

Un Paquete Económico 2019 fiscalmente responsable

17 de diciembre 2018

www.banorte.com
[@analisis_fundam](https://twitter.com/analisis_fundam)

Banorte Análisis y Estrategia
analisisyestrategia@banorte.com
www.banorte.com
[@analisis_fundam](https://twitter.com/analisis_fundam)

- El sábado por la tarde, el Secretario de Hacienda entregó a la Cámara de Diputados el Paquete Económico 2019
- El Congreso tiene hasta el 31 de diciembre para la aprobación del presupuesto del próximo año
- En nuestra opinión, la propuesta del Paquete Económico 2019 es fiscalmente responsable, tanto en la portada, como en los detalles
- De inicio, el presupuesto es fiscalmente responsable al no incrementar el déficit fiscal actual de 2.5% del PIB, así como al no aumentar la deuda, proponiendo un superávit primario de 1.0% del PIB
- En los detalles, también identificamos como positivo la utilización de supuestos creíbles e incluso un tipo de cambio de 20 pesos por dólar que nos parece conservador para la estimación de ingresos
- En los ingresos, destacamos que no hay incremento de impuestos, ni impuestos nuevos. Si bien la política de precios de gasolinas no es del todo explícita, se estima un crecimiento real en los ingresos por IEPS de gasolinas y se dice que podrán incrementarse en línea con la inflación
- En cuanto a los egresos, el gasto neto pagado se reducirá, a su vez que se reorientará el gasto hacia las propuestas de campaña. Por su parte, las asignaciones a estados y municipios aumentarán, apoyando los presupuestos estatales
- A pesar de ser una propuesta fiscalmente responsable, vemos algunos riesgos tales como:
 - (1) La reducción estimada de ingresos por la disminución de tasas de IVA e ISR en la frontera norte podría ser mayor;
 - (2) No se establecieron reservas en el presupuesto para pagos potenciales derivados de la cancelación del NAICM;
 - (3) Retos para la política de gasolinas ante cambios en el escenario; y
 - (4) Una posible sobreestimación de la producción petrolera
- No obstante lo anterior, no vemos estos riesgos como altamente relevantes...
- ... de hecho, esperamos una reacción positiva del mercado al no mostrar un incremento del déficit y utilizar supuestos creíbles y realistas, con AMLO cumpliendo con su palabra de ser fiscalmente responsable
- Asimismo, consideramos que el plan de hidrocarburos que presentó generará confianza, ya que continúan los *farmouts* para Pemex y se ha reiterado que respetarán los contratos que se otorgaron en el marco de la reforma energética, a pesar de que las rondas se encuentran suspendidas
- Hacia delante, estaremos muy atentos al proceso de aprobación legislativa del presupuesto, esperando que continúe en línea con esta muestra firme de responsabilidad fiscal

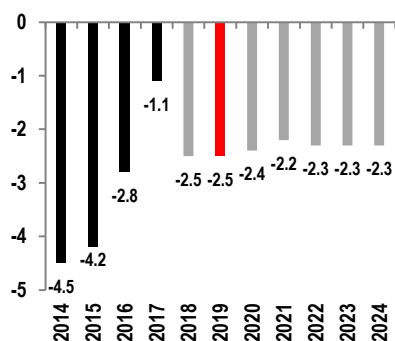
Documento destinado al público en general

El Poder Ejecutivo entregó el Paquete Económico 2019 a la Cámara de Diputados. El sábado pasado, el Secretario de Hacienda, Carlos Urzúa, entregó a la Cámara de Diputados el Paquete Económico 2019, que incluye los Criterios Generales de Política Económica, la iniciativa de Ley de Ingresos y la propuesta de Presupuesto de Egresos de la Federación. Tras esta acción, la Cámara de Diputados (con facultad exclusiva de aprobar el Presupuesto de Egresos) y el Congreso de la Unión (ambas Cámaras aprueban la Ley de Ingresos) deberán aprobar el Paquete Económico a más tardar el próximo 31 de diciembre.

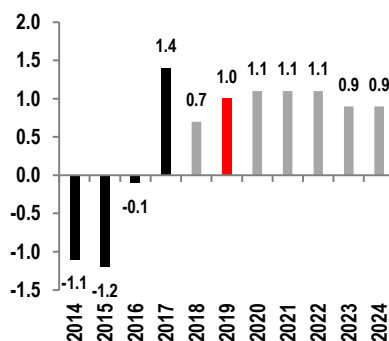
Un presupuesto fiscalmente responsable. En términos de los agregados más relevantes de finanzas públicas, consideramos que el presupuesto es fiscalmente responsable al no incrementar el déficit fiscal actual de 2.5% del PIB (ver gráfica izquierda, abajo), además de estimar una ligera reducción en los siguientes años para estabilizarse en 2.3% en el periodo 2022-2024. Adicionalmente, establece un objetivo para el balance primario de 1% del PIB en 2019, por encima del 0.7% esperado para este año (ver gráfica abajo, en medio), además de un superávit para en cada uno de los próximos años de esta administración.

Estas cifras se encuentran en línea con los compromisos que ya había mencionado el presidente Andrés Manuel López Obrador en el pasado. Como resultado de lo anterior, el documento establece que podrá alcanzarse una estabilización y reducción gradual de la deuda gubernamental, con el Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público (SHRFSP), la medida más amplia de la deuda, a 45.3% del PIB al cierre de 2019 (mismo nivel al estimado para el cierre de este año), con una caída gradual hacia 44.9% al cierre de 2024 (ver gráfica abajo, derecha).

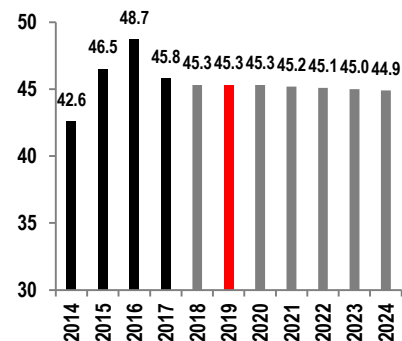
Déficit público*
% del PIB



Déficit excluyendo pagos de deuda*
% del PIB



Deuda gubernamental
% del PIB



Fuente: CGPE 2019, SHCP. * Requerimientos financieros del sector público

Fuente: CGPE 2019, SHCP. * Balance primario

Fuente: CGPE 2019, SHCP. * Saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público

Presupuesto eficiente. En particular, el presupuesto busca mayor eficiencia a través de las siguientes medidas: (1) Eliminar gastos innecesarios; (2) reasignar presupuesto de partidas que eran utilizadas para un reparto discrecional; y (3) eliminar, fusionar o reducir programas que se consideran duplicados, que no cumplen con su propósito o ya lo cumplieron. Derivado de lo anterior, se contribuirá a financiar un mayor gasto en infraestructura y programas sociales prioritarios sin comprometer la disciplina fiscal. En este sentido, consideramos que el presupuesto es asequible y consistente con garantizar la estabilidad macroeconómica del país.

Supuestos macroeconómicos creíbles y en línea con el mercado. En nuestra opinión, los supuestos macroeconómicos que sirven de base para las estimaciones de los ingresos y gastos del gobierno, son creíbles y realistas (ver tabla, abajo). En particular, destaca que la mayoría de estos se encuentran muy en línea con el consenso de analistas económicos y del mercado. Además, el presupuesto reconoce explícitamente la posibilidad de una desaceleración global, asegurando que la debilidad en los fundamentos macroeconómicos de algunas economías tanto desarrolladas como emergentes, el incremento de la volatilidad y la materialización e interacción de los riesgos existentes podría complicar el desempeño económico de este conjunto de economías. También toma en consideración el proceso de normalización monetaria en EE.UU. y el escalamiento de tensiones comerciales y geopolíticas como factores de riesgo relevantes.

En específico, creemos que los supuestos son creíbles y realistas, lo que a su vez es positivo. Entre ellos, la proyección de crecimiento del PIB de 2% (Banorte: 1.8%), con un rango entre 1.5-2.5%. La inflación proyectada es de 3.4% (Banorte: 3.5%) y la tasa de interés de Cetes de 28 días se ubica en 8.3% (Banorte: 8.3%), lo que implica un alza más de la tasa de referencia por Banco de México este año, en línea con nuestro pronóstico y el consenso. Por su parte, se estima un precio promedio de la mezcla mexicana de petróleo en US\$/bbl 55.0 (actual: 51.83; promedio doce meses: 62.28) y una plataforma de producción promedio de 1,847 miles de barriles diarios (promedio últimos doce meses: 1,854 miles). Cabe señalar también que aunque no se ha publicado nada al respecto, consideramos que el gobierno federal ya llevó a cabo la cobertura del precio del petróleo para 2019.

Por último, nos parece conservador el estimado del tipo de cambio en 20.00 pesos por dólar, con el consenso en 20.59 por dólar para el cierre de 2019 de acuerdo con la encuesta de expectativas de Banxico, y con nuestro pronóstico de USD/MXN 22.50. En este sentido, el estimado es conservador al considerar que una depreciación del peso mexicano tiene un efecto positivo en los ingresos fiscales netos ya que el incremento en los ingresos por concepto de exportaciones petroleras es mayor que el aumento por el pago del servicio de la deuda externa. En particular, la SHCP estima que una depreciación del peso frente al dólar de 10 centavos tiene un impacto positivo en los ingresos netos de 2,807.7 millones de pesos, lo que equivale a 0.01% del PIB. Esta sensibilidad es muy similar al 0.015% de los pre-criterios de política económica 2019, publicados en marzo pasado.

Principales variables del marco macroeconómico 2019

	CGPE	Pre-criterios	Banorte	Consenso
PIB (% anual real)	1.5 - 2.5	2.5 - 3.5	--	--
Estimado puntual	2.0	--	1.8	1.8
Inflación (% anual)	3.4	3.0	3.5	3.9
Tipo de cambio (pesos por dólar)				
Promedio	20.0	18.4	21.54	--
Fin de periodo	20.0	18.4	22.50	20.59
Tasa de interés (Cetes 28 días, %)				
Promedio	8.3	7.1	8.25	--
Fin de periodo	8.3	6.8	8.25	8.12
Cuenta corriente				
Miles de millones de dólares	-27.3	-25.8	-20.8	-23.3
% del PIB	-2.2	-1.9	--	--
Petróleo				
Precio promedio (dólares por barril)	55.0	51.0	--	--
Producción (miles de barriles diarios)	1,847.0	2,035.0	--	--

Fuente: CGPE 2019, SHCP; Encuesta Banxico, Banorte

Dentro de los riesgos para el escenario destaca la mención de una posibilidad de una desaceleración del crecimiento global, debilidad de los fundamentos macroeconómicos en algunas economías tanto avanzadas como emergentes lo cual podría resultar en volatilidad en los mercados, la normalización de la política monetaria en EE.UU., y tensiones comerciales y geopolíticas.

Propuesta de Paquete Económico 2019

miles de millones de pesos; % del PIB; % anual real

	Miles de millones de pesos corrientes		% del PIB		% anual real
	2019	2018*	2019	2018*	
Balance económico	-503.8	-466.7	-2.0	-2.0	3.9
<i>Sin inversión hasta 2% del PIB</i>	0.0	0.0	0.0	0.0	--
Balance presupuestario	-503.8	-466.7	-2.0	-2.0	3.9
<i>Ingresos presupuestarios</i>	5,274.4	5,016.0	21.1	21.7	-0.5
Petroleros	1,045.0	996.0	4.2	4.2	1.0
No petroleros	4,229.5	4,110.0	17.0	17.5	-0.9
Gobierno Federal	3,407.9	3,296.6	13.7	14.0	-0.5
Tributarios	3,287.6	3,048.4	13.2	12.9	3.8
No tributarios	120.3	248.2	0.5	1.1	-53.3
Organismos y empresas (IMSS, ISSSTE y CFE)	821.5	813.4	3.3	3.5	-2.8
<i>Gasto neto pagado</i>	5,778.3	5,572.7	23.2	23.7	-0.2
Programable pagado	4,086.7	4,030.5	16.4	17.1	-2.4
No programable	1,691.6	1,542.2	6.8	6.5	5.6
Costo financiero	749.1	630.3	3.0	2.7	14.4
Participaciones	914.5	848.8	3.7	3.6	3.7
Adefas	28.0	63.1	0.1	0.3	-57.2
Superávit económico primario	245.7	164.1	1.0	0.7	44.2

Fuente: CGPE 2019, SHCP. *Nota: Se utilizan los valores estimados para el cierre de 2018

Sin nuevos impuestos, pero con estímulos en la frontera norte y modificación a la política del IEPS a gasolinas. En la primera mitad de la administración no se propone la creación de impuestos nuevos ni el incremento en tasas de los impuestos vigentes. Adicionalmente, se buscará fortalecer la recaudación a través de una mayor eficiencia y reducir los espacios regulatorios que permitan esquemas de elusión y evasión fiscal. En términos de la Ley de Ingresos (LIF) de 2019, los ingresos presupuestarios son de 5,274.4mdp, un aumento de 6.4% en términos reales respecto a lo que se aprobó en la LIF 2018, pero 0.5% menor al pronóstico de ingresos actuales obtenidos en el año fiscal.

En este sentido, el Gobierno Federal toma en cuenta que, al cierre de noviembre de 2018, los ingresos durante el año podrían ser 327.7mmp más elevados que lo considerado en la LIF 2018, lo que representa 1.4% del PIB. Esta diferencia se debe en gran medida a: (1) Ingresos petroleros estimados 0.5% más altos como proporción del PIB; (2) recaudación tributaria superior en 0.4% del PIB.

Por su parte, la reducción de 0.5% del PIB en los ingresos presupuestarios respecto al estimado de ingresos efectivamente obtenidos en 2018 se debe a la eliminación de ingresos de carácter no recurrente por 60mmp que no se tienen contemplados para 2019, tales como ingresos por renovación de concesiones de radio y televisión, privatizaciones, garantías del gobierno federal, entre otros. Por otra parte, la mayor recaudación esperada se debe principalmente a la corrección del sesgo de estimación (a la baja) en los ingresos presupuestales que se ha venido dando desde 2003, y se en los últimos años se ha acentuado marcadamente. En este sentido, el documento asegura que en promedio, de 2013 a 2017 los ingresos tributarios (excluyendo IEPS de gasolina y diésel) superaron lo establecido en la LIF de cada año en 6.6%, mientras que en los años más recientes (2015-2017), el diferencial promedio aumentó a 9.4%.

Por tipo, se estima un aumento de 3.8% real en los ingresos tributarios (incluyendo IEPS de gasolinas), en parte por el efecto neto del costo fiscal de los beneficios de la frontera norte (ver abajo) y ganancias en eficiencias. En los ingresos no tributarios se espera una caída de 53.3% en términos reales, prácticamente en su totalidad debido a menores ingresos no recurrentes y la expectativa de que no habrá fuentes importantes de este tipo de recursos.

Adicionalmente, en términos de ingresos destacan dos temas:

(1) *Estímulo fiscal focalizado en la franja fronteriza norte.* El objetivo de esta medida es impulsar la demanda agregada y la inversión, sobre todo en aquéllos municipios que han enfrentado choques negativos, incluidos: (a) El impacto de la entrada de China como competidor comercial relevante en la industria manufacturera; (2) el incremento de la violencia y el crimen organizado; y (3) choques exógenos al mercado laboral debido a mayor migración. El estímulo consistirá en una tasa de IVA reducida de 16% a 8% y una reducción de un tercio del Impuesto sobre la Renta (ISR) a personas morales y físicas con actividad empresarial. De acuerdo con el documento, el impacto en términos de recaudación sería de 19.6mmp en el caso del IVA y de 22.6mmp en el ISR, para un total de 42.2mmp, con condiciones estrictas para ser receptores del estímulo para evitar efectos indirectos y abusos por parte de los contribuyentes.

(2) *Política de precios de la gasolina.* Durante 2019 se aplicará un mecanismo para suavizar los precios a fin de mantenerlos constantes en términos reales. A pesar de que la política de precios no es totalmente explícita, esto “suena” muy similar a lo que se hizo por muchos años de incrementar el precio de la gasolina una vez al mes en el porcentaje tal que al final de año se observara un incremento anual del objetivo del Banco de México de 3%. En este sentido, se estiman los ingresos por IEPS de gasolinas por 269.3mmp, un aumento de 41.1% respecto al ingreso estimado actual de 190.9mmp durante 2018, y de +0.3% en comparación con el contemplado en la LIF 2018.

El Presupuesto de Egresos refleja las principales promesas de campaña. El gasto neto pagado para 2019 se ubicará en 5,778.3mmp, lo que representa una reducción de 0.2% en términos reales en comparación con la estimación del 2018. Al interior destaca la reducción de 2.4% en el componente programable, derivado principalmente de fuertes reducciones en los poderes y entes autónomos (-17.7%). El ramo administrativo presentaría un incremento de 4.3%. Sin embargo, dentro de éste existe una reestructura significativa, la cual refleja los compromisos de campaña del presidente. En este contexto, se aumentan fuertemente los recursos para la Secretaría del Trabajo y Previsión Social (+932%), Energía (961.3%), Turismo (116%) y Bienestar (40.8%). Por el contrario, se reducen en la CNH (-30.3%), Agricultura y Desarrollo Rural (-28.5%) y Función Pública (-27.1%). Por su parte, se presupuestó un gasto 11.1% mayor para las empresas productivas del estado, con la mayor alza en Pemex (14.1%) que CFE (8.0%). Finalmente, el costo financiero de la deuda se incrementaría 14.4% a 749.1mmp, reflejando una mayor tasa de interés, así como el nivel esperado del tipo de cambio.

Se destinarán 251.6mmp a 18 proyectos prioritarios del Gobierno Federal. Muchos de estos proyectos se encontraban en la encuesta ciudadana que se llevó a cabo el pasado 24 y 25 de noviembre (referirse a la siguiente tabla). Dentro de estos proyectos, el que más recursos recibirá es el de pensiones para adultos mayores, seguido del programa *Jóvenes construyendo el futuro*. En total, el gasto en estos proyectos equivale a cerca de 1% del PIB.

Proyectos prioritarios del sector central

miles de millones de pesos

Proyecto	Monto en el PPEF 2019
<i>Total</i>	251.6
Tren Maya	6.0
Corredor Transistmico	0.9
Caminos rurales	2.5
Modernización y rehabilitación de la infraestructura aeroportuaria y de conectividad	18.0
Internet para todos	0.6
Colonias marginadas	8.0
Plan de reconstrucción	8.0
Sembrando vida	15.0
Pensión para el bienestar permanente de las personas con discapacidad	7.0
Pensión para el bienestar de las personas adultas mayores	100.0
Beca universal para estudiantes de educación media superior Benito Juárez	17.3
Universidades para el bienestar Benito Juárez García	1.0
Jóvenes construyendo el futuro	44.3
Crédito ganadero a la palabra	4.0
Fertilizantes	1.0
Precios de garantía a productos alimentarios básicos	6.0
Producción para el bienestar	9.0
Apoyo a PYMES	3.0

Fuente: CGPE 2019, SHCP

Incremento en las asignaciones a entidades federativas, eliminando riesgos en presupuestos locales. Las asignaciones a los estados presentarían un incremento de 2.1% anual real en comparación con el presupuesto del año anterior (referirse a la siguiente tabla). Si bien el aumento estaría concentrado en mayores participaciones (+8.4%), las aportaciones también aumentarían (+2.4%). En este sentido, estas adecuaciones deberían permitir a los estados y municipios hacer frente a sus obligaciones presupuestarias.

Asignaciones federales a las entidades federativas

miles de millones de pesos constantes (2019), % anual real

	PPEF 2019	PEF 2018	% anual real
Total	1,897.7	1,858.5	2.1
Participaciones	914.5	843.3	8.4
Aportaciones	788.1	769.7	2.4
Otros conceptos	195.1	245.6	-20.5

Fuente: CGPE 2019, SHCP

A pesar de ser una propuesta fiscalmente responsable, vemos algunos riesgos. En particular destacan cuatro puntos dentro de las estimaciones de la SHCP, las cuales son:

(1) *El monto estimado sobre la reducción de impuestos en la zona fronteriza del norte del país.* Considerando la propuesta de reducir el IVA de 16% a 8% y bajar el ISR a un tercio de lo que se tiene actualmente, el Secretario de Hacienda, Carlos Urzúa, así como el documento de CGPE, comentan que la pérdida esperada podría ser de alrededor de 40mmp. Por otra parte, nuestra estimación apunta a una disminución en los ingresos de alrededor de 90mmp. Sin embargo, a pesar de la diferencia, tanto el presidente como su equipo han mencionado en repetidas ocasiones que se harán los ajustes necesarios durante el proceso para que las cuentas cuadren al final del año.

(2) *No se establecieron reservas en el presupuesto para pagos potenciales derivados de la cancelación del NAICM.* Explícitamente no encontramos algún rubro donde se asignen recursos para pagos del NAICM, aunque algunos de estos podrían ubicarse dentro del monto asignado para la modernización aeroportuaria como parte de los proyectos prioritarios. Adicionalmente, en discursos, entrevistas y pláticas con inversionistas, el equipo de la SHCP ha comentado que utilizarán los propios fondos del Grupo Aeroportuario de la Ciudad de México, por lo que consideramos que en el corto plazo esto no es un riesgo relevante.

(3) *Retos para la política de gasolinas ante cambios en el escenario.* Tomando en cuenta que una buena parte de la gasolina que se consume en nuestro país es importada, consideramos que los riesgos provendrían de un aumento en los precios internacionales del combustible, así como una depreciación del peso frente al dólar. No obstante, esta política es algo con lo que México vivió durante muchos años y aprendió a lidiar con ella, por lo cual no la vemos como una fuente de fuerte preocupación.

(4) *Una posible sobreestimación de la producción petrolera.* Se calcula que la producción petrolera durante el año será de 1,847 miles de barriles diarios (mbd), lo cual representó una baja con respecto al pronóstico de la SHCP de marzo, donde se pronosticaba un monto de 2,035mbd. A pesar de la revisión a la baja, creemos que el estimado podría seguir siendo alto, particularmente considerando que el promedio de producción de los últimos doce meses es de 1,854mbd mientras que, en el último dato -correspondiente a octubre de 2018-, sólo se registró una producción de 1,763mbd. Sin embargo, creemos que el plan de hidrocarburos que se presentó generará confianza dada la continuación de los *farmouts* y el respeto a los contratos ya licitados, a pesar de que las rondas estarán suspendidas.

Consideramos que el mercado tendrá una reacción positiva. En particular, hemos notado mucho resquemor entre los principales participantes de los mercados financieros globales, que invierten en México, a raíz de la cancelación del NAICM y un sentimiento generalizado de que era muy difícil “cuadrar” el gasto de los programas sociales, sin un incremento del déficit. Con esta propuesta de paquete económico, consideramos que el presidente cumple con su palabra de ser fiscalmente responsable, lo cual pensamos que debe generar confianza. Asimismo, continúan los *farmouts* para Pemex y se que se ha reiterado que respetarán los contratos que se otorgaron en el marco de la reforma energética, a pesar de que las rondas están suspendidas. Hacia delante, estaremos muy atentos al proceso de aprobación legislativa del presupuesto, esperando que continúe en línea con esta muestra firme de responsabilidad fiscal.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Marissa Garza Ostos, Víctor Hugo Cortes Castro, José Itzamna Espitia Hernández, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Valentín III Mendoza Balderas, Santiago Leal Singer, Francisco José Flores Serrano, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Francisco Duarte Alcocer, Jorge Antonio Izquierdo Lobato y Leslie Thalía Orozco Vélez, 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 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, 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, 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
COMPRA	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Quando 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
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector Economía Nacional	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Francisco José Flores Serrano	Gerente Economía Nacional	francisco.flores.serrano@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
Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Leslie Thalía Orozco Vélez	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.rozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698

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
José Itzamna Espitia Hernández	Aerolíneas / Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes / Bienes Raíces / Comerciales / Consumo Discrecional	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Francisco Duarte Alcocer	Analista	francisco.duarte.alcocer@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
Jorge Antonio Izquierdo Lobato	Analista	jorge.izquierdo.lobato@banorte.com	(55) 1670 - 1746
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@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	Subdirector Deuda Corporativa	hugoa.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Analista Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@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	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454