la otra. Sin embargo, el pago de intereses se realiza al mismo tiempo para ambas series.

2. Serie subordinada (también llamada constancia preferente): Segunda serie en recibir el pago de intereses y en amortizarse, después de que se amortiza la serie preferente; el cupón es superior al de la serie preferente. Actualmente, las series subordinadas están en poder del Infonavit, salvo en el caso del CDVITOT 11-2U.

3. La porción tipo accionarial (también llamada constancia subordinada): Su valor es igual al flujo de efectivo remanente, una vez que se ha pagado la totalidad de las series preferente y subordinada. Esta porción de *equity* es propiedad del Infonavit y tiene como propósito absorber las primeras pérdidas, en caso de impago de los deudores.

Amortización de los Cedevis - CDVITOT

Los Cedevis - CDVITOT se amortizan principalmente con los pagos y prepagos del principal e intereses de los créditos hipotecarios y que son descontados vía nomina, además de las aportaciones patronales que, de manera obligatoria y puntual, realizan los empleadores.

Dos tipos de cascadas de pago caracterizan a las emisiones actualmente en el mercado, dependiendo del número de series preferentes de las estructuras:

1. Cascada de pago con una emisión preferente. El monto pagado por intereses y capital de los créditos hipotecarios se utiliza en primera instancia para pagar gastos operativos y así asegurar el funcionamiento del fideicomiso. Después de cubrir los gastos operativos se paga el cupón de la serie preferente, seguido del pago de cupón de la serie subordinada y, posteriormente, el pago del principal de la serie preferente. El pago de capital de la serie subordinada no se realiza hasta que se amortiza la totalidad de la serie preferente, o bien se alcanza un alto nivel de sobrecolateral (Cartera vigente/Valor nominal de la cartera de crédito).
2. Cascada de pago con dos emisiones preferentes. El pago de cupón de las series preferentes se hace a *pari passu* y los recursos restantes –de haberlos– se utilizan para amortizar el monto en circulación de la emisión preferente primaria. Cuando ésta se amortiza totalmente, podrá amortizarse la emisión preferente secundaria.

La consecuencia de contar con dos series preferentes es que una de ellas tiene una vida media y duración mayores que la otra. Esto se refleja en los mayores spreads de las emisiones preferentes secundarias.

Actualmente, sólo las series preferentes cotizan en el mercado de crédito. Ver Objeto 3.

Objeto 3

Identificación de Cedevis y CDVITOT con dos series preferentes:

Grupo	Emisión	Amortización	Cupón %	Valor nominal %	Duración
CEDEVIS_08U	CEDEVIS_08U	Primera	4.40	6.6	0.2
	CEDEVIS_08-2U	Segunda	4.78	100.0	3.6
CEDEVIS_08-3U	CEDEVIS_08-3U	Primera	4.65	24.8	0.9
	CEDEVIS_08-4U	Segunda	5.22	100.0	4.7
CEDEVIS_08-5U	CEDEVIS_08-5U	Primera	4.40	15.6	0.2
	CEDEVIS_08-6U	Segunda	5.38	100.0	4.0
CEDEVIS_08-7U	CEDEVIS_08-7U	Primera	5.40	29.4	0.8
	CEDEVIS_08-8U	Segunda	6.61	100.0	3.9
CEDEVIS_08-9U	CEDEVIS_08-9U	Primera	5.55	19.6	0.7
	CEDEVIS_0810U	Segunda	6.25	100.0	3.5
CEDEVIS_10U	CEDEVIS_10U	Primera	4.11	37.6	0.8
	CEDEVIS_10-2U	Segunda	5.33	100.0	3.7
CEDEVIS_10-3U	CEDEVIS_10-3U	Primera	3.90	39.0	1.1
	CEDEVIS_10-4U	Segunda	5.05	100.0	4.1

Fuente: Suplemento de colocación, Valmer, BBVA GMR

Debido a que el flujo de efectivo restante del pago de gastos operativos se destina al pago de cupón y capital, la vida media estimada de las series preferentes de los Cedevis - CDVITOT es inferior a diez años, en la mayoría de los casos; también es inferior al vencimiento del legal de los instrumentos de entre 18 a 28 años desde su emisión. Este tipo de amortización es del tipo *passthrough*.

Por último, mediante el derecho de readquisición, el Infonavit puede readquirir la totalidad del patrimonio del fideicomiso a partir del momento en que el saldo insoluto de un determinado Cedevis sea menor o igual a 10%. El inversionista sólo recibirá el valor nominal menos los prepagos realizados a la fecha.

Es importante señalar que estos instrumentos sólo incurrirán en incumplimiento de pago de capital si a la fecha de vencimiento no logran cumplir con la totalidad del saldo insoluto.

2. Cartera de crédito que respalda las emisiones

La fuente principal de pago de los instrumentos (series preferentes, subordinada y *equity*) que emiten los fideicomisos es la cartera de crédito cedida por el Infonavit; por ende, su calidad debe ser monitoreada en tres factores, en nuestra opinión:

- a) Créditos vencidos.
- b) Monto del principal pendiente de pago del crédito hipotecario a valor del inmueble objeto de financiamiento.
- c) La cobertura del monto del principal de la cartera vigente del portafolio de créditos hipotecarios a la serie o series preferentes (sobrecolateral).

a) Morosidad de las carteras cedidas

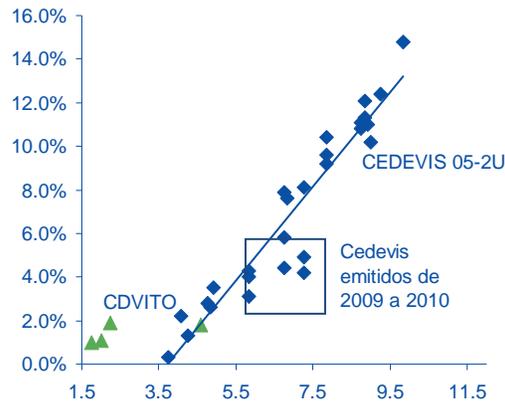
A mayo de 2013, la morosidad¹ de la cartera cedida de los Cedevis con menos de cuatro años de haberse emitido es inferior a 5%. En nuestra opinión, el comportamiento de las carteras emitidas en 2009 y 2010 es excepcionalmente bajo, en comparación con sus pares de mayor antigüedad; por ejemplo, las carteras de los CEDEVIS 04U, 05U y 06U, a cuatro años de haberse emitido, ya contaban con índices de morosidad superiores a 5%. Creemos que este comportamiento se debe, en parte, a la crisis mundial de 2008-2009. En noviembre de 2008, el índice de morosidad de los CEDEVIS 04U, 05U y 06U era 8.8%, 6.3% y 5.3%, respectivamente (ver Objeto 5).

En la línea de regresión del Objeto 4 se observa el mejor comportamiento en términos de morosidad y antigüedad de los Cedevis emitidos en 2009 y 2010, en comparación con otros Cedevis más antiguos.

Las carteras de crédito de los CDVITOT registran mayor mora que algunas emisiones de los Cedevis con similar antigüedad (ejemplo: CEDEVIS 11-2U con 0.5% y antigüedad 51 meses vs. CDVITOT 11U con 1.2% y antigüedad 55 meses). Atribuimos esta situación a una mayor concentración de créditos, entre otros factores: las carteras de crédito de los CDVITOT incluyen menos de 10,000 créditos; mientras que las de los Cedevis emitidos en 2011 y 2012, más de 20 mil créditos.

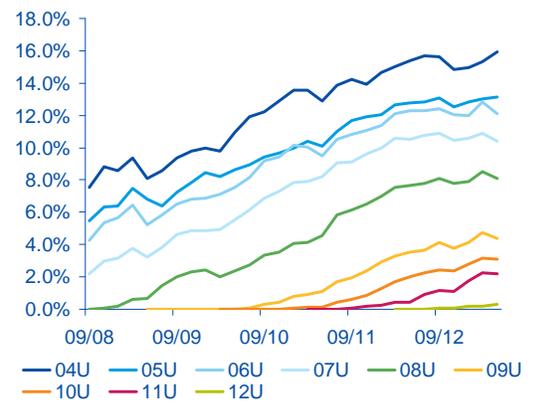
¹ El índice de morosidad equivale al saldo insoluto con más de 90 días de impago al total de la cartera cedida.

Objeto 4
Relación de morosidad (% cartera vencida 90 días a cartera total) vs. antigüedad de la cartera (en años)



Fuente: Infonavit, BBVA GMR

Objeto 5
Morosidad histórica de algunos Cedevis



Fuente: Infonavit, BBVA GMR

El Infonavit clasifica a los acreditados por el estatus laboral del empleado. Ésta es otra manera de predecir el comportamiento de la cartera vencida futura, ya que un alto porcentaje de ésta se debe a la falta de una relación laboral formal con alguna empresa. Los tres estatus de clasificación son los siguientes:

- Régimen ordinario de amortización (ROA): La empresa empleadora puede realizar el descuento vía nómina, ya que el empleado cuenta con una relación laboral formal y está registrado en el Instituto Mexicano de Seguridad Social (IMSS). La cartera vigente –sin ningún mes de atraso– de los Cedevis y los CDVITOT en el status ROA es de 97-99% y de 92-96%, respectivamente, de los créditos que caen en esta clasificación.
- Régimen especial de amortización (REA): Se clasifica en este régimen a los acreditados que han perdido la relación laboral formal de acuerdo con lo reportado por el IMSS. Al no existir empresa empleadora que realice el descuento para el pago del crédito hipotecario mediante nómina, el acreditado debe pagarlo por su cuenta. Debido a que las principales causas del impago del crédito es el desempleo y el aumento del riesgo de voluntad de pago, el número de créditos de la cartera vigente en la clasificación ROE es inferior a 50%, salvo la cartera vigente de los Cedevis - CDVITOT emitidos en 2012, cuya cifra es superior a 60%.
- Prórroga: Los acreditados desempleados tienen derecho a reestructurar el crédito hipotecario y pedir más tiempo (hasta 12 meses) para cumplir con sus obligaciones. Menos del 5% de los créditos en las carteras se encuentran en esta situación.

La antigüedad de la cartera también influye en el estatus de los acreditados. A medida que las carteras ganan antigüedad, el monto del principal de los acreditados en ROA disminuye al ir amortizando los créditos, mientras que el monto en REA se va acumulando. Por lo tanto, los Cedevis con una antigüedad superior a cuatro años cuentan con un porcentaje de REA superior a 15%, mientras que los Cedevis - CDVITOT emitidos después de 2008 cuentan con un REA inferior a 15%.

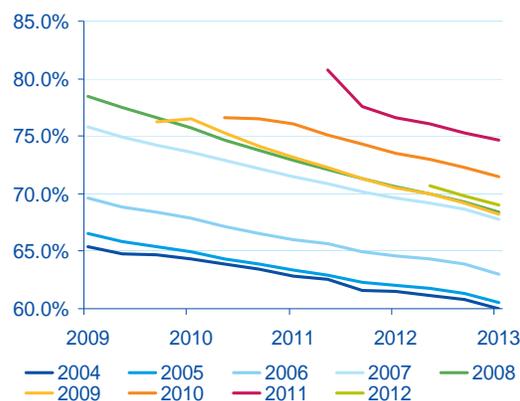
b) Razón de monto a pagar de crédito hipotecario a valor del inmueble

Cuando el valor del inmueble es alto y el adeudo del crédito hipotecario es pequeño, los acreditados manifestaran más interés en cumplir con las obligaciones crediticias, incluso si no tienen empleo.

La constante disminución de la razón de Deuda/Valor del inmueble en las carteras de los Cedevis nos parece una fortaleza. Pese a ser de más del 75% inicialmente, la razón promedio ponderado de los Cedevis emitidos de 2004 a 2009 es ahora inferior a 70%; la de los emitidos de 2010 a 2011 es de 71% y 75%, respectivamente (ver Objeto 6).

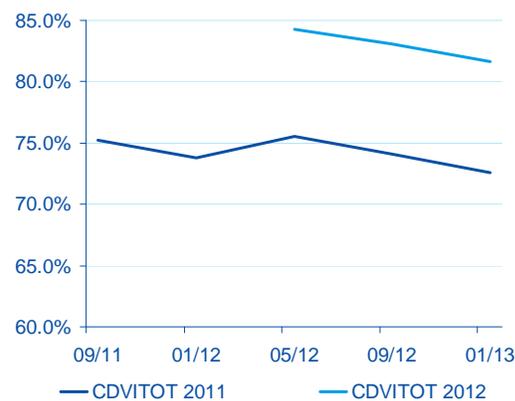
Sin embargo, la razón inicial de Deuda/Valor del inmueble de las carteras de los CDVITOT emitidos en 2011 y 2012 ha sido superior a 75% y, en el caso de los CDVITOT 11-3U y CDVITOT 12U, incluso superior a 80% (ver Objeto 7). Creemos que esta situación acentúa el mayor riesgo crediticio de los CDVITOT, en comparación a los Cedevis.

Objeto 6
Razón Deuda/Valor del inmueble de la cartera de Cedevis emitidos de 2004 a 2012



Fuente: Infonavit, BBVA GMR

Objeto 7
Razón Deuda/Valor del inmueble de la cartera de CDVITOT emitidos hasta 2012



Fuente: Infonavit, BBVA GMR

c) Sobrecolateral

El sobrecolateral de los Cedevis - CDVITOT es amplio –en varios casos, superior al 33%– y probadamente suficiente para cumplir con las obligaciones de crédito de las emisiones.

El sobrecolateral también se puede ilustrar mediante el aforo². En todas las emisiones de Cedevis, los aforos se encuentran por encima de 25%; es decir, el sobrecolateral de la cartera vigente está respaldado por más de 33% del valor nominal de los Cedevis.

Las emisiones realizadas en 2004 y 2005, incluso cuentan con un respaldo de cartera vigente superior a 100%, sobre todo porque el valor nominal de las series preferentes ha disminuido ampliamente y representa menos del 30% del valor nominal original.

² Aforo = 1 – (Valor nominal del Cedevis o CDVITOT serie preferente / Monto vigente de la cartera de crédito).

El sobrecolateral de los Cedevis 2006 a 2010 es superior a 50%, con aforos entre 33% y 39%. Los Cedevis emitidos durante 2009 cuentan con aforos incluso superiores a emisiones de años previos; por ejemplo, el aforo de la emisión CEDEVIS 09U es de 39.4%, mientras que el aforo de la CEDEVIS 07U es de 39.2%.

Es importante mencionar que los CDVITOT y los Cedevis posteriores a 2011 cuentan con un nuevo factor a considerar, llamado "porcentajes objetivo de aforo" (valor nominal de la serie preferente a cartera vigente, o bien $PO = 1 - \text{aforo}$), que una vez que se alcanza el indicador, la estructura comienza a amortizar el instrumento subordinado a prorrata con la serie preferente. Por ejemplo, el porcentaje objetivo de aforo del CDVITOT 12-2U es 61.5% y actualmente el aforo es del 78%.

En nuestra opinión, la consecuencia será que los Cedevis - CDVITOT que cuenten con porcentajes objetivo de aforo ampliarán los plazos de amortización total de las series preferentes y se incrementará la vida media y la duración de los instrumentos, todo lo cual debería traducirse en tasas de rendimiento más elevadas.

Recomendación de bonos

Recomendamos estos bonos, con base en la fortaleza de su estructura y de su cartera de crédito que lo respalda. Creemos, de antemano, que el nivel de riesgo de los CDVITOT emitidos es más elevado que el de los Cedevis, por contar los primeros con más elementos de riesgo de crédito: menor número de créditos, razón de Deuda/Valor del inmueble y aforos objetivo (hasta las emisiones de 2012, los CEDEVIS no contaban con aforos objetivo), lo que en última instancia aumentará la vida media de los instrumentos, en nuestra opinión.

Nuestro criterio de recomendación se basa en los siguientes pasos:

1. Ordenamos las emisiones de los Cedevis de acuerdo con la antigüedad de la cartera cedida a los fideicomisos.
2. Agrupamos dichas emisiones en períodos de 12 meses (un año) y resaltamos las emisiones con dos series preferentes.
3. Comparamos las cualidades entre cada grupo, incluyendo aforo, razón de Deuda/Valor del inmueble, diferenciales entre la tasa promedio de la cartera cedida y el cupón, cartera vencida y porcentaje de cartera en REA.
4. En cada grupo determinamos si cada característica ha tenido un comportamiento superior al promedio del grupo más una desviación estándar (azul), inferior al promedio menos una desviación estándar (gris), o conforme al promedio/irrelevante (sin color).
5. Comparamos la tasa de rendimiento de cada Cedevis dentro de su grupo. La expectativa es que la tasa de rendimiento de los Cedevis con características inferiores sea más elevada; en caso contrario, consideramos que el riesgo asumido no estaría reflejando el riesgo de crédito.
6. Seleccionamos en Compra a los Cedevis con características superiores o similares a sus comparables, pero cuya una tasa de rendimiento es superior al resto. Aquellos con características inferiores a las de sus comparables, aunado a una tasa de rendimiento por debajo a éstos, los recomendamos en Venta. Nos abstuvimos de recomendar las emisiones cuyo monto en circulación es inferior a 25%, por la muy baja liquidez de la emisión.

A continuación mostramos el resultado del análisis (ver Objeto 8):

Objeto 8

Identificación de Cedevis y CDVITOT con dos series preferentes:

Emisión	Amortización de serie preferente	Antigüedad en meses	Aforo	Dif. Crédito - Cupón (pb)	Cartera vencida	% de REA del portafolio	LTV	YTM %	Duración	% de emisión en circulación
95_CEDAVIS_04U		118	58.7%	181	12.3%	31.3%	60.0%	1.55%	1.40	21%
Grupo 1										
95_CEDAVIS_05U	Primaria	111	50.6%	167	10.6%	28.5%	60.1%	1.55%	1.89	30%
95_CEDAVIS_05-2U	Primaria	108	56.4%	175	8.2%	25.9%	59.5%	1.55%	1.43	27%
95_CEDAVIS_05-3U	Primaria	107	47.3%	163	8.9%	25.3%	62.0%	2.11%	2.12	34%
95_CEDAVIS_06U	Primaria	106	40.5%	154	9.9%	26.9%	64.9%	2.11%	2.48	41%
95_CEDAVIS_06-2U	Primaria	106	40.7%	109	9.2%	26.7%	64.3%	2.27%	2.65	40%
95_CEDAVIS_06-3U	Primaria	105	41.4%	217	8.6%	25.3%	61.9%	2.11%	2.25	39%
95_CEDAVIS_06-4U	Primaria	105	43.5%	233	9.1%	25.6%	62.1%	2.11%	2.18	37%
Promedio:			45.8%	175	9.6%	26.9%	61.9%			
Desv. estándar			6.0%	41	0.8%	1.2%	2.0%			
Grupo 2										
95_CEDAVIS_07U	Primaria	94	38.0%	268	8.2%	24.1%	68.3%	2.27%	2.80	51%
95_CEDAVIS_07-2U	Primaria	94	30.6%	276	7.6%	22.3%	67.6%	2.67%	3.46	57%
95_CEDAVIS_07-3U	Primaria	94	32.2%	245	7.5%	21.2%	67.3%	2.37%	3.07	57%
95_CEDAVIS_08U	Primaria	87	31.0%	272	6.3%	19.2%	67.7%	0.42%	0.21	7%
95_CEDAVIS_08-2U	Secundaria			234				2.68%	3.63	100%
95_CEDAVIS_09-2U	Primaria	87	39.1%	149	3.4%	12.8%	66.4%	2.37%	2.99	59%
95_CEDAVIS_09-3U	Primaria	87	39.6%	154	2.9%	11.8%	66.1%	2.27%	2.69	64%
Promedio			35.1%	228	6.0%	18.5%	67.2%			
Desv. estándar			4.2%	55	2.3%	5.1%	0.8%			
Grupo 3										
95_CEDAVIS_08-3U	Primaria	82	31.6%	237	5.9%	18.4%	69.4%	0.84%	0.91	25%
95_CEDAVIS_08-4U	Secundaria			180				2.68%	4.67	100%
95_CEDAVIS_08-5U	Primaria	81	33.9%	256	6.0%	18.2%	69.2%	0.42%	0.20	16%
95_CEDAVIS_08-6U	Secundaria			158				2.68%	3.98	100%
95_CEDAVIS_08-7U	Primaria	81	40.7%	160	4.8%	16.0%	67.8%	0.49%	0.84	29%
95_CEDAVIS_08-8U	Secundaria			39				2.68%	3.89	100%
95_CEDAVIS_08-9U	Primaria	81	42.9%	148	4.1%	15.2%	67.8%	0.42%	0.65	20%
95_CEDAVIS_0810U	Secundaria			78				2.68%	3.54	100%
95_CEDAVIS_09U	Primaria	81	40.2%	157	3.0%	12.3%	67.4%	2.37%	2.94	61%
Promedio			37.9%	157	4.8%	16.0%	68.3%			
Desv. estándar			3.9%	69	1.3%	2.4%	0.8%			

Fuente: Suplemento de colocación, Valmer, BBVA GMR

Identificación de Cedevis y CDVITOT con dos series preferentes (Cont.):

Emisión	Amortización de serie preferente	Antigüedad en meses	Aforo	Dif. Crédito - Cupón (pb)	Cartera vencida	% de REA del portafolio	LTV	YTM %	Duración	% de emisión en circulación
Grupo 4										
95_CEDVIS_09-4U	Primaria	70	41.6%	187	2.8%	11.8%	70.2%	2.37%	2.87	66%
95_CEDVIS_09-5U	Primaria	70	40.2%	198	2.7%	11.1%	69.6%	2.37%	2.96	64%
95_CEDVIS_10U	Primaria	70	37.5%	329	2.0%	9.1%	69.0%	0.49%	0.79	38%
95_CEDVIS_10-2U	Secundaria			207				2.68%	3.72	100%
Promedio			39.7%	230	2.5%	10.7%	69.6%			
Desv. estándar			2.1%	66	0.4%	1.4%	0.6%			
Grupo 5										
95_CEDVIS_10-3U	Primaria	59	36.5%	395	2.3%	10.1%	72.7%	0.84%	1.07	39%
95_CEDVIS_10-4U	Secundaria			280				2.68%	4.13	100%
95_CEDVIS_10-5U	Primaria	57	38.1%	360	1.6%	8.5%	72.9%	2.37%	3.01	74%
95_CEDVIS_10-6U	Primaria	58	36.2%	370	1.5%	7.9%	72.6%	2.37%	2.92	73%
95_CEDVIS_11-2U	Primaria	51	33.5%	314	0.5%	5.3%	72.9%	2.68%	3.50	80%
95_CEDVIS_11U	Primaria	49	34.9%	295	1.2%	7.5%	76.6%	2.67%	3.38	81%
Promedio			35.8%	336	1.4%	7.9%	73.6%			
Desv. estándar			1.7%	46	0.7%	1.4%	1.9%			
Grupo 6										
95_CEDVIS_12U	Primaria	45	27.9%	448	0.0%	2.7%	69.0%	3.03%	4.84	86%
Promedio			27.9%	448	0.0%	2.7%	69.0%			
Grupo 7: CDVITOT										
95_CDVITOT_11U	Primaria	55	27.9%	504	1.2%	1.9%	69.9%	2.44%	4.81	82%
95_CDVITOT_11-2U	Subordinada			404				2.44%	4.58	100%
95_CDVITOT_11-3U	Primaria	27	27.6%	535	1.2%	1.4%	77.6%	2.44%	4.62	76%
95_CDVITOT_12U	Primaria	24	24.7%	506	0.6%	0.2%	81.5%	2.74%	4.97	88%
95_CDVITOT_12-2U	Primaria	21	23.1%	540	0.0%	0.1%	82.0%	2.98%	5.11	87%
Promedio			25.8%	498	0.7%	0.9%	77.7%			
Desv. estándar			2.3%	55	0.6%	0.9%	5.6%			

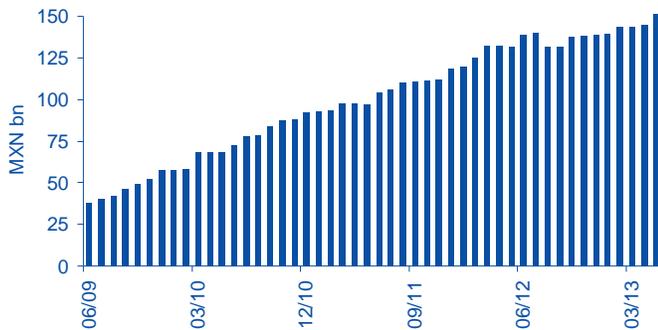
Fuente: Suplemento de colocación, Valmer, BBVA GMR

Estamos recomendando en Compra los CEDEVIS 11-2U, 10-2U, 09-2U, 08-2U, 06-4U, 06-3U y 05-3U. En Venta, los CEDEVIS 05U, 07U y 10-4U. En el caso de los CDVITOT, recomendamos en Compra el 12U.

El mercado de bonos respaldados por créditos hipotecarios de entidades públicas (Infonavit y Fovissste)

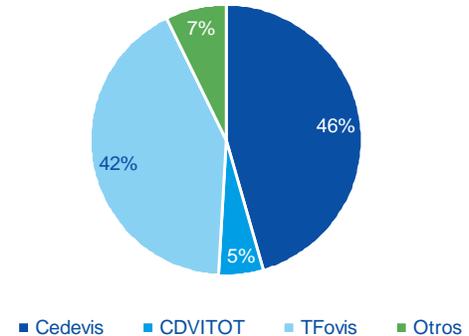
La demanda primaria de este tipo de instrumentos ha sido sólida. En la última colocación de Cedevis se subastaron cerca de MXN4,000mn y su demanda superó los MXN27,200mn. En el caso de la última colocación de TFovis se colocaron MXN6,850mn, con una demanda de MXN12,000mn. El monto en circulación no ha dejado de crecer desde la primera emisión en 2004 (ver Objeto 9). A junio de 2013, el monto en circulación de este mercado es mayor a los MXN135,000mn y se encuentra dividido entre las dos principales hipotecarias públicas: Infonavit y Fovissste (ver Objeto 10).

Objeto 9
Monto en circulación de bonos respaldados por créditos hipotecarios de entidades públicas*



Fuente: Banco de México, BBVA GMR

Objeto 10
Porcentaje de participación de Cedevis y TFovis



Fuente: Valmer, BBVA GMR

Rendimiento de los Cedevis - CDVITOT

Una de las razones para invertir en este tipo de instrumentos es beneficiarse de los movimientos de la inflación del país (de casi 4.4%, promedio anual de los últimos 5 años), debido a que están denominados en Unidades de Inversión (Udis); es decir, los cambios de precio de las Udis van de la mano de los cambios inflacionarios. Los Udibonos que emite el Gobierno mexicano son utilizados como referencia de los Cedevis y de otros bonos mexicanos respaldados por créditos hipotecarios denominados en Udis.

De acuerdo con los índices de Valmer, los rendimientos totales del índice de Cedevis rebasan el 10% anualizado durante 2013 (ver Objeto 12). Pese a la volatilidad de las tasas de los Udibonos y los MBonos (ver Objeto 11), los rendimientos totales superan a los rendimientos de otros instrumentos corporativos, lo que en nuestra opinión explica la fuerte demanda primaria que observamos en este tipo índices.

Cedevis - CDVITOT
México D.F., 8 de agosto de 2013

Objeto 11
Rendimiento histórico total del Mbono y Udibono a 5 años



Fuente: Valmer, BBVA GMR

Objeto 12
Rendimiento total anual histórico de Cedevis y de otros instrumentos



Fuente: Valmer, BBVA GMR

Cedevis - CDVITOT
México D.F., 8 de agosto de 2013

Global Markets Research

Director

Antonio Pulido

ant.pulido@bbva.com

34 91 374 31 81

Crédito Global

Director

Javier Serna

Javier.Serna@bbvauk.com

+44 207 648 7581

Europa

Analista Jefe

Agustín Martín

agustin.martin@grupobbva.com

34 91 537 80 84

Financiero

David Golin

david.golin@grupobbva.com

34 91 537 87 46

Antonio Vilela

antonio.vilela@grupobbva.com

34 91 374 56 84

Corporativos

Ana Greco

ana.greco@bbvauk.com

44 207 648 7669

Sabrina Ran

sabrina.ran@bbvauk.com

44 207 397 6082

Alice Montlaur

Alice.montlaur@bbva.com

44 207 648 7669

Sector Público

Mercedes Ferrer

mercedes.ferrer@bbvauk.com

44 207 648 7655

América

New York

José Bernal

jose.bernal@bbvany.com

1 212 728 1561

México

Edgar Cruz

edgar.cruz@bbva.com

52 55 5621 9774

Información Importante

Las empresas del Grupo BBVA que han participado en la preparación de este informe o que han aportado información, opiniones, estimaciones, previsiones o recomendaciones para su elaboración se identifican por la ubicación de los autores, que se indica en la primera página del modo siguiente: 1) Madrid, Londres o Europa: Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A., incluidas sus sucursales en la UE (en lo sucesivo "BBVA"); 2) Ciudad de México: BBVA Bancomer, S.A. Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer (en lo sucesivo "BBVA Bancomer"); 3) Nueva York: BBVA Securities, Inc. (en lo sucesivo "BBVA Securities"); 4) Sucursal de Nueva York: BBVA, Sucursal de Nueva York; 5) Lima: BBVA Continental S.A.; 6) Bogotá: BBVA Continental S.A.; 7) Santiago de Chile: BBVA Chile S.A.; 8) Hong Kong: BBVA, Sucursal de Hong Kong.

Para los lectores en la Unión Europea, este documento es difundido por BBVA, un banco supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

Para los lectores en México, este documento es difundido por BBVA Bancomer, un banco supervisado por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México.

Para los lectores en Los Estados Unidos de América, los análisis sobre productos distintos de los títulos de renta variable y los swaps son difundidos por BBVA Securities, una filial de BBVA autorizada y supervisada por la U.S. Securities and Exchange Commission y inscrita en los registros de la Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") y la Securities Investor Protection Corporation. Las personas estadounidenses que deseen realizar alguna operación deben hacerlo exclusivamente a través de un representante de BBVA Securities en EE.UU. A menos que las respectivas legislaciones nacionales estipulen otra cosa, las personas no estadounidenses deben contactar y realizar sus operaciones a través de una sucursal o una empresa participada de BBVA en su jurisdicción de residencia.

Los análisis sobre swaps son difundidos por BBVA, un operador de swaps registrado y supervisado por la Commodity Futures Trading Commission ("CFTC"). Las personas estadounidenses que deseen realizar alguna operación deben hacerlo exclusivamente a través de un representante de BBVA. A menos que las respectivas legislaciones nacionales estipulen otra cosa, las personas no estadounidenses deben contactar y realizar sus operaciones a través de una sucursal o una empresa participada de BBVA en su jurisdicción de residencia.

Los análisis elaborados por BBVA sobre títulos de renta variable son difundidos por BBVA a "grandes inversores institucionales de EE.UU." en virtud de la exención de la obligación de registro que establece el artículo 15a-6 de la Ley de Valores de EE.UU. (U.S. Securities Exchange Act) de 1934, en su versión más actual (la "Ley de Valores"). BBVA no está registrada como sociedad de valores y bolsa en EE.UU. y no está sujeta a las normas estadounidenses relativas a la elaboración de análisis o a la independencia de los analistas. Los análisis elaborados por BBVA Bancomer, BBVA Continental S.A., BBVA Colombia S.A. o BBVA Chile S.A. sobre títulos de renta variable son difundidos por BBVA Securities.

BBVA o cualquiera de las sociedades del Grupo BBVA, es titular, directa o indirectamente, de al menos un 1% del capital social de la/s siguiente/s Compañía/s, que es/son objeto de análisis en el presente informe: **BOLSA MEXICANA DE VALORES, BOLSA DE VALORES DE CARACAS, BOLSA DE VALORES DE LIMA, CAVALI, CEMEX VENEZUELA, GDF SUEZ, GRUPO ALFA, GRUPO VIDEOVISA, MEGACABLE HOLDINGS, PROMOTORA AMBIENTAL.**

En los doce meses pasados, BBVA o cualquiera de las sociedades del Grupo BBVA, ha participado como asegurador y/o colocador en ofertas públicas de valores de la/s siguiente/s Compañía/s, que es/son objeto de análisis en el presente informe: Alsea, Banco Nacional de Comercio Exterior, Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, Coca-Cola Femsa, Comisión Federal de Electricidad, Consorcio del Mayab, Daimler Mexico, Facileasing, Fibra Hotel, Fibra Macquaire, FONACOT, Fondo Especial para Financiamientos Agropecuarios, Ford Credit de México, FOVISSSTE, Fibra Uno, Grupo Aeroportuario Centro Norte, Grupo Financiero Inbursa, Grupo Financiero Monex, Grupo Financiero Santander Mexico, Holcim Capital México, Industrias Peñoles, Nacional Financiera, NR Finance México, OHL Mexico, Organización Cultiba, Paccar Financial Mexico, Petroleos Mexicanos, Red de carreteras de Occidente, Toyota Financial Services México, Volkswagen Leasing.

En los doce meses pasados, BBVA o cualquiera de las sociedades del Grupo BBVA, ha prestado servicios retribuidos de banca de inversiones a la/s siguiente/s Compañía/s, que es/son objeto de análisis en el presente informe: Acciona, Alfa, Alsea, Arca continental, Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, BNY Mellon Mexico, Braskem Idesa, Cadu Inmobiliaria, Cemex, Cencosud, Comisión Federal de Electricidad, Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles, DEXIA (Banco del Bajío), Empresas ICA, Endesa México, Enel, Facileasing, Graña y Montero, Grupo Bimbo, Grupo Cementos de Chihuahua, Grupo Maseca, Grupo R, Iberdrola, Infraestructura Energetica Nova, ICA, Kansas City Southern Mexico, Minera Frisco, Minera los Pelambres, OHL México, Organización Cultiba, Paccar Financial Mexico, Petroleos Mexicanos, Red de Carreteras de Occidente, Telefonica, Telefonos de Mexico.

En los próximos tres meses, BBVA o cualquiera de las sociedades del Grupo BBVA, espera recibir o intentará obtener compensación por servicios de banca de inversiones de la/s Compañía/s objeto del presente informe. N/A

BBVA está sometido a un Reglamento Interno de Conducta en los Mercados de Valores, que desarrolla la política global mencionada más arriba para el ámbito U.E., el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. Este Reglamento está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo.

BBVA Bancomer está sometido a un Código de Conducta del Grupo Financiero BBVA Bancomer y a un Reglamento Interno de Conducta en los Mercados de Valores, que desarrolla la política global mencionada más arriba para el ámbito mexicano, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código y este Reglamento está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bancomer.com/GrupoBBVABancomer/Conócenos.

BBVA Securities está sometido a un Código de Conducta en los Mercados de Capitales, que desarrolla la política global mencionada más arriba para el ámbito americano, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información.

Exclusivamente para los lectores residentes en México

En los doce meses pasados, BBVA Bancomer ha otorgado créditos bancarios a la/s siguiente/s emisora/s que son objeto de análisis en el presente informe: **ALFA, AXTEL, COMISION FEDERAL DE ELECTRICIDAD, CONSTRUCCION Y SERVICIOS INTEGRALES SIGMA, CORPORACION GEO, DAIMLER MEXICO, FACILEASING, GENOMMA LAB INTERNACIONAL, GEO EDIFICACIONES, GRUPO CARSO, GRUPO CASA SABA, GRUPO CEMENTOS DE CHIHUAHUA, GRUPO COMERCIAL CHEDRAUI, GRUPO PALACIO DE HIERRO, IMPULSORA DEL DESARROLLO Y EL EMPLEO EN AMERICA LATINA, INDUSTRIAS BACHOCO, INMOBILIARIA RUBA, PEMEX CORPORATIVO, TIENDAS CHEDRAUI, URBI DESARROLLOS URBANOS, VOLKSWAGEN LEASING.**

BBVA o cualquiera de las sociedades del Grupo BBVA, tiene suscritos contratos de liquidez o es creador de mercado respecto a los valores emitidos por la/s siguiente/s sociedad/es, que es/son objeto del presente informe: **Casa de Bolsa BBVA Bancomer, MexDer Contrato de Futuros (Dólar de Estados Unidos de América (DEUA), TIIIE de 28 días (TE28), Swap de TIIIE, CETES de 91 días (CE91)), Bonos M, Bonos M3, Bonos M10, Índice de Precios y Cotizaciones de la BMV (IPC), Contrato de Opciones (IPC, Acciones América Móvil, Cemex, CPO, Femsa UBD, Gcarso A1, Telmex L), Udibonos.**

En los doce meses pasados, BBVA Bancomer ha otorgado servicios de Representación Común a la/s siguiente/s emisora/s que son objeto de análisis en el presente informe: **N/A**

Hasta donde se tiene conocimiento, un **Consejero, Director General o Directivo** que ocupa el nivel inmediato al director general de BBVA Bancomer funge a su vez con dicho carácter en la/s siguiente/s Emisora/s que pueden ser objeto de análisis en el presente informe: **Alfa, Aisea, America Movil, AMX, Asur, CMR, Coca-Cola Femsa, Consorcio Hogar, Dine, El Puerto de Liverpool, Fomento Economico Mexicano, Grupo Aeroportuario del Pacifico, Grupo Aeroportuario del Sureste, Grupo Bimbo, Grupo Carso, Grupo Financiero Inbursa, Grupo Kuo, Grupo Maseca, Grupo Modelo, Grupo Posadas, Grupo Televisa, Industrias Peñoles, Invex Controladora, KOF, México, Grupo Aeroportuario del Centro Norte, Sanborns Hermanos, Sears Roebuck de México, Telecom, Telefonos de México, Tenaris, Urbi Desarrollos Urbanos, Vitro.**

BBVA Bancomer, y en su caso las sociedades que forman parte del Grupo Financiero BBVA Bancomer, podrán mantener de tiempo en tiempo inversiones en los valores o instrumentos financieros derivados cuyos subyacente sean valores objeto de la presente recomendación, que representen el 10% o más de su cartera de valores o portafolio de inversión, o el citado porcentaje de la emisión o subyacente de los valores de que se trate.

Sistema de Recomendaciones, Distribución e Histórico**Análisis de Crédito**

1. Cartera/Portafolio: El período al que se refiere la recomendación de portafolio es 1 mes a no ser que se indique lo contrario. Las recomendaciones en relación con ponderaciones o pesos relativos para la cartera objetivo por sectores y por ratings son relativas al mercado de referencia bonos de renta fija privada y hacen referencia al seguimiento del índice ML. Se establecen 3 categorías o tipos de recomendación que a la vez se concretan en pesos numéricos respecto a una cartera neutral de ML índices (EXOO): Sobreponderar.- expectativas de revalorización de este sector/tipo de rating superior a la media del índice; Neutral.- expectativas de revalorización de este sector/tipo de rating igual al índice. Infraponderar.- evolución estimada peor que la media del índice.

2. Emisor: El período al que se refiere la recomendación lo establecemos entre tres meses y seis meses. Las recomendaciones son relativas a emisores de renta fija privada. Las recomendaciones se basan en la perspectiva de evolución de los factores fundamentales (entre estos la estimación futura de rating tanto por Moody's como S&P, ratios fundamentales...) y técnicos, y por lo tanto del impacto de estos en los diferenciales respecto Euribor o USDL y los niveles de CDS. Establecemos tres categorías o tipos de recomendación: Sobreponderar.- expectativas de una evolución de estrechamiento de los niveles respecto Euribor o USDL de los bonos de este emisor (en su conjunto tanto en EUR como en USD) superior al mercado (spread respecto Euribor medio del índice del sector al que pertenece) en al menos un 5%; Neutral.- evolución de los diferenciales de los bonos similar al mercado de renta fija privada (+/-5%); Infraponderar.- evolución estimada de los diferenciales peor que el mercado en al menos un 5% por debajo de la de Mercado (expectativas de ampliación de los niveles de diferenciales). Excepcionalmente por razones específicas podremos utilizar otra recomendación: S/R.- Sin recomendación.

3. Estrategias de bonos (entradas valor absoluto): El período al que se refiere la recomendación lo establecemos en el plazo fijado por la estrategia (normalmente un mes salvo que se especifique lo contrario). Las recomendaciones son relativas a bonos de emisores de renta fija privada tanto EUR como USD. Las recomendaciones se basan en la perspectiva de evolución de los factores fundamentales (entre estos la estimación futura de rating tanto por Moody's como S&P, ratios fundamentales...) y técnicos, y por lo tanto del impacto de estos diferenciales de los bonos (spreads sobre Euribor o USDL) y los niveles de CDS. Establecemos tres categorías o tipos de recomendación: Comprar.- expectativas de una evolución de estrechamiento de los niveles respecto Euribor o USDL de los bonos de este emisor (en su conjunto tanto en EUR como en USD) superior al mercado (spread respecto Euribor medio del índice del sector al que pertenece) en al menos un 5%; Neutral.- evolución de los diferenciales de los bonos similar al mercado de renta fija privada (+/-5%); vender.- evolución estimada de los diferenciales peor que el mercado en al menos un 5% por debajo de la de Mercado (expectativas de ampliación de los niveles de diferenciales). Excepcionalmente por razones específicas podremos utilizar otra recomendación: S/R.- Sin recomendación.

4. Switches bonos y entre bono/CDS:

- | | |
|--|---|
| A. switches entre bonos de un mismo emisor de una misma moneda. | B. switches entre bonos de un mismo emisor pero de distinta moneda. |
| C. switches entre bonos de distintos emisores en una misma moneda, | D. switches entre bonos de distintos emisores y en distintas monedas. |
| E. recomendaciones de base- diferencial bono cash y CDS. | |

El período al que se refiere la recomendación lo establecemos en el horizonte temporal al que planteamos la estrategia. Las recomendaciones son relativas a emisores de renta fija privada y pueden ser de tipo A., B., C. D. y/o E.

5. Valor relativo bonos o CDS versus índices iBoxx tanto en formato funded como unfunded (global o sectorial iBoxx Corporate, iBoxx Corporate Telecom). Recomendación de compra o venta bono o compra o venta protección versus posicionamiento largo o corto en índices globales y sectoriales.

6. Estrategias dentro de índices o CDOs , jugando con los distintos tramos de estos y/o con la subordinación estructural.

iBoxx® es una marca registrada de iBoxx Limited cuyo uso se le ha autorizado a las siguientes compañías: ABN AMRO Bank NV, Barclays Capital, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A., Deutsche Bank AG London, Dresdner Bank AG London Branch, Merrill Lynch and Societe Generale SA (a las que nos referiremos como "las Partes"). iBoxx® no aprueba, refrenda ni recomienda a las Partes ni a sus productos derivados financieros.

Los productos derivados financieros de las Partes provienen de fuentes que éstas consideran dignas. No obstante, iBoxx Limited así como sus empleados, proveedores, subcontratados y agentes (a los que nos referiremos como "Asociados iBoxx") no garantizan la veracidad, integridad o corrección de los productos derivados financieros de las Partes o de otra información suministrada en relación con dichos derivados financieros de las Partes.

Ni iBoxx Limited ni ninguno de los Asociados iBoxx formula o asume declaración o garantía alguna, expresa o implícita, en virtud de disposiciones legales o de otro tipo, con respecto a la situación, calidad satisfactoria, comportamiento o aptitud para un fin específico con respecto a los productos derivados financieros de las Partes, a los datos contenidos en ellos o con respecto al uso por parte de una persona, física o jurídica, de los derivados financieros de las Partes o de la información en ellos contenida. Quedan excluidas todo tipo de declaraciones y garantías salvo aquellas que expresamente no puedan quedar excluidas por imperativo legal.

iBoxx Limited y los Asociados iBoxx no tendrán que responder frente a terceras personas, físicas o jurídicas, de las pérdidas, daños, gastos, costes o demás responsabilidades derivadas, independientemente de si éstas se deben o no a una actuación negligente por parte de iBoxx Limited o de cualquiera de los Asociados iBoxx, que surja en relación con el uso de los productos derivados financieros de las Partes.

Certificación de los analistas

Yo, **Edgar Cruz Borges**, certifico por la presente que (i) las opiniones que se expresan en este informe de análisis reflejan fielmente mi opinión personal respecto de las compañías objeto de análisis y sus títulos, y (ii) que ningún porcentaje de mi retribución ha estado, está o estará, directa o indirectamente, vinculada a las recomendaciones específicas o a las opiniones recogidas en este informe.

Emisión	Recomendación actual (08/08/13)
CEDEVIS_05U	Venta
CEDEVIS_05-2U	Mantener
CEDEVIS_05-3U	Compra
CEDEVIS_06U	Mantener
CEDEVIS_06-2U	Mantener
CEDEVIS_06-3U	Compra
CEDEVIS_06-4U	Compra
CEDEVIS_07U	Venta
CEDEVIS_07-2U	Mantener
CEDEVIS_07-3U	Mantener
CEDEVIS_08-2U	Compra
CEDEVIS_08-4U	Mantener
CEDEVIS_08-6U	Mantener
CEDEVIS_08-8U	Mantener
CEDEVIS_0810U	Mantener
CEDEVIS_09U	Mantener
CEDEVIS_09-2U	Compra
CEDEVIS_09-3U	Mantener
CEDEVIS_09-4U	Mantener
CEDEVIS_09-5U	Mantener
CEDEVIS_10-2U	Compra
CEDEVIS_10-4U	Venta
CEDEVIS_10-5U	Mantener
CEDEVIS_10-6U	Mantener
CEDEVIS_11U	Mantener
CEDEVIS_11-2U	Compra
CEDEVIS_12U	Mantener
CDVITOT_11U	Mantener
CDVITOT_11-2U	Mantener
CDVITOT_11-3U	Mantener
CDVITOT_12U	Compra
CDVITOT_12-2U	Mantener

Aviso Legal

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados con la finalidad de proporcionar a los clientes del Grupo BBVA información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. Ni BBVA ni ninguna entidad del Grupo BBVA 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. Excepto en lo relativo a la información propia del Grupo BBVA, 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 (ni tampoco las sociedades de su Grupo) por cualquier daño, perjuicio o 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.

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. En particular, este documento no se dirige en ningún caso a, o pretende ser distribuido a, o usado por ninguna entidad o persona residente o localizada en una jurisdicción en donde dicha distribución, publicación, uso o accesibilidad, sea contrario a la Ley o normativa o que requiera que BBVA o cualquiera de las sociedades de su Grupo obtenga una licencia o deba registrarse. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

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.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

La sucursal de BBVA en Hong Kong (CE número AFR194) es regulada por la Hong Kong Monetary Authority y la Securities and Futures Commission de Hong Kong.

Este documento se distribuye en Singapur por la oficina de Singapur de BBVA solamente como un recurso para propósitos generales de información cuya intención es de circulación general. Al respecto, este documento de análisis no toma en cuenta los objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades de alguna persona en particular y se exceptúa de la Regulación 34 del Financial Advisers Regulations ("FAR") (como se solicita en la sección 27 del Financial Advisers Act (Cap. 110) de Singapur ("FAA")).

BBVA, BBVA Bancomer o BBVA Securities no son instituciones de depósitos autorizadas de acuerdo con la definición del "Banking Act 1959" ni están reguladas por la "Australian Prudential Regulatory Authority (APRA).

Disclaimer general en el caso de que los lectores accedan al informe a través de internet

En caso de que usted haya accedido al presente documento vía Internet o vía otros medios electrónicos que le permitan consultar esta información, deberá leer detenidamente la siguiente notificación:

La información contenida en el presente sitio es únicamente información general sobre asuntos que pueden ser de interés. La aplicación y el impacto de las leyes pueden variar en forma importante con base en los hechos específicos. Ni BBVA ni las entidades del Grupo BBVA garantizan que el contenido del presente documento publicado en Internet sea apropiado para su uso en todas las áreas geográficas, o que los instrumentos financieros, valores, productos o servicios a los que se pueda hacer referencia estén disponibles o sean apropiados para la venta o uso en todas las jurisdicciones o para todos los inversores o clientes. Los lectores que accedan al presente informe a través de Internet, lo hacen por su propia iniciativa y son, en todo caso, responsables del cumplimiento de las normas locales que les sean de aplicación.

Tomando en cuenta la naturaleza cambiante de las leyes, reglas y regulaciones, así como los riesgos inherentes a la comunicación electrónica, pueden generarse retrasos, omisiones o imprecisiones en la información contenida en este sitio. De acuerdo con esto, la información de este sitio se proporciona en el entendido de que los autores y editores no proporcionan por ello asesoramiento y/o servicios legales, contables, fiscales o de otro tipo.

Todas las imágenes y textos son propiedad de BBVA y no podrán ser bajados de Internet, copiados, distribuidos, guardados, reutilizados, retransmitidos, modificados o utilizados de cualquier otra forma, con excepción a lo establecido en el presente documento, sin el consentimiento expreso por escrito de BBVA. BBVA se reserva todos sus derechos de propiedad intelectual de conformidad con la legislación aplicable.