

Continúa responsabilidad fiscal en 2020, con algo de optimismo en los supuestos

9 de septiembre 2019

www.banorte.com
@analisis_fundam

Banorte Análisis y Estrategia
analisisyestrategia@banorte.com
www.banorte.com
@analisis_fundam

- El Secretario de Hacienda, Arturo Herrera, entregó a la Cámara de Diputados el *Paquete Económico 2020*
- El paquete incluye la propuesta para los *Criterios Generales de Política Económica*, la *Ley de Ingresos* y el *Presupuesto de Egresos*
- En nuestra opinión, la mayoría de los estimados macroeconómicos son realistas, ubicándose cercanos a las expectativas de los mercados, particularmente los relacionados con inflación, tasas y tipo de cambio
- No obstante, los relacionados al crecimiento y a la producción petrolera están por encima del consenso de mercado
- Para 2019, el gobierno federal mantuvo su objetivo de superávit primario en 1%, mientras que incrementaron el déficit en los RFSP a 2.7% desde 2.5% previo. Para 2020, estos conceptos se esperan en 0.7% y 2.1%, respectivamente
- Destacamos también el anuncio de que este año se utilizarán 129.6mmp del *Fondo de Estabilización de los Ingresos Presupuestarios* (FEIP) ante la proyección de menores ingresos a lo aprobado para no tener que sacrificar los niveles de gasto público
- En términos de ingresos, no se espera un avance en términos reales relativo a los últimos estimados para 2019. Al interior, destacamos el incremento esperado de 4.5% en los ingresos petroleros, mientras que los tributarios no petroleros aumentarían 3.7%
- En cuanto a los egresos, el gasto neto pagado aumentaría 0.9% real anual, integrado por un avance de 0.8% en el gasto programable y costos financieros cayendo 1.2%
- En conclusión, consideramos que el presupuesto presentado refuerza el compromiso con finanzas públicas sanas, reconociendo un entorno más retador
- Adicionalmente, vemos como positivos los esfuerzos para mejorar la recaudación, ya que es una de las mayores áreas de oportunidad para nuestro país

El Secretaria de Hacienda entregó el *Paquete Económico 2020* a la Cámara de Diputados. Ayer por la tarde, el Secretario de Hacienda, Arturo Herrera, entregó a la Cámara de Diputados el *Paquete Económico 2020*, que incluye los Criterios Generales de Política Económica (CGPE), la iniciativa de Ley de Ingresos (LIF2019) y la propuesta de Presupuesto de Egresos de la Federación. Tras esta acción, La Cámara de Diputados y de Senadores tienen que aprobar la Ley de Ingresos a más tardar el 20 de octubre y el 31 de octubre, respectivamente; por su parte, el Presupuesto de Egresos debe ser aprobado únicamente por la Cámara de Diputados a más tardar el 15 de noviembre.

Documento destinado al público en general

Fechas límite para el Paquete Económico 2020

Fecha límite	
8 de septiembre	Entrega de Paquete Económico
20 de octubre	Fecha límite para la aprobación de la Ley de Ingresos por parte de la Cámara de Diputados
31 de octubre	Fecha límite para la aprobación de la Ley de Ingresos por parte del Senado
15 de noviembre	Fecha límite para la aprobación del Presupuesto de Egresos por parte de la Cámara de Diputados

Fuente: CGPE 2020, SHCP

Actualización de supuestos para reflejar un entorno más retador.

Destacamos los siguientes puntos de los documentos presentados: (1) La reducción del rango de pronóstico del PIB para este año a 0.6-1.2% (punto medio: 0.9%), desde el 1.1-2.1% en los *Pre-criterios de Política Económica* publicado en abril, además de una ligera alza a 1.5-2.5% para 2020 (anterior: 1.4-2.4%); (2) un menor estimado del precio de la mezcla mexicana de petróleo a US\$/bbl 49 desde 55 previo para 2020, mientras que para 2019 fue más moderada al ubicarse en US\$/bbl 55 desde 57 anterior; (4) revisiones mixtas para la producción petrolera, con menores expectativas para 2019 (actual: 1,727mbd; previo: 1,783mbd), pero un ajuste al alza para 2020 (actual: 1,951mbd; previo: 1,916mbd), incorporando ahora estimados de producción del sector privado; (4) la propuesta de utilizar 129.6mmp del FEIP durante el resto de 2019, compensando por lo que hubieran sido menores ingresos tributarios relativo al presupuesto aprobado; (5) el objetivo de superávit primario de 1.0% del PIB para 2019 se mantuvo sin cambios, mientras que para 2020 se redujo de 1.3% a 0.7%, lo que nos parece realista; (6) el déficit de los *Requerimientos Financieros del Sector Público* (RFSP) aumentan a 2.7% del PIB este año y a 2.6% en 2020; y (7) como resultado, el saldo histórico de los RFSP (SHRFSP) se mantienen en 45.3% del PIB este año, en línea con lo aprobado, mientras que para 2020 se incrementan en 50pb relativo a los *Pre-criterios*, al ubicarse en 45.6% del PIB.

En nuestra opinión, la mayoría de los estimados macroeconómicos y objetivos planteados son realistas y confirman el compromiso del gobierno federal con finanzas públicas sanas. Sin embargo, ante un entorno global y local complejo, será necesario monitorear algunos riesgos. Entre ellos, consideramos que el estimado de crecimiento para el próximo año es relativamente elevado vs. la expectativa del mercado. Adicionalmente, la producción petrolera podría seguir siendo muy optimista, lo que podría tener un impacto adicional en los ingresos petroleros. En específico, el estimado para 2020 considera el pronóstico de producción de 1,866 miles de barriles diarios considerados en el plan de negocios de Pemex, con los 85 mil barriles diarios restantes provenientes de agentes privados (contratos de licencia, producción compartida y *farm-outs* existentes, entre otros). No se presentaron detalles adicionales sobre las condiciones de las coberturas petroleras para el próximo año, aunque la SHCP mencionó en el documento que tienen planean seguir utilizándolas como una herramienta clave para proteger los ingresos. En este sentido, cabe mencionar que el precio de la mezcla mexicana al cierre del viernes pasado se ubicó en US\$/bbl 57.13, 16.6% por encima de la propuesta de US\$/bbl 49 para el próximo año.

Si bien esto otorga cierto espacio de maniobra para la compra de las coberturas, será necesario ver los detalles finales y su potencial diferencia con lo propuesto.

Por último, destacamos el aumento de los RFSP y el saldo histórico de estos (ver gráficas abajo), lo que creemos que es más realista dada la actualización al marco macroeconómico y los riesgos arriba mencionados, a pesar de que implica un aumento en la deuda total como porcentaje del PIB para ambos años, lo que podría ser un factor de riesgo adicional para la calificación crediticia.

Supuestos en su mayoría creíbles para 2020. Como fue mencionado, creemos que los estimados macroeconómicos para el próximo año son realistas y asequibles. En particular, destacamos que las proyecciones de tipo de cambio y tasas de interés se encuentran mayormente en línea con el consenso mercado. Por su parte, el pronóstico de inflación está incluso un poco por debajo, aunque en línea con el objetivo de Banxico. Del lado contrario y como ya fue mencionado, el rango proyectado para el PIB es más optimista, lo que podría ser un factor de riesgo adicional para los ingresos tributarios no petroleros. Adicionalmente, vemos el aumento estimado en la producción de petróleo como asequible dado el plan de negocios de Pemex, creemos que los participantes del mercado podrían ser más escépticos de este pronóstico. En términos del precio del petróleo, vemos como positivo que el nivel estimado esté significativamente por debajo del actual ante la posibilidad de una desaceleración global y favorece los márgenes para la compra de instrumentos de cobertura.

Principales variables del marco macroeconómico 2019-2020

	2019				2020		
	CGPE (sep'19)	Pre-criterios (abr'19)	Aprobado (dic'18)	Consenso*	CGPE (sep'19)	Pre-criterios (abr'19)	Consenso*
PIB (% anual)							
Rango	0.6 - 1.2	1.1 - 2.1	1.5 - 2.5	0.1 - 0.9	1.5 - 2.5	1.4 - 2.4	0.8 - 2.2
Punto medio	0.9	1.6	2.0	0.5	2.0	1.9	1.4
Inflación (%)							
diciembre / diciembre	3.2	3.4	3.4	3.4	3.0	3.0	3.6
Tipo de cambio peso-dólar							
Fin de periodo	19.8	19.9	20.0	19.8	20.0	20.1	20.3
Promedio	19.4	19.5	20.0	--	19.9	20.0	--
Tasa de interés (Cetes 28 días)							
% nominal, fin de periodo	7.8	8.0	8.3	7.7	7.1	7.6	7.3
% nominal, promedio	8.0	8.0	8.3	--	7.4	7.8	--
Cuenta corriente							
% del PIB	-1.8	-1.8	-2.2	--	-1.8	-2.0	--
Balance fiscal (% del PIB)							
RFSP**	-2.7	-2.5	-2.5	-2.5	-2.6	-2.1	-2.8
Balance público							
Con inversiones de alto impacto	-1.9	-2.0	-2.0	-2.2	-2.1	-1.6	-2.4
Sin inversiones de alto impacto	0.1	0.0	0.0	--	-0.1	0.0	--
Balance Primario	1.0	1.0	1.0	--	0.7	1.3	--
SHRFSP***	45.3	45.1	45.3	--	45.6	45.1	--
Mezcla mexicana de petróleo							
Precio (promedio, US\$/bbl)	55	57	55	--	49	55	--
Producción (promedio, mbd)	1,727	1,783	1,847	--	1,951	1,916	--
Exportaciones (promedio, mbd)	1,115	1,008	1,016	--	1,134	1,085	--

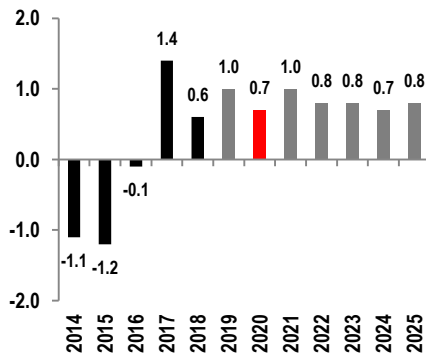
*De acuerdo con la última encuesta de Banxico

** Requerimientos Financieros del Sector Público

*** Saldos histórico de los RFSP, que es la medida más amplia de la deuda pública

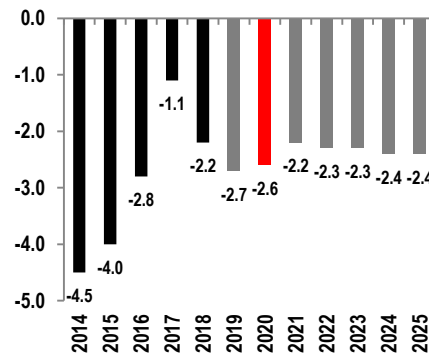
Fuente: CGPE 2020, SHCP; Encuesta Banxico, Banorte

Balance primario*
% del PIB



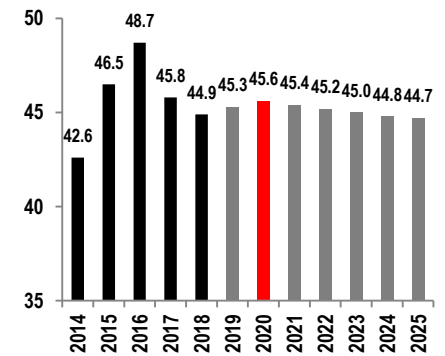
Fuente: CGPE 2020, SHCP.

Déficit público*
% del PIB



Fuente: CGPE 2020, SHCP. * Requerimientos Financieros del Sector Público

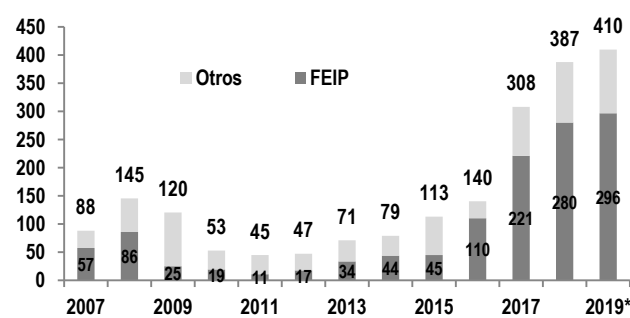
Deuda gubernamental
% del PIB



Fuente: CGPE 2020, SHCP. * Saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público

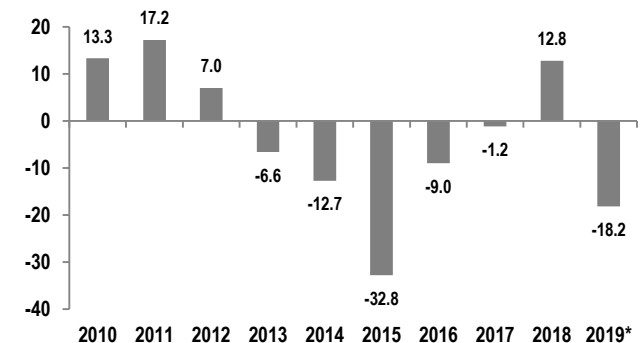
Uso del FEIP. Como ya había sido adelantado por algunos funcionarios, el gobierno pretende utilizar 129.6mmp del FEIP para compensar por menores ingresos a los previstos en 2019. Cabe mencionar que este monto representa 43.7% de todos los recursos disponibles en este fondo (ver gráfica abajo, izquierda) y es equivalente a 0.5% del PIB. En particular, el estimado de ingresos totales para 2019 (ya utilizando el FEIP) se ubica en 5,323.7mmp, lo que es 25.6mmp mayor a lo aprobado. En este contexto, durante los primeros siete meses del año, el faltante fue de 89.4mmp, integrados por: (1) Menores ingresos petroleros a lo esperado por 122.3mmp, cayendo 18.2% anual en términos reales (gráfica abajo, derecha); y (2) mayores ingresos no petroleros por 32.9mmp. El gasto público quedó prácticamente sin cambios, por lo que el Gobierno Federal estima un faltante adicional en lo que resta del año de 14.6mmp. En este sentido, cabe resaltar que ante la falta de aumento en el gasto, estos recursos no son considerados como un estímulo fiscal a la economía.

Recursos en los Fondos de Estabilización
mmp



* Todas las cifras son para el cierre de año con excepción de 2019 que es al mes de junio
Fuente: SHCP

Ingresos petroleros*
% anual, en términos reales



* Cifras para todo el año con excepción de 2019, que es el acumulado de enero-julio
Fuente: SHCP

Ingresos virtualmente sin cambios en términos reales respecto a 2019. La LIF2019 contempla un estimado de ingresos totales por 5,511.9mmp, sin creación de nuevos impuestos o cambios a las principales tasas impositivas vigentes. Para 2020, continuarán vigentes los estímulos fiscales en la franja fronteriza norte, con una tasa de IVA reducida a 8% y del ISR a 20%. Por tipo, se anticipa un avance de 4.5% anual real en los ingresos petroleros, producto principalmente de un incremento esperado de 13% en la plataforma de producción petrolera más (ya que el precio estimado es menor que este año). Los ingresos no petroleros caerían 1.0%, explicado en mayor parte por un efecto de base adverso en los ingresos no petroleros no tributarios, ya que el uso del FEIP este año está contemplado en este rubro. Adicionalmente, los ingresos tributarios avanzarían 3.7% derivado en buena medida de nuevas políticas para hacer más eficiente la recaudación.

Medidas para incrementar la recaudación fiscal

- (1) Eliminación de la condonación de impuestos
 - (2) Incremento de sanciones y percepción de riesgo
 - (3) Pago de ISR por ingresos de arrendamiento
 - (4) Retención del IVA a la subcontratación laboral
 - (5) Mejorar la recaudación de empresas relacionadas con la economía digital
 - (6) Facilidades administrativas para vendedores independientes
 - (7) Incentivos fiscales a ejidos y comunidades
 - (8) Actualización de la tasa de retención de intereses
-

Fuente: CGPE 2020, SHCP

De hecho, el Gobierno Federal propone ocho acciones:

- (1) Eliminación de la condonación de impuestos. Desde mayo pasado, el gobierno federal, a través de decretos presidenciales u otros medios legales, se comprometió a no otorgar condonaciones o eximir, total o parcialmente, el pago de impuestos a contribuyentes y/o deudores;
- (2) Incremento de sanciones y percepción de riesgo. El gobierno combatirá el fraude fiscal y la emisión de facturas falsas clasificándolas como delito grave y delincuencia organizada, en el mismo orden. En específico, estima que a más tardar en enero 2020 los cambios legislativos requeridos sean aprobados. El objetivo principal es aumentar tanto la percepción de riesgo – en términos de la probabilidad de ser detectado– además de las sanciones en caso de ser declarado culpable;
- (3) ISR por arrendamiento. Esta medida intentará proveer de incentivos a los arrendadores a emitir facturas al arrendatario. Esto se hará a través de establecer que en los juicios de arrendamiento de inmuebles donde se obligue al arrendatario a realizar los pagos de rentas vencidas, el arrendador únicamente podrá reclamar el pago si emitió el CFDI correspondiente. La SHCP estima que la evasión de ISR por este concepto es de alrededor de 0.1% del PIB.
- (4) Retención del IVA a la subcontratación laboral. De acuerdo con la autoridad, los contratantes de estas empresas de servicios acreditan el IVA completo como un gasto, mientras empresas contratadas no cumplen con el entero de esta obligación. Por lo tanto, se propone obligar a las empresas contratantes de estos servicios de retener el IVA causado a las empresas contratadas. Este esquema sería similar al que se aplica a los trabajadores asalariados para el pago de sus contribuciones relacionadas con el ISR.

- (5) Mejorar la recaudación de empresas relacionadas con la economía digital. La SHCP no impondrá nuevos impuestos, sino que llevará a cabo una serie de medidas para mejorar el cumplimiento fiscal de empresas en este ámbito que no son residentes del país. Entre las acciones que se implementarán destacamos: (a) Registrarse en un padrón simplificado ante el SAT; (2) ofertar y cobrar en el precio de sus servicios el IVA; y (3) proveer información al SAT de cifras operativas; entre otras
- (6) Facilidades administrativas para vendedores independientes. El objetivo es facilitar el cumplimiento fiscal y reducir la carga administrativa a personas que realizar ventas al menudeo fuera de un local comercial, como pueden ser a través de una demostración o por ventas por catálogo. Se propone un esquema simplificado de retención del ISR, mismo que podía fomentar la formalidad y dotar de certidumbre tributaria a los vendedores independientes.
- (7) Incentivos fiscales a ejidos y comunidades. Se propone otorgar un tratamiento preferencial que permita reducir la carga tributaria a personas morales de Derecho Agrario constituidas por ejidatarios y comuneros. La medida incentivaría las actividades agrícolas, ganaderas, silvícolas o pesqueras.
- (8) Actualización de la tasa de retención de intereses. Se actualizó la tasa de retención provisional al capital que da lugar al pago de intereses de 1.04% a 1.45%. Esta tasa se basa en los rendimientos de los instrumentos financieros y la inflación observada.

Gasto público aumentará más que los ingresos. Se estima un gasto total de 6,059mmp, lo que implica un crecimiento de 0.9% anual real. El 60.7% será gasto corriente, 22% en pensiones y 17.3% en inversión. En este contexto, el gasto programable aumentaría 0.8%, mientras que el no programable lo haría en 1.1%. Dentro del primero, comparado con el presupuesto aprobado para 2019 en términos nominales, las principales alzas se observarían en los organismos autónomos (6.1%) y entidades controladas por el gobierno (6.0%). Por el contrario, los ramos administrativos continuarían siendo el principal foco de las medidas de austeridad gubernamentales, cayendo 2.6%. Dentro de este componente notamos menores recursos en la siguientes Secretarías: Turismo (-44.7%), SEDATU (-43.7%) y la Oficina de Presidencia (-43.5%). No obstante, destacan los incrementos en Energía (72.0%), Función Pública (56.5%) y la Consejería Jurídica del Ejecutivo Federal (25.1%). Adicionalmente, el gasto en Pemex aumentaría 8.8%, además de que se incluirá una previsión presupuestal de 46.3mmp para una aportación patrimonial a la empresa, mientras que CFE aumentaría en 1.4%. Dentro del componente no programable, los costos financieros caerían 1.2% (relativo a los datos actualizados), mientras que las transferencias a los estados aumentarían 1.8%.

Propuesta de Paquete Económico 2020

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

	Miles de millones de pesos (nominal)		% del PIB		% anual real
	2020	2019*	2020	2019*	
Balance Económico	-547.1	-477.1	-2.1	-1.9	10.7
Sin inversión de alto impacto	-22.1	26.7	-0.1	0.1	--
Balance Presupuestario					
<i>Ingresos presupuestarios</i>	5,511.9	5,323.7	21.0	21.4	0.0
Petroleros	987.3	912.6	3.8	3.7	4.5
No petroleros	4,524.5	4,411.2	17.2	17.7	-1.0
Gobierno Federal	3,659.9	3,578.8	13.9	14.4	-1.3
Tributarios	3,499.4	3,257.2	13.3	13.1	3.7
No tributarios	160.5	321.6	0.6	1.3	-51.8
Organismos y empresas (IMSS, ISSSTE, CFE)	864.6	832.4	3.3	3.3	0.3
<i>Gasto neto pagado</i>	6,059.0	5,800.8	23.1	23.3	0.9
Programable pagado	4,357.9	4,176.1	16.6	16.8	0.8
No programable	1,701.1	1,624.8	6.5	6.5	1.1
Costo financiero	732.9	716.2	2.8	2.9	-1.2
Participaciones	944.3	895.7	3.6	3.6	1.8
ADEFAS	24.0	12.8	0.1	0.1	80.7
Superávit económico primario	186.2	239.6	0.7	1.0	-25.0

Fuente: CGPE 2020, SHCP. *Nota: Se utilizan los valores estimados para el cierre de 2019

Menores recursos para los estados, aunque aún en niveles saludables. Los recursos que serán otorgados a los estados caerán 0.5% anual nominal en comparación con el presupuesto aprobado de 2019. Si bien la baja estaría concentrada en menores participaciones (-0.9%), las aportaciones también caerían (-0.2%). Sin embargo, creemos que estas cifras reflejan el ajuste esperado en los ingresos fiscales, mismos que se encuentran en niveles saludables y permitirían a los estados y municipios a llevar a cabo su gasto de manera apropiada.

Asignaciones federales a las entidades federativas

miles de millones de pesos, % anual nominal

	PPEF 2020	PEF 2019	% anual nominal
Total	1,972.1	1,982.2	-0.5
Participaciones	944.3	952.6	-0.9
Aportaciones	816.7	818.0	-0.2
Otros conceptos	211.0	211.6	-0.2

Fuente: CGPE 2020, SHCP

En nuestra opinión, el presupuesto refuerza el compromiso del gobierno por mantener finanzas públicas sanas. Si bien el objetivo de superávit primario de 0.7% del PIB para 2020 es menor a lo que se había planteado inicialmente (+1.3% del PIB), mientras que ahora se espera un repunte marginal en el nivel de deuda como porcentaje del PIB en 2020 (45.6%), consideramos que estas revisiones responden a un escenario de finanzas públicas más congruente. En este sentido, también consideramos que los pronósticos de tipo de cambio, inflación, precio de petróleo y tasa de interés son realistas y se encuentran cercanos al consenso de mercado.

En el caso particular de la tasa de interés proyectada nos parece inclusive algo conservadora, lo cual es un atributo bueno cuando se hace un presupuesto. En el caso de los pronósticos del intervalo de crecimiento del PIB, así como de la producción petrolera –que sí se encuentran ligeramente por arriba del consenso–, compartimos el optimismo de SHCP en que hay factores internos y externos que potencialmente pueden mejorar la dinámica de crecimiento de nuestro país el año que entra, como sería el caso del efecto sustitución que estamos observando por la guerra comercial China-EE.UU., beneficiando a México, así como menor incertidumbre ante nuevas políticas gubernamentales y presiones inflacionarias. Asimismo, el pronóstico de producción petrolera incorpora la producción adicional que el sector privado proveerá el año que entra, lo que deja también un sentimiento positivo en torno a la política energética del gobierno.

Consideramos favorables las medidas propuestas para mejorar la eficiencia recaudatoria. La recaudación fiscal en México es relativamente baja –menor a 15% del PIB–, comparado con otros países emergentes. Mejorar la eficiencia recaudatoria puede permitir al gobierno incrementar los niveles de inversión en infraestructura y fortalecer los programas sociales, haciendo frente a los retos de mayor crecimiento económico y menor desigualdad.

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, Luis Leopoldo López Salinas, 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
Luis Leopoldo López Salinas	Analista Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
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.orozco.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
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	Gerente 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