

# Bursatilizaciones Estatales

## Vislumbrando 2016

15 de septiembre 2015

www.banorte.com  
www.ixe.com.mx  
@analisis\_fundam

**Hugo Gómez**  
Gerente Deuda Corporativa  
hugoa.gomez@banorte.com

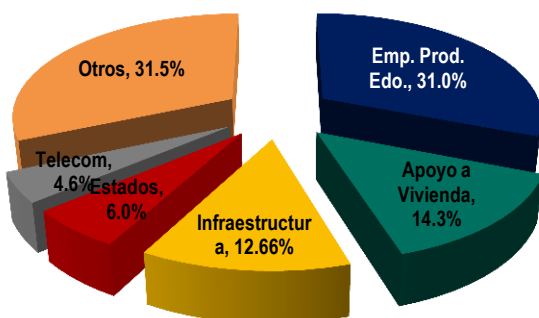
- La deuda total de los estados se incrementó en 4.5% del 2T14 al 2T15, y el fondo de partidas federales incrementó 5.5% en el mismo periodo
- Bursatilizaciones de estados representan el 4° lugar en el mercado de deuda al 2T15 con un monto en circulación de \$62,720mdp
- En agosto 2015, el Presidente EPN presentó la Iniciativa de Ley de Disciplina Financiera de las Entidades Federativas y los Municipios
- La SHCP recientemente entregó al Congreso el Paquete Económico 2016, dando a conocer las reducciones de ingresos y gastos del presupuesto

*El presente documento tiene el objeto de analizar las emisiones originadas por los Estados de la República Mexicana respaldadas por sus ingresos, enfocándose principalmente en aquellos instrumentos cuya fuente de pago provenga de las participaciones federales correspondientes a cada entidad.*

**Participación de Estados en la Deuda Bursatilizada.** Dentro del mercado de deuda al 2T15 uno de los principales sectores está conformado por bonos estatales (Estados 4° lugar), detrás de los sectores Empresas Productoras del Estado (30.96%), Infraestructura (14.29%) y Apoyo a Vivienda (12.66%). A junio de 2015, existen 29 emisiones estatales con un monto en circulación de \$62,720mdp lo que representa el 5.97% del mercado total de deuda pública de largo plazo (sin considerar bonos bancarios). Es importante señalar que el 97.8% de los bonos estatales cuenta con calificación en escala nacional igual o superior a 'AA-', y en particular el 43.9% es 'AAA'.

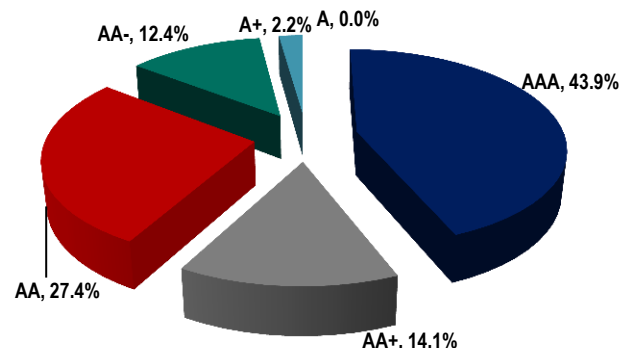
**Panorama de la Deuda de los Estados.** El saldo de las obligaciones financieras (de Largo Plazo) de los Estados y Municipios a junio de 2015 es de \$511,719mdp, de acuerdo con información de SHCP, esto se traduce en incrementos del 4.5%, respecto a junio de 2014 (\$489,643mdp). El costo promedio al 4T14 ascendió a 5.8%, 18pb superior al 5.6% de junio de 2014. Por otra parte, el vencimiento ponderado de la deuda de estados para junio-2015 es de 14.4 años lo que es solo 0.1 años menor que en jun-2014 (14.5 años).

**Mercado de Deuda por Sector**  
%



Fuente: Banorte -Ixe a junio de 2015.

**Emisiones Estatales por calificación**  
%



Fuente: Banorte -Ixe a junio de 2015.

## Panorama de los Estados

**Nota:** Toda la información que se encuentra en ‘Panorama de los Estados’ tiene como fuente la página de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP). Es importante señalar que la información presentada en esta sección para cierre de 2014 es preliminar y adicionalmente no se cuenta con información de la deuda de corto plazo de los estados. Tomando en consideración lo anterior se observaron los siguientes puntos.

**Iniciativa de Ley de Disciplina Financiera de las Entidades Federativas y los Municipios.** En agosto de 2015, el Presidente Enrique Peña Nieto, presentó las iniciativas de leyes secundarias en esta materia (Ver antecedentes: ‘Reforma Constitucional en materia de disciplina financiera de las entidades federativas y los municipios’, en Anexo 2); en ella se prevé la creación de la Ley de Disciplina Financiera de las Entidades Federativas y los Municipios. Esta iniciativa busca que las entidades federativas hagan suyos los principios de responsabilidad financiera y hacendaria a través de cinco componentes:

- 1) **Reglas y estándares de Disciplina Financiera**
- 2) **Nuevas obligaciones para contratación responsable de deuda**
- 3) **Creación de un Registro Público Único para transparentar obligaciones financieras**
- 4) **Se establece un Sistema de Alertas de Deuda Pública para Estados y Municipios**
- 5) **Estados y Municipios podrán obtener créditos con aval de la Federación**

Nota: <http://www.presidencia.gob.mx/iniciativa-de-ley-de-disciplina-financiera-de-las-entidades-federativas-y-los-municipios/>

**Beneficios de la Reforma.** Consideramos que esta reforma tendría un impacto positivo derivado de mayor transparencia en la información financiera, así como de un manejo más sano de las finanzas de los Estados y Municipios. Dentro de los objetivos están el de poner límites al endeudamiento, contratar dichos créditos con las instituciones financieras que ofrezcan las mejores condiciones (licitaciones), lo cual se suma al aval de la federación que ayudará en este punto (mejores condiciones).

La propuesta legislativa se suma a la propuesta de paquete económico 2016, en busca del recorte del gasto público para el próximo año (presupuesto de egresos base cero) y dar en conjunto un manejo más responsables sobre las finanzas públicas de México.

**Paquete Económico 2016.** Recientemente la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) entregó al Congreso el Paquete Económico 2016, donde destaca el estimado de crecimiento con un intervalo entre 2.6% y 3.6% anual en 2016, así como un tipo de cambio promedio de 15.90 pesos por dólar y un precio de la mezcla mexicana de petróleo de \$50dpb, y contempla que la tasa promedio de CETES 28 días oscilará alrededor de 4% durante el próximo año. Otro de los puntos importantes a señalar es que los ingresos presupuestarios estimados para el ejercicio fiscal de 2016 ascienden a \$4,137.7mmdp. Esto implica una caída de 0.2% anual vs lo aprobado en 2015 y obedece a la caída en

los precios internacionales del petróleo. Asimismo, el gasto neto total del sector público propuesto para 2016 asciende a \$4.7 billones de pesos, lo cual corresponde una disminución en términos reales de 1.9% respecto al ejercicio fiscal de 2015, explicado principalmente por una reducción de 6% en el gasto programable.

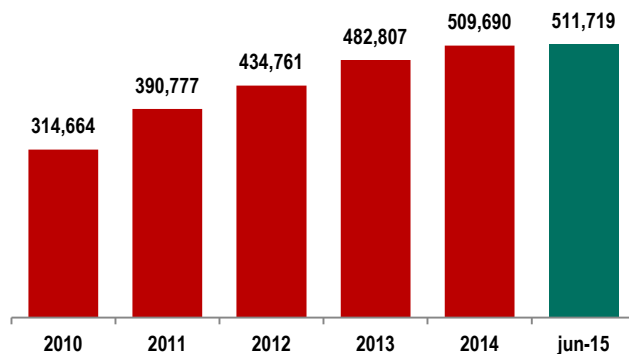
(Ver Detalles en Reporte de Análisis de Económico: 'México: Paquete Económico 2016 – El gobierno cumple con reducir déficit fiscal' [http://casadebolsabanorteixe.com/analisis/flashs/Economicos/Paquete Económico 2016.pdf](http://casadebolsabanorteixe.com/analisis/flashs/Economicos/Paquete_Económico_2016.pdf)).

Es importante darle seguimiento a la distribución de los ingresos y al endeudamiento de los estados pues esperaríamos un comportamiento similar al gasto del gobierno federal (reducción), derivado de una menor distribución de ingresos. Sin embargo, esto podría incentivar a los gobiernos estatales a una mejor recolección de ingresos propios (medida positiva) y/o a pedir aumento de créditos (medida negativa) para solventar su gasto corriente.

### Evolución de la deuda e ingresos de los Estados

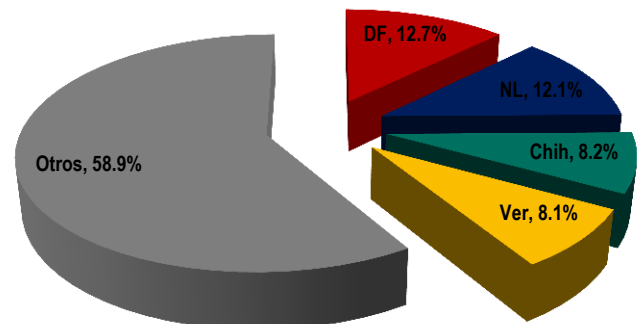
**Incremento en obligaciones financieras de los Estados.** El saldo de las obligaciones financieras de los Estados y Municipios al cierre de junio de 2015 se ubicó en \$511,719mdp, de acuerdo con información de SHCP. Esto se traduce en incrementos del 4.5%, respecto al cierre de junio 2014 (\$489,643mdp). Los estados con mayor participación son D.F. con el 12.7%, Nuevo León con el 12.1%, Chihuahua con el 8.2% y Veracruz con 8.1%.

**Evolución Deuda de LP Estatal**  
\$mdp



Fuente: SHCP, Banorte Ixe, al 2T15.

**Distribución por Estado**  
%

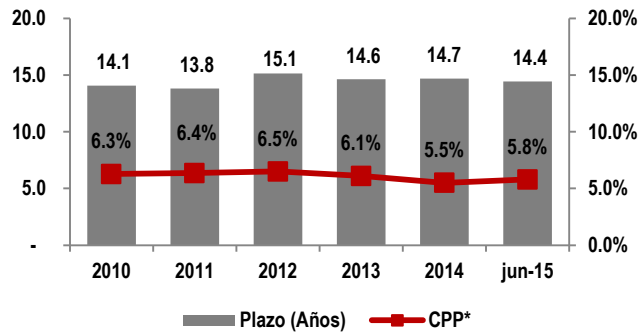


Fuente: SHCP, Banorte Ixe, al 2T15.

**Costo Promedio Ponderado y Plazo de la Deuda de los Estados.** El costo promedio al 2T15 ascendió a 5.8%, 18pb superior al 5.6% de junio 2014. Por otra parte, hay que señalar que el vencimiento ponderado de la deuda de estados para junio de 2015 es de 14.4 años, lo que es solo 0.1 años menor a lo que se detentaba en junio de 2014 (14.5 años). Con largos plazos de vencimiento las entidades federales tienen una mayor flexibilidad financiera. Los Estados que representan el mayor porcentaje de deuda al cierre de junio de 2015 cuentan con un plazo promedio de: i) 18.1 años para el D.F., ii) 16.7 años para el Nuevo León, iii) 19.9 años para Chihuahua y iv) 17.0 años para Veracruz.

### Plazo vs Costo Promedio Ponderado (CPP) de la Deuda

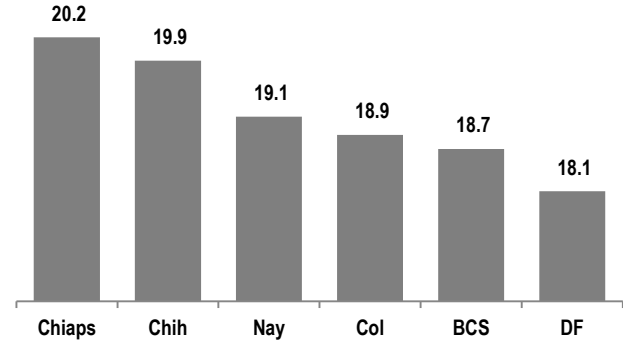
Años / %



Fuente: SHCP, Banorte Ixe, al 2T15. Cabe señalar que el CCP\* se encuentra al 2T15.

### Estados con mayor plazo

Años

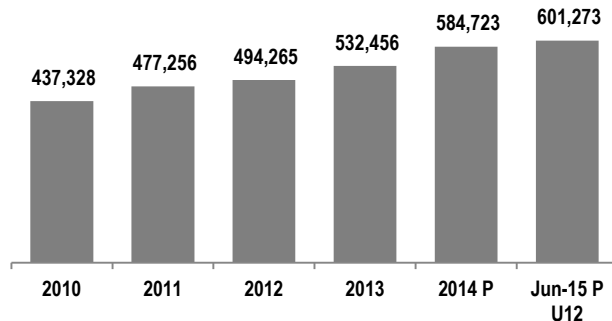


Fuente: SHCP, Banorte Ixe, al 2T15.

**Incremento de Partidas Federales (PF) mitiga el alza de la Deuda de los Estados.** Cabe señalar que al 2T15 el 84.6% de la deuda de los estados está respaldada por partidas federales y el resto tiene como fuente de pago ingresos propios del estado, entre otros. Los ingresos de los estados derivados de partidas federales tuvieron un incremento del 2.8% comparando los ingresos de los últimos 12 meses a junio 2015 (\$601,273mdp, preliminar) con los del cierre 2014 (\$584,723mdp). Por otro lado, la deuda se encuentra distribuida en un 58.6% con la Banca Comercial, 22.2% con la Banca de Desarrollo, 16.7% con Emisiones Bursátiles y 2.5% en otros.

### Evolución Ingresos PF Estatales

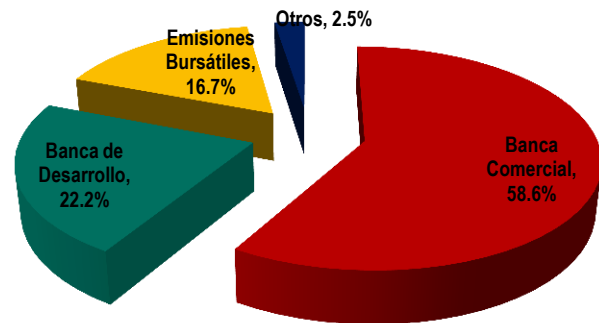
\$mdp



Fuente: SHCP, Banorte Ixe, al 2T15.

### Deuda por tipo de Acreedor

%



Fuente: SHCP, Banorte Ixe, al 2T15.

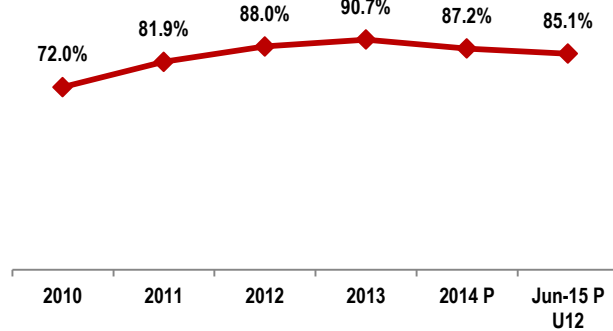
**Los ingresos por Partidas Federales (PF) en esta sección hacen referencia a la suma del Ramo 28** (Ramo 28 – en relación con el Tutorial de 15-Ago-13, Ver Anexo 3) que se compone principalmente de: el Fondo General de Participaciones, Fondo de Fomento Municipal, Fondo de Fiscalización, Fondo de Extracción de Hidrocarburos, IEPS, IEPS Gasolinas Artículo 2A Fracción II, Tenencia (derogado en 2012), 0.136% de la Recaudación Federal Participable, Derecho Adicional sobre la Extracción de Petróleo, ISAN, Incentivos Económicos y Fondo de Compensación de Repecos e Intermedios.

**Razón Deuda / Ingresos PF (Anualizado) de los Estados es de 85.1% al 2T15.** Al realizar el ejercicio de deuda total estatal entre los ingresos por participaciones federales del mismo año encontramos que a junio de 2015 esta cifra representa en promedio ponderado una razón del 85.1% (Ingresos preliminares últimos 12 meses), mientras que en 2014 esta misma razón representaba 87.2%. Lo anterior se puede interpretar como que los estados

podrían hacer frente al total de su deuda en menos de un año, si se destinaran todos los recursos de Partidas Federales para dicho propósito. Los estados que cuentan con el mayor indicador (Deuda/Ingreso PF) son Quintana Roo (275.8%), Coahuila (258.0%) y Chihuahua (237.2%).

#### Deuda Total Estatal / Ingreso por PF Estatales

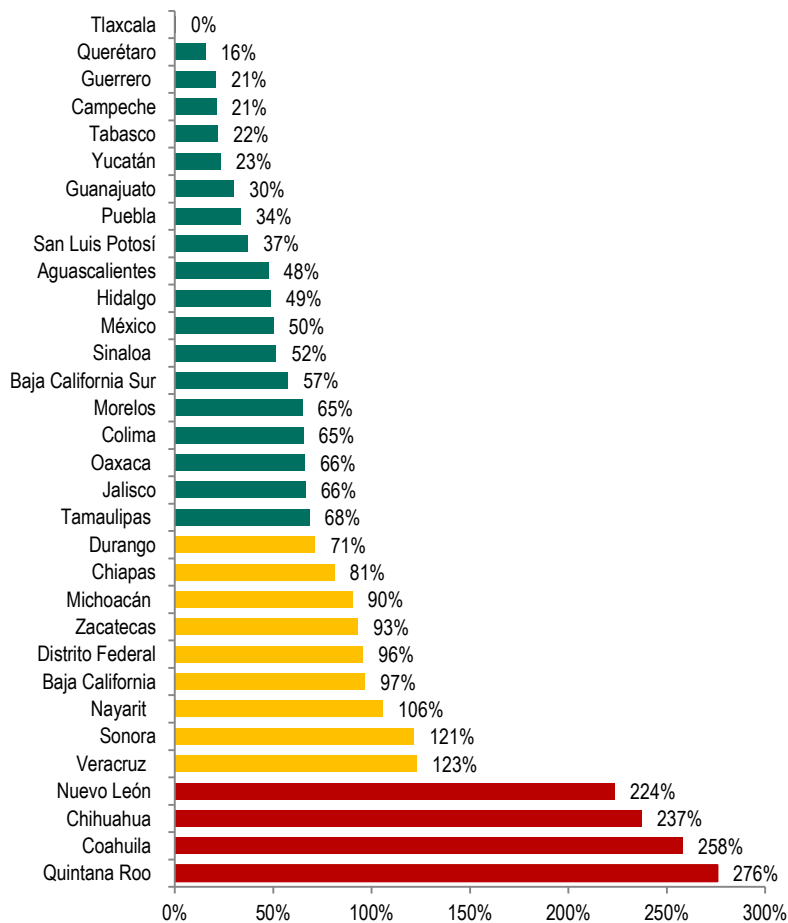
%



Fuente: SHCP, Banorte Ixe

#### Semáforo de Indicador Deuda Total Estatal / Ingresos por PF

%



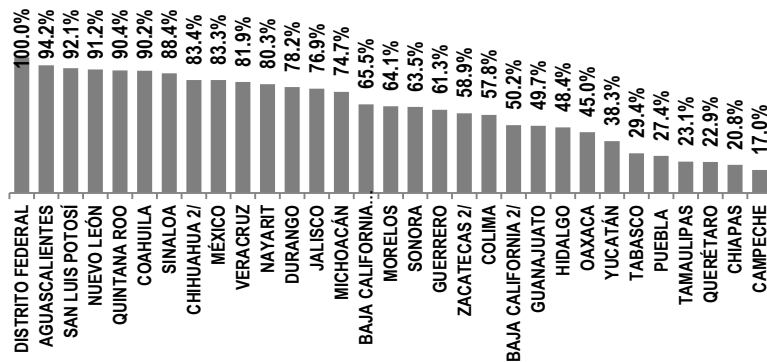
Fuente: Banorte Ixe con información de SHCP al 2T15. Parámetros: 0%-70% Verde, 71%-150% Amarillo y +150% Rojo; cabe señalar que la media es de 85.1% al 2T15. Este es un ejercicio realizado por Análisis de Deuda Corporativa de Banorte Ixe y no representa una opinión, es únicamente con fines informativos.

**Porcentaje de Participaciones Afectado.** SHCP (con información al cierre de 2014) señala que los porcentajes de participaciones afectados corresponden a los recursos depositados por la Tesorería de la Federación o las Tesorerías

Estatales, por instrucción de las entidades o municipios, a un vehículo de pago (fideicomiso); así como los recursos, que en su caso, se depositan para pagar una obligación de acuerdo a un mandato o instrucción girado por dichos entes. Es importante señalar, que el porcentaje de participaciones afectado no necesariamente corresponde al monto utilizado para pagar el servicio de la deuda de los financiamientos o de las obligaciones contraídas, así como tampoco, a la erogación realizada por este concepto por parte de las entidades o municipios. El porcentaje de participaciones afectado no hace distinción sobre un fondo específico de participaciones. Los estados con mayor porcentaje de afectación son el D.F. (100%), Aguascalientes (94.2%), San Luis Potosí (92.1%), Nuevo León (91.2%), Quintana Roo (90.4%), Coahuila (90.2%), Sinaloa (88.4%), Chihuahua 2/ (83.4%), México (83.3%), Veracruz (81.9%), Nayarit (80.3%), Durango (78.2%), Jalisco (76.9%), Michoacán (74.7%), Baja California 1/ (65.5%), Morelos (64.1%), Sonora (63.5%), Guerrero (61.3%), Zacatecas 2/ (58.9%), Colima (57.8%), Baja California 2/ (50.2%), Guanajuato (49.7%), Hidalgo (48.4%), Oaxaca (45.0%), Yucatán (38.3%), Tabasco (29.4%), Puebla (27.4%), Tamaulipas (23.1%), Querétaro (22.9%), Chiapas (20.8%) y Campeche (17.0%).

#### Porcentaje de Participaciones Afectado

%



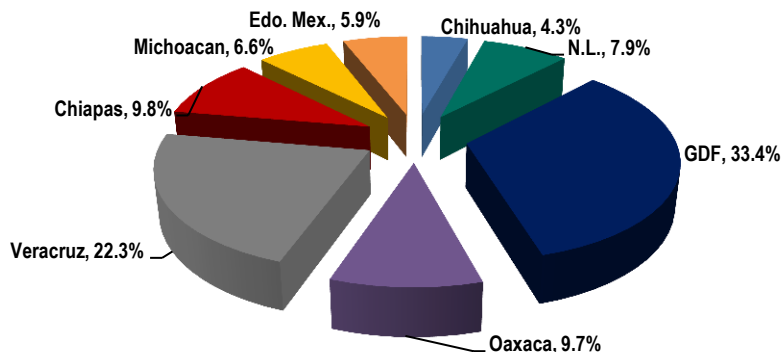
Fuente: Banorte Ixe al 4T14

#### Emisiones Estatales

**Estructura de emisiones estatales.** A junio de 2015, la totalidad de las emisiones estatales en el mercado de deuda pública son estructuradas (*future flow*), donde la principal fuente de pago de los bonos son los ingresos provenientes de partidas federales (67.5%), y el restante 32.5% proviene de otros ingresos estatales destacando el Impuesto sobre la Nómina (ISN), Refrendo y Registro Público de la Propiedad. Un punto a resaltar es que solo 9 entidades cuentan con deuda bursatilizada siendo los principales colocadores: el Gobierno del Distrito Federal con el 33.4% del monto en circulación, Veracruz con el 22.3%, Chiapas con el 9.8% y Oaxaca con el 9.7%.

#### Distribución por Estado

%

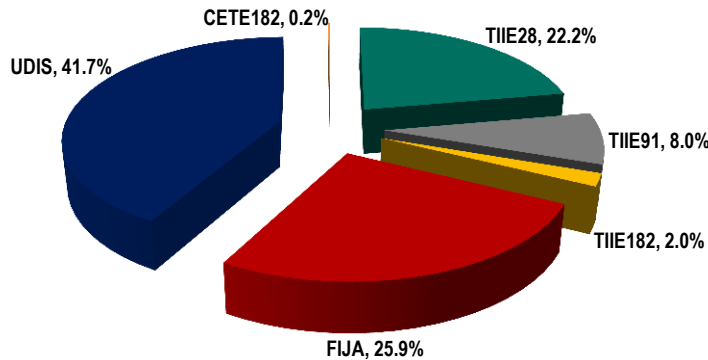


Fuente: Banorte Ixe al 2T15

**Distribución por tasas.** Los bonos estatales han mostrado preferencia por la tasa real fija (UDIS) representando 41.7% del monto en circulación. En el

segundo lugar se encuentran las emisiones a tasa flotante (TIIE 28 / 91 / 182, CETES 182) con el 32.4%, seguido por 25.9% a tasa fija.

#### Distribución por Tasa %



Fuente: Banorte – Ixe Casa de Bolsa al 2T15

**Próxima colocación.** Para finales de septiembre se esperan las dos colocaciones (GDFECB 15 / 15-2) del Gobierno del D.F., con una estructura de Flujos Futuros de Partidas Federales (FF del fideicomiso F/838, Partidas Federales). Las emisiones GDFECB 15 / 15-2 estarían calificadas en ‘Aaa.mx / AAA (mex)’ por Moody’s y Fitch, un monto en conjunto de \$5,000mdp, referenciados a TIIE 28 y Fija, y con plazos de 5 y 10 años, respectivamente.

A continuación se presentan las principales características de los bonos estatales con fuente de pago proveniente de partidas federales:

#### Bonos Estatales con Partidas Federales \$mdp

| Emisión      | Monto en Circulación | Vencimiento | Ponderada    | Estado     | Calificación del Estado (Fitch) | (%) Partidas Federales | Otra Garantía     | Tasa de Referencia |
|--------------|----------------------|-------------|--------------|------------|---------------------------------|------------------------|-------------------|--------------------|
| 90CHICB11    | 2,690                | jun-26      | AA+          | Chihuahua  | A- (mex) Est.                   | 7.93%                  | 54.09% ISN        | TIIE91             |
| 90EDONL06    | 1,836                | oct-24      | AA           | Nuevo León | BBB+ (mex) Est.                 | 7.20%                  |                   | TIIE28             |
| 90GDFCB05    | 800                  | dic-15      | AAA          | GDF        | AAA (mex) Est.                  | 5% (F/00268)           |                   | FIJA               |
| 90GDFCB06    | 1,400                | feb-16      | AAA          |            | AAA (mex) Est.                  | 15% (F/00109)          |                   | TIIE28             |
| 90GDFCB07    | 575                  | nov-27      | AAA          |            | AAA (mex) Est.                  |                        |                   | FIJA               |
| 90GDFCB07-2  | 2,425                | feb-17      | AAA          |            | AAA (mex) Est.                  |                        |                   | TIIE28             |
| 90CBPF48     | 7,000                | sep-47      | AAA          |            | AAA (mex) Est.                  |                        |                   | TIIE28             |
| 90GDFCB10-2  | 1,100                | jun-20      | AAA          |            | AAA (mex) Est.                  | 80% (F/838)            |                   | FIJA               |
| 90GDFCB11    | 517                  | dic-16      | AAA          |            | AAA (mex) Est.                  |                        |                   | TIIE28             |
| 90GDFECB12   | 2,500                | nov-27      | AAA          |            | AAA (mex) Est.                  |                        |                   | FIJA               |
| 90GDFECB13   | 2,127                | nov-23      | AAA          | Oaxaca     | AAA (mex) Est.                  |                        |                   | FIJA               |
| 90GDFECB14   | 2,500                | oct-24      | AAA          |            | AAA (mex) Est.                  |                        |                   | FIJA               |
| 90OAXACA11   | 1,693                | dic-26      | AAA          |            | A- (mex) Est.                   | 11.65%                 | 30% GPO Banobras  | TIIE91             |
| 90OAXACA13   | 1,161                | dic-28      | AAA          |            | A- (mex) Est.                   | 0.77%                  | 12.77% del FAFEF* | FIJA               |
| 90VRZCB06    | 1,024                | jul-36      | AA-          | Veracruz   | BBB (mex) Est.                  | 7.84%                  |                   | TIIE182            |
| 90VRZCB06U   | 6,738                | jul-36      | AA-          |            | BBB (mex) Est.                  |                        |                   | UDIS               |
| 90VRZCB08    | 213                  | jul-36      | A+           |            | BBB (mex) Est.                  | 1.43%                  |                   | TIIE182            |
| 90VRZCB08U   | 1,174                | jul-36      | A+           |            | BBB (mex) Est.                  |                        |                   | UDIS               |
| 90VERACB12   | 1,760                | sep-27      | AA           |            | BBB (mex) Est.                  |                        |                   | FIJA               |
| 90VERACB12-2 | 661                  | sep-27      | AA           |            | BBB (mex) Est.                  | 12.30%                 | 45% GPO Banobras  | TIIE91             |
| 90VERACB12U  | 2,430                | sep-37      | AA           |            | BBB (mex) Est.                  |                        |                   | UDIS               |
| <b>Total</b> | <b>42,323</b>        |             | <b>67.5%</b> |            |                                 |                        |                   |                    |

Fuente: Banorte Ixe, Valmer, Prospectos, BMV, Fitch, S&P, Moody’s y HR. Al 2T15. Nota: para la calificación ponderada se considera el rating más bajo que obtenga la emisión. \*Fondo de Aportaciones para el Fortalecimiento de las Entidades Federativas.

A continuación se presentan las principales características de los bonos estatales restantes con fuente de pago diferente de partidas federales:

#### Bonos Estatales con Otras Garantías

\$mdp

| Emisión      | Monto en Circulación | Vencimiento  | Ponderada | Estado           | Calificación del Estado (Fitch) | Otra Garantía                    | Tasa de Referencia |
|--------------|----------------------|--------------|-----------|------------------|---------------------------------|----------------------------------|--------------------|
| 90CHIACB07   | 747                  | jun-37       | AA+       | Chiapas          | A (mex) Est.                    | ISN                              | TIIE28             |
| 90CHIACB07U  | 5,418                | jun-37       | AA+       |                  | A (mex) Est.                    | ISN                              | UDIS               |
| 90EDONL03-2  | 123                  | sep-15       | AA        | Nuevo León       | BBB+ (mex) Est.                 | ISN                              | CETE182            |
| 90ICVCB06U   | 3,023                | ene-36       | AA        |                  | BBB+ (mex) Est.                 | 33.46% Refrendo                  | UDIS               |
| 90MICHCB07U  | 4,136                | jul-37       | AA        | Michoacán        | BBB- (mex) Est.                 | ISN                              | UDIS               |
| 90OAXCB07U   | 3,238                | may-37       | AA        | Oaxaca           | A- (mex) Est.                   | Control Vehicular e ISN          | UDIS               |
| 91PROIN10    | 2,526                | ago-30       | AAA       | Estado de México | A+ (mex) Pos.                   | Registro Publico de la Propiedad | FIJA               |
| 91PROIN10-2  | 1,187                | ago-30       | AAA       |                  | A+ (mex) Pos.                   | Registro Publico de la Propiedad | FIJA               |
| <b>Total</b> | <b>20,397</b>        | <b>32.5%</b> |           |                  |                                 |                                  |                    |

Fuente: Banorte Ixe, Valmer, Prospectos, BMV, Fitch, S&P, Moody's y HR. Al 2T15. Nota: para la calificación ponderada se considera el rating más bajo que obtenga la emisión.

#### Evolución de Calificaciones

##### Últimas Acciones en Calificaciones

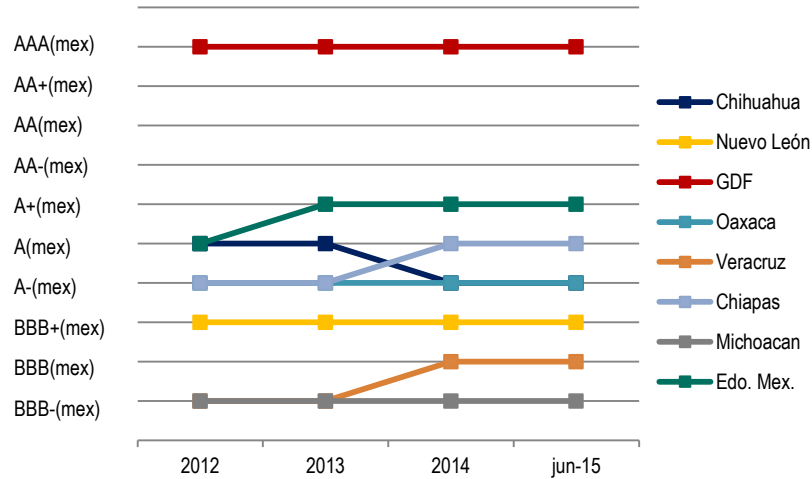
| Fecha     | Emisión / Estado | Calificadora | Acción                                                        | Motivo                                                                                                       |
|-----------|------------------|--------------|---------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 21-ago-15 | Edo. México      | Moody's      | Cambió la perspectiva del estado de México a positiva (A2.mx) | Reflejan niveles moderados de deuda, bajos déficits financieros                                              |
| 10-jul-15 | Oaxaca           | Moody's      | Cambió la perspectiva a negativa, afirmó en Ba2/A2.mx         | El riesgo que puede ejercer la expectativa que los déficits financieros recurrentes de los últimos tres años |
| 21-may-15 | Oaxaca           | Fitch        | Ratificó la calificación de A- (mex)                          | Endeudamiento y obligaciones de pago tanto con perfiles como con estructuras favorables                      |
| 08-may-15 | Michoacán        | Fitch        | Ratificó la calificación de BBB- (mex)                        | Desempeño presupuestal equilibrado en los últimos 3 años                                                     |
| 14-abr-15 | Nuevo León       | S&P          | Revisó su perspectiva a positiva de estable (mx A-)           | La mejora en su desempeño presupuestal                                                                       |

Fuente: Banorte Ixe, Fitch, S&P, Moody's y HR Ratings.

**Evolución de calificaciones de los Estados.** A continuación se muestra una gráfica de la evolución de las calificaciones por parte de Fitch de los estados, en donde el Gobierno del Distrito Federal cuenta con la máxima calificación ('AAA (mex)') y Michoacán cuenta con una calificación de 'BBB- (mex)' siendo la más baja de la muestra.



## Calificaciones por Estado



Fuente: Banorte Ixe y Fitch. El IFREM y el Edo. de Méx. se encuentran calificados en 'A+(mex)' por parte de Fitch (emisiones PROIN)

**Calificación de bonos por arriba de calificación del Estado.** En nuestra muestra de emisiones del sector Estados, todos los bonos son estructurados lo que significa que cuentan con una garantía que proporciona una mayor calidad crediticia que la del Estado por sí solo. Como ya lo hemos mencionado antes, las principales garantías son Participaciones Federales, Impuesto sobre la Nómina (ISN), Refrendo y Registro Público de la Propiedad. **Es importante señalar que en el caso de los ingresos diferentes a las Partidas Federales son recolectados por los propios estados y posteriormente depositados en el fideicomiso de la emisión.** En el siguiente gráfico se muestra la diferencia de Notches (escalones) entre la calificación del Estado y la del bono, ambas por parte de Fitch.

## Calificación de emisiones vs calificaciones del Estado por parte de Fitch Ratings

| Emisión      | Estado               | Garantía                       | Calif. de la Emisión | Calif. del Estado | Notches |
|--------------|----------------------|--------------------------------|----------------------|-------------------|---------|
| 90CHICB11    | Estado de Chihuahua  | 7.93% P.F. y 54.09% ISN        | AA+ (mex)            | A- (mex) Est.     | 5       |
| 90GDFCB05    |                      | 5% (F/00268) P.F.              | AAA (mex)            | AAA (mex) Est.    | 0       |
| 90GDFCB06    |                      | 15% (F/00109) P.F.             | AAA (mex)            | AAA (mex) Est.    | 0       |
| 90GDFCB07    |                      |                                | AAA (mex)            | AAA (mex) Est.    | 0       |
| 90GDFCB07-2  |                      |                                | AAA (mex)            | AAA (mex) Est.    | 0       |
| 90CBPF48     | Gob. del Distrito    |                                | AAA (mex)            | AAA (mex) Est.    | 0       |
| 90GDFCB10-2  | Federal              |                                | AAA (mex)            | AAA (mex) Est.    | 0       |
| 90GDFCB11    |                      | 80% (F/838) P.F.               | AAA (mex)            | AAA (mex) Est.    | 0       |
| 90GDFECB12   |                      |                                | AAA (mex)            | AAA (mex) Est.    | 0       |
| 90GDFECB13   |                      |                                | AAA (mex)            | AAA (mex) Est.    | 0       |
| 90GDFECB14   |                      |                                | AAA (mex)            | AAA (mex) Est.    | 0       |
| 90OAXCB07U   |                      | Control Vehicular e ISN        | AA+ (mex)            | A- (mex) Est.     | 5       |
| 90OAXACA11   | Estado de Oaxaca     | 11.65% P.F. y 30% GPO          | AAA (mex)            | A- (mex) Est.     | 6       |
| 90OAXACA13   |                      | 12.77% FAFEF y 7.7% P.F.       | AAA (mex)            | A- (mex) Est.     | 6       |
| 90VRZCB06    |                      | 7.84% P.F.                     | AA- (mex)            | BBB (mex) Est.    | 5       |
| 90VRZCB06U   |                      |                                | AA- (mex)            | BBB (mex) Est.    | 5       |
| 90VRZCB08    |                      | 1.43% P.F.                     | A+ (mex)             | BBB (mex) Est.    | 4       |
| 90VRZCB08U   | Estado de Veracruz   |                                | A+ (mex)             | BBB (mex) Est.    | 4       |
| 90VERACB12   |                      |                                | AA (mex)             | BBB (mex) Est.    | 6       |
| 90VERACB12-2 |                      | 12.30% P.F. y 45% GPO Banobras | AA (mex)             | BBB (mex) Est.    | 6       |
| 90VERACB12U  |                      |                                | AA (mex)             | BBB (mex) Est.    | 6       |
| 90CHACB07    | Estado de Chiapas    | ISN                            | AAA (mex)            | A (mex) Est.      | 5       |
| 90CHACB07U   |                      | ISN                            | AAA (mex)            | A (mex) Est.      | 5       |
| 90EDONL06    | Estado de Nuevo León | 7.20% P.F.                     | AA (mex)             | BBB+ (mex) Est.   | 5       |
| 90EDONL03-2  |                      | ISN                            | AA (mex)             | BBB+ (mex) Est.   | 5       |
| 90ICVCB06U   |                      | 33.46% Refrendo                | AA (mex)             | BBB+ (mex) Est.   | 5       |
| 90MICB07U    | Estado de Michoacán  | ISN                            | AA (mex)             | BBB- (mex) Est.   | 7       |
| 91PROIN10    | Estado de México     | Reg. Público de la Prop.       | AAA (mex)            | A+ (mex) Pos.     | 4       |
| 91PROIN10-2  |                      | Reg. Público de la Prop.       | AAA (mex)            | A+ (mex) Pos.     | 4       |

Fuente: Banorte Ixe y Fitch. Calificaciones al 9 de septiembre de 2015. El IFREM y el Edo. De Méx. se encuentran calificados en 'A+(mex)' por parte de Fitch (emisiones PROIN)

## **Ingresos y Obligaciones de emisiones con PF**

En esta parte del reporte damos información de las emisiones respaldadas con Partidas Federales, las cuales en general se estructuraron mediante un fideicomiso en el que el patrimonio son las partidas federales retenidas (no pasan por manos del estado) para hacer frente a sus obligaciones y una vez servida la deuda se le entregan los remanentes al estado. En este sentido se tiene una mayor regularidad en sus ingresos y por tanto mayor calidad crediticia que el resto de las emisiones estatales, las cuales se encuentran respaldadas con impuestos recolectados por la misma entidad (Ingresos Propios).

**NOTA: Es importante mencionar que este es un ejercicio que sigue los supuestos de los suplementos publicados con información de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público con el fin de mostrar una aproximación de la calidad crediticia de la bursatilización.**

**Emisiones del Gobierno del Distrito Federal.** Las emisiones del Gobierno del Distrito Federal GDFCB 07 / 07-2 / 10-2 / 11, CBPF 48 y GDFECB 12 / 13 / 14 se encuentran respaldadas por un macrofideicomiso (solo las emisiones del GDF cuentan con macrofideicomiso), el fideicomiso F/838, el cual actualmente cuenta con la afectación del 80% de los ingresos provenientes del Fondo General de Participaciones (FGP) del Distrito Federal. Cabe mencionar que el Distrito Federal afectó inicialmente el 65% de su FGP al fideicomiso F/838, estableciéndose que en la medida en que las participaciones retenidas por otros fideicomisos sean liberadas, éstas son cedidas en forma automática al fiduciario y quedan incluidas de manera irrevocable al fideicomiso F/838, hasta llegar al 100%. Por otra parte, las emisiones GDFCB 05 / 06 cuentan con fideicomisos individuales y se encuentran garantizados con el 5% y 15%, respectivamente, restante de las partidas federales del GDF.

Derivado que la información del fideicomiso F/838 no es pública, se desconoce la cobertura real de las obligaciones (intereses + amortizaciones) para las emisiones del GDF. Sin embargo, al hacer un ejercicio con la información preliminar de la SHCP para los ingresos del DF por participaciones (Fondo General de Participaciones) encontramos una razón de cobertura al 2T15 de 27.6x veces, calculado como los ingresos del Fondo General de Participaciones (últimos 12 meses) entre las obligaciones financieras (intereses + amortizaciones, últimos 12 meses) de todas las emisiones. Es importante considerar que la mayoría de las emisiones tienen amortización Bullet (GDFCB 05 / 06 / 07 / 07-2 / CBPF 48 / 09 GDFECB 12 / 13 / 14).

**Emisiones del Estado de Veracruz.** Los bonos de Veracruz respaldados con partidas federales del estado y/o municipios son: VRZCB 06 / 06U con el 7.84%, VRZCB 08 / 08U con el 1.43% (municipios, para el ejercicio se calcula el porcentaje sobre las PF del Estado), y VERACB 12 / 12-2 / 12U con el 12.3%, estas últimas cuentan adicionalmente con una Garantía de Pago Oportuno (GPO) del 45% por parte de Banobras. Es importante recordar que las emisiones VRZCB 06 / 06U / 08 / 08U se encontraban respaldadas en un principio por el Impuesto sobre la Tenencia Vehicular, pero al ser este derogado en enero de 2012, se modificó el respaldo de los bonos a partidas federales para

principios de 2013, razón principal por la cual tuvieron alzas en sus calificaciones.

La cobertura de las obligaciones financieras al 2T15 calculados como porcentaje correspondientes de los ingresos del Fondo General de Participaciones (últimos 12 meses) entre las obligaciones financieras (últimos 12 meses) resultó de 3.88x para las emisiones VRZCB 06 / 06U, 3.04x para las emisiones VRZCB 08 / 08U y 7.97x para las emisiones más recientes VERACB 12 / 12-2 / 12U a junio de 2015.

**Emisiones del Estado de Chihuahua.** El estado de Chihuahua cuenta con una emisión respaldada con partidas federales, CHICB 11, la cual esta respaldada con el 7.93% de partidas federales y el 54.09% del Impuesto sobre la Nómina (ISN). El cálculo de cobertura de esta emisión se hizo mediante la división de los ingresos por partidas federales (preliminar con info. de SHCP último 12 meses al 2T15), sin considerar el ISN, entre las obligaciones de deuda (amortización + intereses, últimos 12 meses) y resultó en 4.47x veces al 2T15.

**Emisión del Estado de Nuevo León.** El bono EDONL 06 emitido por el Estado de Nuevo León, es el único de esta entidad respaldado con partidas federales (7.2%). En los reportes de la SHCP encontramos que las partidas federales asignadas preliminares a Nuevo León al 2T15 (últimos 12 meses) ascendió a \$21,709mdp. Si hacemos un ejercicio para la cobertura tomando el 7.2% del presupuesto al 2T15 de participaciones federales correspondiente para la emisión obtenemos \$1,563mdp lo que representa un cobertura de 7.02x de las obligaciones financieras (últimos 12 meses).

**Emisión del Estado de Oaxaca.** Oaxaca cuenta con dos emisiones respaldadas con Participaciones Federales (OAXACA 11 / 13). Para la serie 11 el monto en circulación a junio de 2015 fue de \$1,693mdp y está respaldada con el 11.65% de las partidas federales correspondientes al estado. En cifras preliminares se tiene que \$12,488mdp son del Fondo de General de Participaciones para el 2T15 (últimos 12 meses) por lo que la cobertura cerró en 8.80x veces. Por su parte para la colocación OAXACA 13 (respaldada con 0.77% de PF y 12.77% de FAFEF), el ejercicio nos señala que la parte del Fondo General de Participaciones cubriría el 72% de las obligaciones anualizadas, sin embargo faltaría contabilizar los ingresos del Fondo de Aportaciones para el Fortalecimiento de las Entidades Federativas (FAFEF).

## Anexo 1. Ingresos de Partidas Federales, Deuda por Estado y Razón Deuda / Ingresos por PF

Ingresos PF, Deuda por Estado y Razón Deuda / Ingresos PF  
\$mdp

| Ingresos Partidas Federales |                |                |                |                |                | Deuda por Estado |                |                |                |                |                | Razón Deuda / Ingresos P F |              |              |              |              |              |
|-----------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                             | 2011           | 2012           | 2013           | 2014 P         | Jun-15 P U12   |                  | 2011           | 2012           | 2013           | 2014 P         | Jun-15 P U12   |                            | 2011         | 2012         | 2013         | 2014 P       | Jun-15 P U12 |
| <b>T O T A L</b>            | <b>477,256</b> | <b>494,265</b> | <b>532,456</b> | <b>584,723</b> | <b>601,273</b> |                  | <b>390,777</b> | <b>434,761</b> | <b>482,807</b> | <b>509,690</b> | <b>511,719</b> |                            | <b>81.9%</b> | <b>88.0%</b> | <b>90.7%</b> | <b>87.5%</b> | <b>85.1%</b> |
| Aguascalientes              | 5,260          | 5,551          | 5,921          | 6,405          | 6,686          |                  | 3,077          | 3,156          | 3,258          | 3,117          | 3,179          |                            | 58.5%        | 56.9%        | 55.0%        | 49.6%        | 47.6%        |
| Baja California             | 12,878         | 13,728         | 14,767         | 16,315         | 16,530         |                  | 11,451         | 12,762         | 13,456         | 15,944         | 15,989         |                            | 88.9%        | 93.0%        | 91.1%        | 98.0%        | 96.7%        |
| Baja California Sur         | 3,300          | 3,355          | 3,570          | 3,896          | 4,056          |                  | 1,800          | 1,688          | 2,484          | 2,380          | 2,330          |                            | 54.5%        | 50.3%        | 69.6%        | 59.8%        | 57.4%        |
| Campeche                    | 5,979          | 6,753          | 6,931          | 7,009          | 7,614          |                  | 1,011          | 1,115          | 998            | 1,729          | 1,605          |                            | 16.9%        | 16.5%        | 14.4%        | 22.9%        | 21.1%        |
| Coahuila                    | 11,559         | 11,977         | 12,641         | 14,013         | 14,313         |                  | 36,510         | 36,422         | 35,544         | 34,862         | 36,927         |                            | 315.8%       | 304.1%       | 281.2%       | 263.5%       | 258.0%       |
| Colima                      | 3,399          | 3,614          | 3,709          | 3,952          | 4,108          |                  | 2,223          | 2,139          | 2,778          | 2,710          | 2,685          |                            | 65.4%        | 59.2%        | 74.9%        | 67.9%        | 65.3%        |
| Chiapas                     | 19,041         | 20,315         | 21,547         | 23,517         | 23,922         |                  | 14,226         | 16,413         | 20,826         | 20,140         | 19,385         |                            | 74.7%        | 80.8%        | 96.7%        | 82.4%        | 81.0%        |
| Chihuahua                   | 13,056         | 13,876         | 15,398         | 17,311         | 17,706         |                  | 17,319         | 23,285         | 41,768         | 41,894         | 41,992         |                            | 132.6%       | 167.8%       | 271.3%       | 242.6%       | 237.2%       |
| Distrito Federal            | 56,308         | 55,264         | 58,791         | 63,685         | 67,738         |                  | 56,232         | 58,774         | 62,963         | 66,882         | 64,794         |                            | 99.9%        | 106.4%       | 107.1%       | 101.7%       | 95.7%        |
| Durango                     | 6,071          | 6,428          | 7,021          | 7,728          | 8,027          |                  | 4,425          | 4,264          | 4,953          | 5,838          | 5,728          |                            | 72.9%        | 66.3%        | 70.5%        | 74.1%        | 71.4%        |
| Guanajuato                  | 19,147         | 19,768         | 21,675         | 24,202         | 25,089         |                  | 8,499          | 8,074          | 8,416          | 7,908          | 7,544          |                            | 44.4%        | 40.8%        | 38.8%        | 31.2%        | 30.1%        |
| Guerrero                    | 10,939         | 11,509         | 12,299         | 13,839         | 14,330         |                  | 3,529          | 3,040          | 3,538          | 3,252          | 3,002          |                            | 32.3%        | 26.4%        | 28.8%        | 21.7%        | 20.9%        |
| Hidalgo                     | 9,293          | 10,047         | 10,883         | 11,553         | 11,665         |                  | 3,745          | 3,643          | 4,043          | 4,523          | 5,691          |                            | 40.3%        | 36.3%        | 37.1%        | 49.3%        | 48.8%        |
| Jalisco                     | 30,888         | 31,331         | 33,594         | 37,220         | 38,565         |                  | 24,309         | 26,015         | 26,945         | 26,387         | 25,635         |                            | 78.7%        | 83.0%        | 80.2%        | 68.9%        | 66.5%        |
| México                      | 59,629         | 61,333         | 67,235         | 75,260         | 77,585         |                  | 38,196         | 39,929         | 39,622         | 39,507         | 38,880         |                            | 64.1%        | 65.1%        | 58.9%        | 51.7%        | 50.1%        |
| Michoacán                   | 14,888         | 15,389         | 17,030         | 18,483         | 19,151         |                  | 15,141         | 15,528         | 15,532         | 17,330         | 17,295         |                            | 101.7%       | 100.9%       | 91.2%        | 93.6%        | 90.3%        |
| Morelos                     | 6,944          | 6,939          | 7,451          | 8,297          | 8,463          |                  | 2,857          | 2,871          | 4,654          | 5,724          | 5,482          |                            | 41.1%        | 41.4%        | 62.5%        | 66.1%        | 64.8%        |
| Nayarit                     | 4,779          | 4,953          | 5,336          | 5,878          | 6,086          |                  | 5,535          | 6,320          | 6,455          | 6,398          | 6,432          |                            | 115.8%       | 127.6%       | 121.0%       | 109.4%       | 105.7%       |
| Nuevo León                  | 22,504         | 22,411         | 23,943         | 26,830         | 27,744         |                  | 38,591         | 46,953         | 51,912         | 61,180         | 62,011         |                            | 171.5%       | 209.5%       | 216.8%       | 231.1%       | 223.5%       |
| Oaxaca                      | 12,352         | 13,120         | 14,424         | 16,180         | 15,866         |                  | 5,360          | 5,660          | 10,155         | 10,685         | 10,486         |                            | 43.4%        | 43.1%        | 70.4%        | 64.8%        | 66.1%        |
| Puebla                      | 19,499         | 20,863         | 23,136         | 25,460         | 25,940         |                  | 9,318          | 9,115          | 8,808          | 8,776          | 8,694          |                            | 47.8%        | 43.7%        | 38.1%        | 34.1%        | 33.5%        |
| Querétaro                   | 7,917          | 8,574          | 9,144          | 10,017         | 10,440         |                  | 2,083          | 1,811          | 1,767          | 1,679          | 1,630          |                            | 26.3%        | 21.1%        | 19.3%        | 16.3%        | 15.6%        |
| Quintana Roo                | 6,241          | 6,350          | 6,904          | 7,629          | 8,004          |                  | 13,026         | 15,007         | 17,763         | 21,174         | 22,072         |                            | 208.7%       | 236.3%       | 257.3%       | 289.3%       | 275.8%       |
| San Luis Potosí             | 9,170          | 9,647          | 10,596         | 11,521         | 11,663         |                  | 4,640          | 4,688          | 4,481          | 4,536          | 4,346          |                            | 50.6%        | 48.6%        | 42.3%        | 37.7%        | 37.3%        |
| Sinaloa                     | 11,696         | 12,366         | 12,911         | 14,757         | 14,851         |                  | 5,271          | 7,417          | 7,752          | 7,521          | 7,656          |                            | 45.1%        | 60.0%        | 60.0%        | 51.9%        | 51.6%        |
| Sonora                      | 14,400         | 14,867         | 15,812         | 17,165         | 17,568         |                  | 14,024         | 15,106         | 17,294         | 19,809         | 21,338         |                            | 97.4%        | 101.6%       | 109.4%       | 124.3%       | 121.5%       |
| Tabasco                     | 17,175         | 18,650         | 19,390         | 19,683         | 20,204         |                  | 2,900          | 4,824          | 4,665          | 4,513          | 4,432          |                            | 16.9%        | 25.9%        | 24.1%        | 22.5%        | 21.9%        |
| Tamaulipas                  | 14,842         | 15,754         | 16,847         | 18,634         | 19,159         |                  | 11,277         | 10,924         | 10,733         | 12,249         | 13,100         |                            | 76.0%        | 69.3%        | 63.7%        | 70.3%        | 68.4%        |
| Tlaxcala                    | 4,941          | 5,146          | 5,460          | 6,101          | 6,135          |                  | 53             | 43             | -              | -              | 18             |                            | 1.1%         | 0.8%         | 0.0%         | 0.3%         | 0.3%         |
| Veracruz                    | 28,945         | 29,669         | 31,762         | 34,444         | 33,908         |                  | 27,938         | 40,029         | 40,924         | 41,355         | 41,662         |                            | 96.5%        | 134.9%       | 128.8%       | 121.0%       | 122.9%       |
| Yucatán                     | 7,594          | 8,000          | 9,044          | 10,081         | 10,329         |                  | 2,505          | 2,426          | 2,479          | 2,445          | 2,410          |                            | 33.0%        | 30.3%        | 27.4%        | 23.9%        | 23.3%        |
| Zacatecas                   | 6,624          | 6,718          | 7,283          | 7,660          | 7,832          |                  | 3,709          | 5,322          | 5,842          | 7,243          | 7,292          |                            | 56.0%        | 79.2%        | 80.2%        | 95.2%        | 93.1%        |

Fuente: SHCP, P= Preliminar por SHCP y 2T15 es anualizado, no es una cifra oficial.

**NOTA:** Es importante mencionar que este es un ejercicio que sigue los supuestos de los suplementos publicados con información de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público con el fin de mostrar una aproximación de la calidad crediticia de la bursatilización.

## **Anexo 2. Reforma constitucional en materia de disciplina financiera de las entidades federativas y los municipios (Reporte de S&P, 12-Feb-2015)**

El pasado 12 de febrero de 2015, las comisiones unidas de Hacienda, Puntos Constitucionales y Estudios Legislativos del Senado de la República, aprobaron el dictamen de la “Reforma constitucional en materia de disciplina financiera de las entidades federativas y los municipios”. En opinión de Standard & Poor’s, esta reforma es un paso en la dirección correcta que, de ser bien reglamentada e implementada, podría evitar los problemas de sobreendeudamiento y mal manejo de las finanzas que enfrentan actualmente algunos estados y municipios. Asimismo, podría contribuir a fortalecer la transparencia y la rendición de cuentas, y a fomentar mejores condiciones en la contratación de deuda de los gobiernos locales.

La agencia calificadora considera que la reforma introduce en particular cinco medidas positivas:

- 1) **Eleva a nivel constitucional el principio de estabilidad de las finanzas públicas y del sistema financiero**, y establece que éste se relacione con el Plan Nacional de Desarrollo, así como con los planes estatales y municipales.
- 2) **Obliga a los estados y municipios a inscribir y publicar la totalidad de sus empréstitos y obligaciones de pago en un registro público único**, donde sea posible conocer al acreedor, el monto, la tasa de interés, el plazo y el tipo de garantía o fuente de pago, lo cual incrementaría la transparencia de la totalidad de la deuda y no sólo de la deuda a largo plazo, como ocurre actualmente.
- 3) **Establece que las legislaturas de los estados fiscalicen las acciones relacionadas con la deuda pública**, así como las responsabilidades de los servidores públicos ante su manejo indebido y que se cree un sistema de alertas sobre el manejo de la deuda.
- 4) **Ofrece a los estados y municipios la posibilidad de contar con garantías del gobierno federal**, siguiendo un programa de ordenamiento financiero, lo que permitiría a los estados obtener mejores condiciones de financiamiento.
- 5) **Limita el uso de los créditos de corto plazo, los cuales deberán liquidarse a más tardar tres meses antes del término del periodo de gobierno correspondiente**, medida que contribuiría a evitar más casos de incumplimiento de pago, como algunos recientes que estuvieron relacionados con estos créditos en periodos de cambio de gobierno.

Asimismo S&P señaló que si bien incluir en la constitución las medidas anteriores es un avance importante para ordenar y transparentar el mercado de la deuda de estados y municipios e incentivar el manejo ordenado de sus finanzas, considera que si esta reforma no es correctamente reglamentada e implementada, su alcance será limitado.

La agencia calificadora menciona que la ley reglamentaria deberá aclarar, principalmente, los siguientes tres puntos:

1. **Mejores condiciones de mercado.** La reforma establece que las obligaciones o empréstitos que obtengan las entidades deberán realizarse bajo las mejores condiciones del mercado, pero está pendiente definir cuáles son estas condiciones, considerando tasas, plazos, anualidades, costos por apertura de crédito, así como las condiciones de aceleración de pago o vencimiento anticipado, entre otros aspectos. En este punto también será importante garantizar la competencia en igualdad de condiciones entre las instituciones financieras, debido a que puede haber distorsiones en las condiciones de los créditos, a cambio de otros servicios financieros como, por ejemplo, el manejo de la nómina de los empleados.
2. **Programas de ordenamiento financiero.** La reforma menciona como requisito para obtener la garantía del gobierno federal, el compromiso de los solicitantes a seguir un programa de ordenamiento financiero. No está definido aún quién o quiénes, y cómo se determinarán los parámetros de ajuste fiscal que los estados y municipios deberán seguir, ni las responsabilidades y consecuencias de no cumplir con dichos programas. Será importante estudiar caso por caso y no aplicar medidas generales que sean podrían ser poco realistas en algunos estados.
3. **Destino de la deuda.** La reforma designa a las legislaturas locales para autorizar los montos máximos (dentro de los límites establecidos en la ley reglamentaria) para contratar empréstitos y obligaciones, previo análisis de su destino, capacidad de pago y, en su caso, el otorgamiento de garantía o el establecimiento de la fuente de pago. Al respecto, consideramos que el principal reto será asegurarse de que la deuda autorizada sirva efectivamente para financiar los proyectos de mayor utilidad pública, y que el monto de dicha deuda se apegue a la capacidad de pago de los estados y municipios sin presionar su operación regular.

Por último, S&P considera que existen otros riesgos asociados a la implementación de la reforma y algunos asuntos pendientes. Uno de estos riesgos es volver de manera más lenta el proceso de aprobación del endeudamiento, y que este proceso sea sujeto de disputas políticas entre poderes, lo cual podría incentivar otras fuentes de crédito poco transparentes y no reguladas como es el financiamiento a través de proveedores. Entre los temas no incorporados en la reforma, identificamos principalmente los déficits en los sistemas de pensiones de los estados y a las obligaciones de pago derivadas de las Asociaciones Público-Privadas (APP's), los cuales presionan crecientemente las finanzas de estados y municipios.

### Anexo 3. Descripción Ingresos y Egresos

#### Ingresos

Los ingresos de los Estados y Municipios se dividen en Federales (el 90% y 75% de los ingresos totales de los Estados y Municipios) y Propios (el 8% y el 25% de los ingresos totales de Estados y Municipios). Los ingresos Federales se componen de las Participaciones Federales (Ramo 28), el Fondo de Aportaciones Federales (Ramo 33) y Otras Transferencias. Por su parte, los ingresos Propios se componen de impuestos, derechos, productos, aprovechamientos y en ocasiones contribuciones para mejoras.

#### 1. Ingresos Federales

De acuerdo con la SHCP y la Federación Nacional de Municipios de México, los ingresos federales representan aproximadamente el 90% y 75% de los ingresos totales de los Estados y Municipios, respectivamente. Los ingresos Federales se componen principalmente de **las Participaciones Federales (Ramo 28), el Fondo de Aportaciones Federales (Ramo 33) y Otras Transferencias.**

#### Ingresos Federales de los Estados y Municipios

| Estados                                                                                                                                                                                                                                                                        | Municipios                                                                                                                                                                                                                      |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Participaciones Federales (Ramo 28):<br>-Fondo General de Participaciones<br>-Participación Directa del IEPS<br>-Reserva Contingencia<br>Fondo de Aportaciones Federales (Ramo 33)<br>Otros Ingresos Derivados de los Convenios de Colaboración<br>Administrativa<br>Subsidios | Fondo General de Participaciones<br>Fondo Fomento Municipal<br>Fondo Aportaciones Para la Infraestructura Social Municipal<br>Fondo Aportaciones Para el Fortalecimiento de los Municipios<br>Reserva Contingencia<br>Subsidios |

Fuente: Banorte -Ixe.

#### 1.1 Participaciones Federales - Ramo 28 (Transferencias no etiquetadas)

De acuerdo con la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) las Participaciones Federales (Ramo 28) constituyen la fuente más importante de transferencias federales (3.7% del PIB y 40% del total de los ingresos subnacionales<sup>1</sup>).<sup>2</sup> El gobierno central recauda los impuestos más importantes (el ISR, el IVA y los ingresos provenientes del petróleo y las minas, entre otros) y los comparte con los estados y municipios por medio de transferencias no etiquetadas canalizadas a través de los siguientes fondos:

1. **Fondo General de Participaciones**, que se constituye con el 20% de la Recaudación Federal Participable (RFP).
2. **Fondo de Fomento Municipal**, integrado con el 1% de la RFP.
3. **Impuesto Especial sobre Producción y Servicios**, en el que las entidades federativas participan del 20% de la recaudación que se obtenga por la realización de los actos o actividades gravados con dicho impuesto en el caso de cerveza, bebidas refrescantes, alcohol, bebidas alcohólicas fermentadas y bebidas alcohólicas, y del 8% de la recaudación en el caso de tabacos labrados.

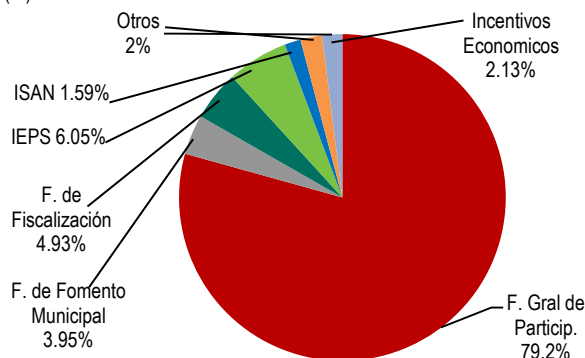
<sup>1</sup> En el presente tutorial el término subnacional hará referencia a estados y municipios en su conjunto.

<sup>2</sup> Organización de Cooperación y Desarrollo Económico, 'Estudios económicos de la OCDE: México 2013', OECD Publishing, (París, Francia: 2013), pp. 120-131.



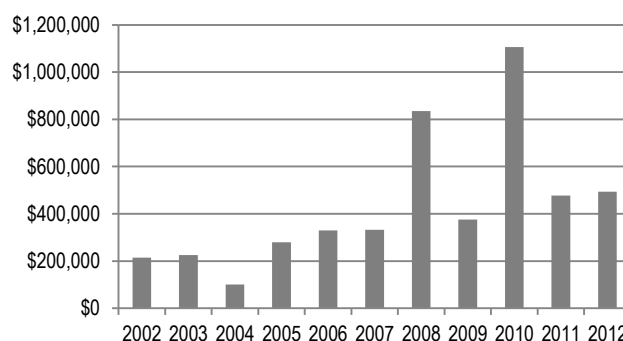
4. **Fondo de Fiscalización**, que se integra con el 1.25% de la RFP, el cual premia e incentiva las labores de fiscalización que realizan los estados.
5. **Fondo de Compensación**, mediante el cual se distribuye la recaudación derivada del aumento a la gasolina y diesel, 2/11 partes se destinan a la creación de dicho Fondo que se distribuye entre las 10 entidades federativas que, de acuerdo con la última información oficial del INEGI, tengan los menores niveles de PIB per cápita no minero y no petrolero, y los restantes 9/11 corresponden a las entidades federativas en función del consumo efectuado en su territorio, siempre y cuando estén adheridas al Sistema Nacional de Coordinación Fiscal y celebren convenio de colaboración con la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.
6. **Fondo de Extracción de Hidrocarburos**, que distribuye el 0.46% del importe obtenido por el derecho ordinario sobre hidrocarburos pagado por Pemex Exploración y Producción a los estados que formen parte de la clasificación de extracción de petróleo y gas definida en el último censo económico realizado por el INEGI.
7. **Fondo de Compensación del Impuesto sobre Automóviles Nuevos**, con el objetivo de resarcir a las entidades federativas la disminución de ingresos derivada de la ampliación de la exención de dicho impuesto. Las aportaciones para dicho Fondo se determinan y actualizan anualmente en el respectivo Presupuesto de Egresos de la Federación.
8. **El 0.13% de la RFP**, que se entrega a los municipios Fronterizos y Marítimos por los que materialmente se realiza la entrada o la salida del país, de los bienes que se importan o exportan.
9. **El 3.17% del 0.0143% del Derecho Ordinario Sobre Hidrocarburos**, que se distribuye entre los municipios por los que se exporta petróleo crudo y gas natural.

**Ramo 28, 2012**  
(%)



Fuente: Instituto Nacional para el Federalismo y el Desarrollo Estatal

**Evolución Ramo 28, 2002-2012**  
(mdp)



Fuente: Instituto Nacional para el Federalismo y el Desarrollo Estatal

### 1.1.2 Destino de los recursos de Ramo 28

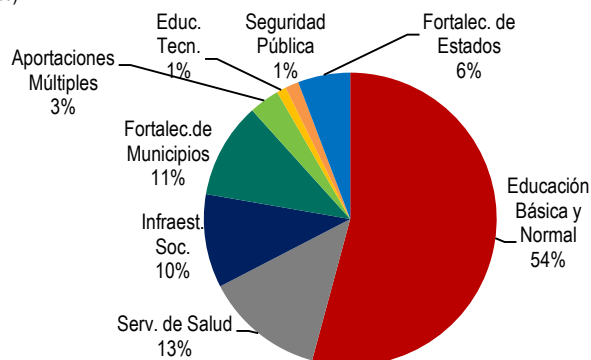
Los estados comparten los ingresos sobre la base de una fórmula regida por el nivel de población y la recaudación tributaria local, con un ajuste adicional por riqueza relativa. Cabe destacar que estos recursos no pueden afectarse a fines específicos ni estar sujetos a retención salvo para el pago de obligaciones (deuda) contraídas por las entidades. La mayor parte de esos recursos se emplean para cubrir el gasto corriente.

## 1.2 Fondo de Aportaciones Federales - Ramo 33 (Transferencias etiquetadas)

Los recursos del Ramo 33, según la OCDE, son la segunda fuente más importante de transferencias (3.6% del PIB y 38% del total de los ingresos subnacionales<sup>3</sup>).<sup>4</sup> Dichos recursos se destinan principalmente a la consecución de programas sociales. El Ramo 33 se compone de ocho fondos que la Federación transfiere a las haciendas públicas de los Estados, Distrito Federal y Municipios. Dichos recursos están condicionados con la consecución y cumplimiento de los objetivos que para cada tipo de aportación establece la Ley de Coordinación Fiscal y se refiere a los siguientes fondos:

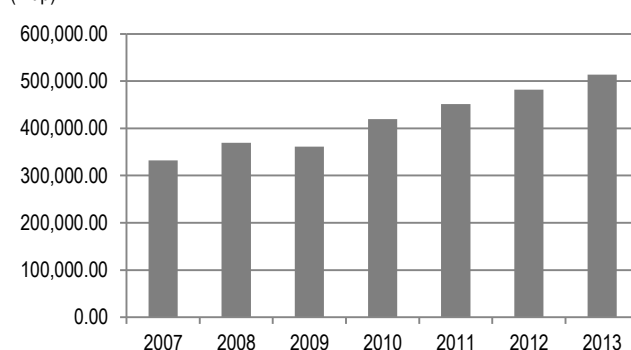
- i) Fondo de Aportaciones (FA) para la Educación Básica y Normal
- ii) FA para los Servicios de Salud
- iii) FA para la Infraestructura Social (el cual se divide en Municipal y Estatal)
- iv) FA para el Fortalecimiento de los Municipios y de las Demarcaciones Territoriales del Distrito Federal
- v) FA Múltiples
- vi) FA para la Educación Tecnológica y de Adultos
- vii) FA para la Seguridad Pública de los Estados y del Distrito Federal
- viii) FA para el Fortalecimiento de las Entidades

**Ramo 33, 2013**  
(%)



Fuente: Presupuestos de Egresos de la Federación 2007-2013

**Evolución Ramo 33, 2007-2013**  
(mdp)



Fuente: Presupuestos de Egresos de la Federación 2007-2013

### 1.2.1 Destino de los Recursos del Ramo 33

Los fondos que reciben una mayor cantidad de recursos son el Fondo de Aportaciones para la Educación Básica y Normal (FAEB) y el Fondo de Aportaciones para los Servicios de Salud (FASSA). Entre ambos representan cerca del 67% de los recursos del Ramo 33. De acuerdo con la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, aproximadamente el 90% de dichos recursos se destinan para el pago de nómina.

A diferencia del FAEB y el FASSA, el Fondo de Aportaciones para la

<sup>3</sup> En el presente tutorial el término subnacional hará referencia a estados y municipios en su conjunto.

<sup>4</sup> Ibíd.

Infraestructura Social (FAIS) y el Fondo para el Fortalecimiento de los Municipios y de las Demarcaciones Territoriales del Distrito Federal (FORTAMUN), los recursos se destinan a los propósitos para los cuales fueron creados. Sin embargo, de acuerdo con SHCP los resultados obtenidos son apenas satisfactorios en términos económicos, sociales y regionales.

Finalmente, el Fondo de Aportaciones Múltiples (FAM), el de Aportaciones para la Educación Tecnológica y de Adultos (FAETA), el de Seguridad Pública (FASP) y el de Fortalecimiento de Entidades Federativas (FAFEF), presentan una variedad de problemas entre ellos: i) insuficiencia de recursos; ii) en materia administrativa su ejecución se complica; y iii) ambigüedades e imprecisiones en el cumplimiento de la normatividad vigente.

### 1.3 Otras Transferencias

De acuerdo con la OCDE, los gobiernos subnacionales también reciben algunos, aunque pequeños (alrededor del 6% del total de los ingresos subnacionales), recursos de las diferentes secretarías y organismos federales a través de las transferencias correspondientes (convenios de descentralización). Su ventaja en comparación con otras transferencias, es que están sujetas a una estricta supervisión federal y a controles de auditoría.<sup>5</sup>

## 2. Ingresos Propios

De acuerdo con la SHCP y con la Federación Nacional de Municipios de México, los ingresos propios de los Estados y Municipios representan aproximadamente el 8% y el 25% de los ingresos totales, respectivamente. Los principales componentes de los ingresos propios de los Estados y los Municipios son los impuestos, derechos, productos y aprovechamientos.

- Los **impuestos** son las prestaciones establecidas en la ley que deben pagar las personas físicas y morales.
- Los **derechos** son contribuciones establecidas por la ley por el uso o aprovechamiento de bienes de dominio público del Estado o Municipio.
- Los **productos** son las contraprestaciones por los servicios que prestan el Estado o Municipio en sus funciones de derecho privado, así como por el uso, aprovechamiento o enajenación de bienes de dominio público.
- Los **aprovechamientos** son los ingresos distintos de las contribuciones que perciben el Estado o Municipio por las funciones de derecho público, los derivados de financiamientos y los obtenidos por los organismos descentralizados que no tengan naturaleza de derechos.

#### Ingresos Propios de los Estados y Municipios

| Nivel de Gobierno | Tipo de Impuesto                                                       |
|-------------------|------------------------------------------------------------------------|
|                   | Impuesto sobre Hospedaje                                               |
|                   | Impuesto sobre Nóminas                                                 |
|                   | Impuesto sobre Loterías, Rifas, Concursos, Sorteos y Juegos Permitidos |
|                   | Impuesto Local sobre Tenencia o Uso de Vehículos                       |
|                   | Impuestos Especiales a la Producción y Servicios                       |
|                   | Impuestos Adicionales:                                                 |

<sup>5</sup> Ibid.

|           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|-----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Estatad   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Enajenación de Bienes Inmuebles</li> <li>• Adquisición de Bienes Inmuebles</li> <li>• Remuneraciones al Trabajo Personal</li> <li>• Ejercicio de Profesiones y Honorarios</li> <li>• Instrumentos Públicos y Operaciones Contractuales</li> <li>• Impuestos Directos Diversos</li> <li>• Otros</li> </ul> |
|           | Impuesto sobre la Propiedad                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|           | Impuesto sobre Transferencias de Bienes Inmuebles                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Municipal | Impuesto sobre el Desarrollo Inmobiliario                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|           | Impuesto sobre la Industria y el Comercio                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |

Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo (<http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=35288339>)

## Egresos

Los egresos de los Estados y Municipios se destinan para servicios públicos (tales como electrificación, agua potable, seguridad y carreteras y caminos, entre otros), a los programas sociales y de infraestructura, así como al servicio de la deuda. Aunque existe una relativa homologación en la mayoría de los estados y municipios en cuanto a los conceptos de egresos por capítulo de gasto, los componentes de los mismos difieren entre las entidades. Además, algunos estados reportan sus egresos de acuerdo a programas o ejes, haciendo imposible la comparación entre una entidad u otra. A continuación se detallan los egresos por capítulo de gasto:

## Egresos de Estados y Municipios

| Egresos de Estados y Municipios           |                                             |
|-------------------------------------------|---------------------------------------------|
| Servicios Personales                      | Subsidios, Transferencias y Ayudas          |
| -Remuneraciones                           | -Subsidio producción                        |
| -Cuotas Seguridad Social                  | -Subsidio distribución                      |
| -Otras Prestaciones Sociales              | -Subsidio consumo                           |
| Materiales y Suministros                  | -Ramo 33                                    |
| -Materiales y útiles de administración    | -Poderes Estatales (Legislativo y Judicial) |
| -Materiales y suministros diversos        | -Programas                                  |
| Servicios Generales                       | -Ayudas, donativos y apoyos                 |
| -Servicios Básicos                        | -Becas                                      |
| Energía Eléctrica                         | -Pensiones y jubilaciones                   |
| Agua                                      | Participaciones y Aportaciones Federales    |
| Básicos Diversos                          | -Participaciones Federales                  |
| -Servicios Arrendamiento                  | -Fondo General Participaciones              |
| -Servicios Asesoría                       | -Fondo de Fomento Municipal                 |
| -Servicios Comerciales                    | -Aport. Infraestructura Social Municipal    |
| -Servicios de Mantenimiento               | -Aport. para el fortalecimiento de los Mun. |
| -Servicios Oficiales                      | -Recursos Federales por convenio            |
| Inversiones Financieras                   | -Recursos Estatales por convenio            |
| -Créditos recuperables                    | Obras Públicas y Acciones Sociales          |
| -Inversión en valores                     | -Urbanización                               |
| Deuda Pública                             | -Electrificación                            |
| -Amortización de deuda                    | -Hospitales                                 |
| -Intereses y Gastos                       | -Escuelas                                   |
| -ADEFAS*                                  | -Carreteras y Caminos                       |
| Adquisición de Bienes Muebles e Inmuebles | -Agua Potable                               |
| Otros Ingresos                            | -Estudios de Preinversión                   |
| -Erogaciones Contingente                  | -Seguridad Pública                          |
| -Diversos                                 | -Desarrollo Agropecuario e Industrial       |
| Servicios Personales                      | Subsidios, Transferencias y Ayudas          |
| -Remuneraciones                           | -Subsidio producción                        |
| -Cuotas Seguridad Social                  | -Subsidio distribución                      |
| -Otras Prestaciones Sociales              | -Subsidio consumo                           |

Fuente: Banorte - Ixe.

## Anexo 4. Metodología de las calificadoras

### Fitch

Para determinar la calificación de un financiamiento específico de entidades subnacionales (incluyendo emisiones de Estados respaldadas con flujo futuro de sus ingresos), Fitch considera principalmente el análisis de los siguientes factores:

- **Calidad crediticia y/o riesgo emisor.** El análisis de calificación de un financiamiento específico inicia por evaluar, si el incremento en el nivel de endeudamiento derivado de dicho financiamiento tendrá un impacto considerable en la flexibilidad financiera del emisor y/o deudor que pudiera implicar un ajuste en su calificación crediticia o quirografaria.
- **Análisis del activo fuente de pago.** En México, el activo tradicionalmente utilizado como respaldo o fuente de pago de financiamientos son las participaciones federales, principal ingreso corriente de las entidades subnacionales; no obstante, otros ingresos locales y/o derechos ya se han utilizado. Fitch solicita información mensual histórica de por lo menos los últimos 5 años en la recaudación o ingresos derivados del activo a utilizar. Se evalúan tasas de crecimiento en términos nominales y reales para diversos períodos y se realizan proyecciones considerando escenarios adversos. También se realiza un análisis de los componentes del mismo, estructura e infraestructura de recaudación; por ejemplo, en ingresos locales, se evalúa el comportamiento de las tarifas, mecanismos de actualización de las mismas, comportamiento y características del padrón de contribuyentes, y variables que afectan dichos ingresos.
- **Estructura del financiamiento.** Fitch revisa las características y tipo de deuda que se pretende tomar (por ejemplo la prelación con otras obligaciones financieras, subordinación, etc.) así como el perfil de amortización. Los financiamientos de entidades subnacionales respaldados con participaciones federales e ingresos locales tienen períodos de amortización que no rebasan los 30 años, buscando empatar dicho período con el de la vida útil del proyecto a financiar con endeudamiento. Por otra parte, un elemento esencial en el análisis de Fitch al calificar financiamientos subnacionales es la revisión del vehículo de uso especial o fideicomiso utilizado para respaldar y/o realizar el servicio de la deuda, desde el punto de vista operativo y financiero. Fitch revisa el flujo y/o cascada de fondos que pasarán por el fideicomiso, la segregación en subcuentas, la creación y mantenimiento de reservas, las obligaciones de hacer y no hacer por parte del fideicomitente, las funciones y obligaciones del fiduciario, y en general todos los factores que brindan mayor seguridad financiera a los acreedores y/o inversionistas.
- **Coberturas del servicio de la deuda y mejoras crediticias.** El análisis de coberturas de Fitch consiste en la aplicación de diversos posibles escenarios adversos de proyección, en relación al comportamiento del activo utilizado como fuente de respaldo, el servicio de la deuda del financiamiento considerando sus características contractuales, y las principales variables financieras de referencia como lo son las tasas de interés de mercado y las tasas

de inflación. El desarrollo y uso de posibles escenarios es dinámico conforme a la evolución de las perspectivas económicas y financieras prevalecientes, no obstante, siempre con una visión conservadora y de largo plazo. Por otra parte, Fitch también evalúa otro tipo de mejoras crediticias que pueden presentar las estructuras de financiamiento, las cuales pudieran ampliar más el límite del diferencial de “notches”. A este respecto, algunos ejemplos son el uso de garantías parciales otorgadas por garantes (como Banobras), fideicomisos alternos, apoyo o aval por parte de un tercero, utilización de líneas de crédito contingentes y revolventes, entre otros.

- **Protecciones legales para los acreedores.** Para evaluar la fortaleza jurídica de los financiamientos, Fitch se apoya en los servicios de despachos legales de reconocido prestigio que operan en México, y que se han destacado en el tema del financiamiento subnacional en el país. El apoyo consiste en la revisión de toda la documentación relacionada con el financiamiento, con el fin de proporcionar una opinión legal sobre la validez jurídica y exigibilidad de las obligaciones pactadas, de acuerdo a la legislación mexicana.

### **HR Ratings**

El pasado 29 de enero de 2013, HR Ratings anunció su nueva metodología para la calificación de créditos bancarios y emisiones bursátiles estructuradas de Estados mexicanos, en donde la fuente de pago sean las Participaciones Federales. La calificadora señaló que el aspecto más importante en la nueva metodología es que en la mayoría de los casos se rompe con la relación entre la calificación quirografaria de la entidad cuyos ingresos federales se afectan, y la calificación de la obligación estructurada en cuestión. El factor más importante en la calificación es el flujo futuro de los ingresos esperados relativos al servicio de la deuda proyectada. La calificación quirografaria del Estado podría tener un impacto negativo sobre la calificación de dicha estructura únicamente en casos en donde se encuentre por debajo de ‘HR BBB-’. También HR menciona que la calificación se basa en el análisis de los flujos durante el periodo de vigencia legal del crédito y/o emisión y busca los periodos en donde estos flujos muestran la mayor debilidad relativa a su capacidad para cumplir con sus obligaciones de pago. Por lo tanto, la calificación depende de la fortaleza financiera de la estructura en su periodo más débil.

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Alejandro Cervantes Llamas, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Víctor Hugo Cortes Castro, Marissa Garza Ostos, Marisol Huerta Mondragón; Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Juan Carlos García Viejo, Hugo Armando Gómez Solís, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández; Valentín III Mendoza Balderas, Rey Saúl Torres Olivares, Santiago Leal Singer, María de la Paz Orozco, certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo declaramos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. por la prestación de nuestros servicios.

## Declaraciones relevantes.

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser el objeto del presente reporte, sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privada en su beneficio y evitar conflictos de interés. Los Analistas se abstendrán de invertir y de celebrar operaciones con valores o instrumentos derivados directa o a través de interpósita persona, con Valores objeto del Reporte de análisis, desde 30 días naturales anteriores a la fecha de emisión del Reporte de que se trate, y hasta 10 días naturales posteriores a su fecha de distribución.

### Remuneración de los Analistas.

La remuneración de los Analistas se basa en actividades y servicios que van dirigidos a beneficiar a los clientes inversionistas de Casa de Bolsa Banorte Ixe y de sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la Casa de Bolsa y del Grupo Financiero y en el desempeño individual de los Analistas. Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que los Analistas no reciben pago directo o compensación por transacción específica alguna en banca de inversión o en las demás áreas de negocio. Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

### Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a banca de inversión y banca corporativa, a un gran número de empresas en México y en el extranjero. Es posible que hayan prestado, estén prestando o en el futuro brinden algún servicio como los mencionados a las compañías o empresas objeto de este reporte. Casa de Bolsa Banorte o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones en contraprestación de los servicios antes mencionados.

En el transcurso de los últimos doce meses, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., no ha obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de la banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

### Actividades de las áreas de negocio durante los próximos tres meses.

Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios que presta banca de inversión o de cualquier otra de sus áreas de negocio, por parte de compañías emisoras o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

### Tenencia de valores y otras revelaciones.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantiene inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 1% o más de su cartera de inversión de los valores en circulación o el 1% de la emisión o subyacente de los valores emitidos.

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Los Analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantienen inversiones directas o a través de interpósita persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis.

### Guía para las recomendaciones de inversión.

|                 | Referencia                                                                               |
|-----------------|------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>COMPRA</b>   | Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.   |
| <b>MANTENER</b> | Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC. |
| <b>VENTA</b>    | Cuando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.   |

Aunque este documento ofrece un criterio general de inversión, exhortamos al lector a que busque asesorarse con sus propios Consultores o Asesores Financieros, con el fin de considerar si algún valor de los mencionados en el presente reporte se ajusta a sus metas de inversión, perfil de riesgo y posición financiera.

### Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme a la regulación vigente. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos como fidedignas, pero no hacemos declaración alguna respecto de su precisión o integridad. La información, estimaciones y recomendaciones que se incluyen en este documento son vigentes a la fecha de su emisión, pero están sujetas a modificaciones y cambios sin previo aviso; Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no se compromete a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida que se derive del uso de este reporte o de su contenido. Este documento no podrá ser fotocopiado, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido total o parcialmente sin previa autorización escrita por parte de, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.

## GRUPO FINANCIERO BANORTE S.A.B. de C.V.

### Directorio de Análisis

|                         |                                                              |                              |                  |
|-------------------------|--------------------------------------------------------------|------------------------------|------------------|
| Gabriel Casillas Olvera | Director General Adjunto Análisis Económico y Bursátil       | gabriel.casillas@banorte.com | (55) 4433 - 4695 |
| Raquel Vázquez Godínez  | Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Bursátil | raquel.vazquez@banorte.com   | (55) 1670 - 2967 |

### Análisis Económico

|                                  |                                           |                                 |                         |
|----------------------------------|-------------------------------------------|---------------------------------|-------------------------|
| Delia María Paredes Mier         | Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia | delia.paredes@banorte.com       | (55) 5268 - 1694        |
| Alejandro Cervantes Llamas       | Subdirector Economía Nacional             | alejandro.cervantes@banorte.com | (55) 1670 - 2972        |
| Katia Celina Goya Ostos          | Subdirector Economía Internacional        | katia.goya@banorte.com          | (55) 1670 - 1821        |
| Miguel Alejandro Calvo Domínguez | Gerente Economía Regional y Sectorial     | miguel.calvo@banorte.com        | (55) 1670 - 2220        |
| Juan Carlos García Viejo         | Gerente Economía Internacional            | juan.garcia.viejo@banorte.com   | (55) 1670 - 2252        |
| Rey Saúl Torres Olivares         | Analista Economía Nacional                | saul.torres@banorte.com         | (55) 1670 - 2957        |
| Lourdes Calvo Fernández          | Analista (Edición)                        | lourdes.calvo@banorte.com       | (55) 1103 - 4000 x 2611 |

### Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

|                                 |                                                    |                                 |                  |
|---------------------------------|----------------------------------------------------|---------------------------------|------------------|
| Alejandro Padilla Santana       | Director Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio | alejandro.padilla@banorte.com   | (55) 1103 - 4043 |
| Juan Carlos Alderete Macal, CFA | Subdirector de Estrategia de Tipo de Cambio        | juan.alderete.macal@banorte.com | (55) 1103 - 4046 |
| Santiago Leal Singer            | Analista Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio | santiago.leal@banorte.com       | (55) 1670 - 2144 |

### Análisis Bursátil

|                                |                                                  |                                      |                  |
|--------------------------------|--------------------------------------------------|--------------------------------------|------------------|
| Manuel Jiménez Zaldivar        | Director Análisis Bursátil                       | manuel.jimenez@banorte.com           | (55) 5268 - 1671 |
| Víctor Hugo Cortes Castro      | Análisis Técnico                                 | victorh.cortes@banorte.com           | (55) 1670 - 1800 |
| Marissa Garza Ostos            | Conglomerados / Financiero / Minería / Químico   | marissa.garza@banorte.com            | (55) 1670 - 1719 |
| Marisol Huerta Mondragón       | Alimentos / Bebidas/Comerciales                  | marisol.huerta.mondragon@banorte.com | (55) 1670 - 1746 |
| José Itzamna Espitia Hernández | Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura | jose.espitia@banorte.com             | (55) 1670 - 2249 |
| Valentín III Mendoza Balderas  | Autopartes                                       | valentin.mendoza@banorte.com         | (55) 1670 - 2250 |
| María de la Paz Orozco García  | Analista                                         | maripaz.orozco@banorte.com           | (55) 1670 - 2251 |

### Análisis Deuda Corporativa

|                             |                             |                             |                  |
|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|------------------|
| Tania Abdul Massih Jacobo   | Directora Deuda Corporativa | tania.abdul@banorte.com     | (55) 5268 - 1672 |
| Hugo Armando Gómez Solís    | Gerente Deuda Corporativa   | hugo.gomez@banorte.com      | (55) 1670 - 2247 |
| Idalia Yanira Céspedes Jaén | Gerente Deuda Corporativa   | idalia.cespedes@banorte.com | (55) 1670 - 2248 |

### Banca Mayorista

|                                |                                                                        |                                        |                  |
|--------------------------------|------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------|------------------|
| Armando Rodal Espinosa         | Director General Banca Mayorista                                       | armando.rodal@banorte.com              | (81) 8319 - 6895 |
| Alejandro Eric Faesi Puente    | Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales          | alejandro.faesi@banorte.com            | (55) 5268 - 1640 |
| Alejandro Aguilar Ceballos     | Director General Adjunto de Administración de Activos                  | alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com | (55) 5268 - 9996 |
| Arturo Monroy Ballesteros      | Director General Adjunto Banca Inversión Financ. Estruct.              | arturo.monroy.ballesteros@banorte.com  | (55) 5004 - 1002 |
| Gerardo Zamora Nanez           | Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor    | gerardo.zamora@banorte.com             | (81) 8318 - 5071 |
| Jorge de la Vega Grajales      | Director General Adjunto Gobierno Federal                              | jorge.delavega@banorte.com             | (55) 5004 - 5121 |
| Luis Pietrini Sheridan         | Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada                   | luis.pietrini@banorte.com              | (55) 5004 - 1453 |
| René Gerardo Pimentel Ibarrola | Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras | pimentelr@banorte.com                  | (55) 5268 - 9004 |
| Ricardo Velázquez Rodríguez    | Director General Adjunto Banca Internacional                           | ricardo.velazquez@banorte.com          | (55) 5268 - 9879 |
| Víctor Antonio Roldan Ferrer   | Director General Adjunto Banca Empresarial                             | victor.rolan.ferrer@banorte.com        | (55) 5004 - 1454 |