

Paquete Económico 2021

Mensajes Importantes

- El paquete económico se integra por los Criterios Generales de Política Económica (CGPE), la Iniciativa de Ley de Ingresos (LI) y el Proyecto de Presupuesto de Egresos de la Federación (PPEF), que en conjunto definen los principales lineamientos de política fiscal para el año por iniciar.
- Los CGPE para 2021 parten de un marco macroeconómico muy optimista en algunos de los supuestos más relevantes, destacando las estimaciones para el crecimiento del PIB al cierre del 2020 (-8.0%) y para el 2021 (+4.6%), que contrastan con la expectativa promedio del mercado (-10.0% y +3.0%, respectivamente); y la plataforma de producción petrolera para el 2021, en 1.857 millones de barriles diarios, lo que luce fuera de alcance a la luz de la evolución demostrada por la producción en los últimos años.
- Este optimismo conlleva el riesgo de generar una sobre-estimación de los ingresos públicos, a partir de los cuales y en conjunto con las metas fiscales, se determina el nivel de gasto, que se distribuye de acuerdo a las prioridades que define el gobierno. Si los ingresos no crecen conforme a lo previsto, se tendría que recurrir a reducciones adicionales al gasto público o a un mayor endeudamiento.
- Se plantea mantener la disciplina en las finanzas públicas, poniendo como meta un balance primario para 2021 básicamente equilibrado (cercano a cero como porcentaje del PIB), y luego del notable repunte que tendrá la deuda pública como proporción del PIB (pasando de 45.5% en 2019 a un cierre estimado de 53.6% del PIB en 2020); se plantea una reducción a 52.4% del PIB para el 2021.
- El gobierno redobla la apuesta sobre su estrategia actual, canalizando más recursos a sus programas y proyectos estratégicos, esperando que con ello se logre la recuperación de la economía, los empleos y el avance en las metas sociales trazadas.
- La postura fiscal, a pesar de los esfuerzos e insistencia en mantener la disciplina, se está deteriorando, tanto por el crecimiento extraordinario que tuvo la deuda pública como proporción del PIB este año como la tendencia decreciente en el potencial de crecimiento de largo plazo del país.
- La posibilidad de una nueva baja en la calificación de la deuda soberana y de Pemex en los próximos 3 a 9 meses cobra relevancia, lo que tendría repercusiones sobre nuestros mercados financieros.

CONTACTO

Mario Correa

55.5123.2683

Director, Estudios Económicos

mcorrea@scotiabank.com.mx**Paulina Villanueva Cuevas, Especialista**

55.5123.6450

Estudios Económicos

pwillanuevac@scotiabank.com.mx**Miguel Angel Saldaña Blanco, Especialista**

55.5123.0000

Estudios Económicos

msaldanab@scotiabank.com.mx

Marco Macroeconómico nuevamente muy optimista

El punto de partida para la elaboración del presupuesto federal es el marco macroeconómico, que provee los supuestos y pronósticos a partir de los cuales se generan las estimaciones los diferentes rubros de ingresos del sector público, con lo que se determina el monto total de ingresos que se espera alcanzar y, acto seguido, el gasto total que sería compatible con las metas fiscales planteadas. En el cuadro adjunto puede verse el marco macroeconómico planteado en los Criterios Generales de Política Económica 2021 (CGPE21), incluyendo además entre paréntesis y en rojo, los pronósticos del promedio del mercado de la encuesta de expectativas de Banco de México más reciente.

El primer y más importante elemento del marco macroeconómico es el pronóstico de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB), que en el ejercicio presentado por Hacienda luce optimista cuando se contrasta con los pronósticos disponibles en el mercado, como puede verse en la gráfica adjunta, donde SHCP aparece en el extremo superior derecho del rango de pronósticos. El escenario de SHCP pronostica una caída de 8% en la actividad económica del 2020 y luego un crecimiento de 4.6% en el 2021. El promedio de los analistas del sector privado (en el cuadrado azul claro) se ubica en -9.9% para el 2020 y en 3.3% para el 2021. Nuestro pronóstico todavía vigente es -9.1% para 2020 y 3.0% para 2021. También en la gráfica se pueden ver los tres escenarios planteados por Banco de México, que van desde el escenario tipo V, en el extremo optimista, al escenario tipo U profunda, en el extremo pesimista. De la gráfica destaca la dispersión que hay en los pronósticos del mercado, inusualmente grande como era de esperarse ante un entorno tan incierto como el que enfrentamos. Para tener una idea de la magnitud de la diferencia, el PIB en pesos constantes del 2013 estimado por hacienda sería mayor en 369 mil millones al pronosticado por el promedio del mercado en el 2020, y en 282 mil millones para el 2021.

Hacienda fundamenta sus expectativas esperando que “el T-MEC potencie el sector integrado a la economía global y a la inversión estratégica en nuestro país, apalancado en políticas activas de atracción de empresas y mejora en el Estado de Derecho que significa la Reforma Laboral, entre otros avances; [y que] la inversión pública y privada en infraestructura impulsen la generación de empleos y tengan efectos de derrame sobre otros sectores; y el sector financiero continúe apoyando el flujo adecuado de recursos hacia hogares, empresas y proyectos productivos, ayudado por una política monetaria acomodaticia en México y el exterior.”

La inflación anticipada por Hacienda también es más optimista a la pronosticada por el mercado, y como es usual, toman como pronóstico la meta oficial de inflación de 3% para el 2021, cuando en el mercado se están observando algunas presiones en la dinámica de los precios. Hacienda espera también que las tasas de interés de corto plazo bajen a 4%, lo que va en línea con lo que esperan los mercados pero puede estar en duda, ya que el reciente repunte y tendencia al alza en la inflación pueden evitar que Banco de México vuelva a recortar su tasa de interés de referencia, y si ese es el caso, puede implicar un mayor costo financiero al que se propone en el Presupuesto de Egresos de la Federación de (PEF) 2021.

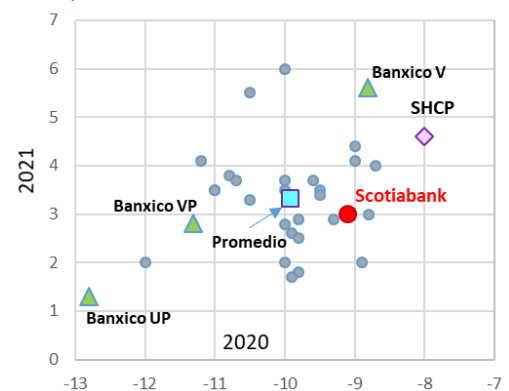
Para el precio de la mezcla mexicana de exportación se anticipa un nivel promedio de 42 dólares por barril, que luce muy en línea con lo que se percibe en las condiciones actuales. Los supuestos de producción petrolera, de 1.744 millones de barriles diarios (Mbd) promedio para 2020 y 1.857 Mbd para 20201, parecen demasiado optimistas a la luz de la evolución que ha mostrado recientemente y ante las dificultades que enfrenta PEMEX en su producción, con varios de los pozos previamente más productivos en franco declive. Esto puede implicar una sobre-estimación significativa de los ingresos de PEMEX, contribuyendo a exacerbar sus problemas financieros, y de los ingresos petroleros que recibe el gobierno federal.

Marco Macroeconómico 2020-2021

| | 2020 | | 2021 |
|---|-----------|--------------------|--------------------|
| | Aprobado | Estimado | |
| Producto Interno Bruto | | | |
| Rango de crecimiento % real | 1.5 - 2.5 | -10.0 a - 7.0 | 1.5 - 2.5 |
| Puntual | 2.0 | -8 (-10) | 4.6 (+3.0) |
| Nominal (MMp, puntual) | 26,254.1 | 23,094 | 24,983.9 |
| Deflactor del PIB | 3.6 | 3.6 | 3.4 |
| Inflación (%) | | | |
| Dic. / Dic. | 3.0 | 3.5 (3.8) | 3 (3.6) |
| Tipo de cambio nominal (pesos por dólar) | | | |
| Fin de periodo | 20.0 | 22.3 (22.6) | 21.9 (22.7) |
| Promedio | 19.9 | 22.0 | 22.1 |
| Tasa de interés (Cetes 28 días, %) | | | |
| Nominal fin de periodo | 7.1 | 4 (4.2) | 4 (4.2) |
| Nominal promedio | 7.4 | 5.3 | 4.0 |
| Petróleo | | | |
| Precio promedio (dólares / barril) | 49 | 35 | 42 |
| Plataforma de producción de crudo total (mbd) | 1,951 | 1,744 | 1,857 |

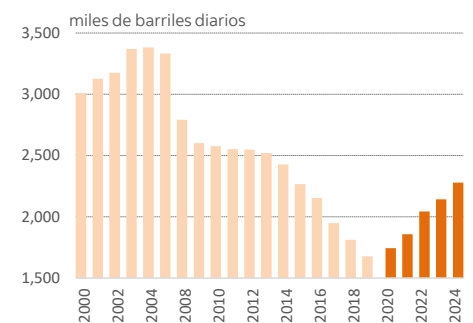
Fuente: SHCP, CGPE 2021. En paréntesis y en rojo se pone el pronóstico promedio reportado en la encuesta de expectativas de Banco de México del mes de agosto

Perspectivas de Crecimiento del PIB



Fuente: Encuesta quincenal de Citibanamex

Plataforma de Producción de Petróleo



* Estimaciones CGPE 2021 Fuente: SHCP, Pemex

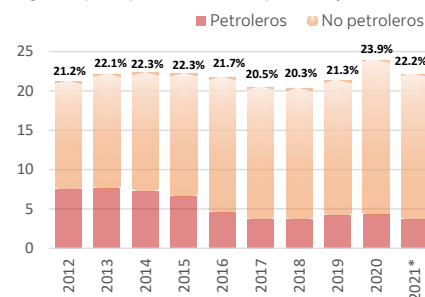
Entre las sorpresas destaca la restimación del cierre fiscal para el 2020, regresando el balance primario, que originalmente se había establecido en un superávit de 0.7% del PIB y luego se revisó en los llamados "Pre-Criterios" a un déficit de 0.4% del PIB, y recientemente a un déficit de 0.6%; a un superávit de 0.2% del PIB. También se revisan los estimados de déficit presupuestario, de 3.7% a 2.9% del PIB, los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) de un déficit de 5.4% a otro de 4.7% del PIB; y el saldo histórico de los RFSP de 55.4% a 54.7% del PIB. Hacienda explica esta revisión argumentando un mejor comportamiento de la economía esperado para la segunda parte del año y explicando que la recaudación en enero-agosto ha mostrado un desempeño mejor al previsto.

Hacienda estima ingresos presupuestarios por 5,539 millones de pesos (mp), que se obtendrán sin incorporar nuevos impuestos y como resultado de seguir avanzando "en la estrategia de fomentar mayor responsabilidad y equidad en el cumplimiento de las obligaciones fiscales por parte de los contribuyentes, así como recuperar los recursos que son legítima propiedad del Estado". Plantean también "aprovechar los recursos no renovables [...] y usar recursos que se han acumulado en el tiempo".

El incremento estimado de los ingresos descansa en la reactivación que esperan para la economía, pero también en seguir fortaleciendo lo que llaman la "eficiencia" en la recaudación, que en el 2020 ha rendido frutos al impedir una mayor caída en los ingresos tributarios. Hay que notar, sin embargo, que este efecto difícilmente se repetirá en el 2021.

En el cuadro adjunto se presenta la estimación de ingresos que proponen los CGPE21, con una recuperación significativa de los ingresos petroleros (+13% respecto al cierre estimado del 2020), mientras que los ingresos no petroleros se contraen 2.9% debido a la contracción del componente no tributario, que en el 2020 creció de forma desproporcionada por la utilización de los recursos de diversos fideicomisos gubernamentales. Hacienda estima una recaudación tributaria creciendo 5.7%.

Ingresos presupuestarios como porcentaje del PIB



*Estimado de CGPE 2021

Cabe notar que el optimismo del marco macroeconómico, en variables tan relevantes como el crecimiento del PIB y la plataforma de producción de petróleo, se transfieren a las estimaciones de ingresos públicos, lo que implica el riesgo de sobre estimación de los mismos y podría dar lugar a decisiones difíciles en el 2021, especialmente si se quiere evitar un mayor deterioro de la postura fiscal, como nuevos recortes al gasto público para no recurrir al endeudamiento. En la gráfica a la izquierda puede verse la evolución de los ingresos presupuestarios como proporción del PIB, destacando una menor proporción del componente petrolero a partir del 2016. Hay que notar que el repunte del 2020 se debe, en buena medida, a la contracción del PIB. La estimación para 2021 de los CGPE21 puede estar sobre-estimada por los ya comentado.

Por el lado del gasto, se plantea un total de 6,257 mp, que resulta superior en 122 mp y marginalmente superior en términos reales al estimado para el cierre del 2020. El gasto corriente se reduce en 1.7% real respecto al estimado de cierre del 2020, y Hacienda señala una reducción de 6.4% real en el gasto de operación respecto al PEF del 2020, habiendo trascendido previamente en los medios la eliminación de varias subsecretarías de la administración pública.

En el segundo cuadro de esta página pueden verse los ramos administrativos que ganan contra los que pierden en el presupuesto. Destaca en primer lugar la secretaría de turismo con el mayor incremento,

Finanzas Públicas 2020-2021 (Miles de millones de pesos)

| | 2020 | | | 2021 | Diferencias de 2021 vs 2020 | | | |
|--------------------------------------|----------------|----------------|----------------|---------------|-----------------------------|-------------|-------------------|-------|
| | Aprobado | | Estimado | | Absolutas (MMP) | | Var. % real anual | |
| | (1) | (2) | (3) | | (3-1) | (3-2) | (3/1) | (3/2) |
| Ingresos presupuestarios | 5,712.9 | 5,566.4 | 5,538.9 | -174.0 | -27.5 | -3.0 | -0.5 | |
| Petroleros | 1,021.2 | 828.8 | 936.8 | -84.4 | 108.0 | -8.3 | 13.0 | |
| No petroleros | 4,691.7 | 4,737.5 | 4,602.2 | -89.5 | -135.3 | -1.9 | -2.9 | |
| Gobierno Federal | 3,671.2 | 3,733.0 | 3,737.1 | 65.9 | 4.1 | -1.6 | -3.2 | |
| Tributarios | 3,626.2 | 3,343.1 | 3,533.0 | -93.2 | 189.9 | -2.6 | 5.7 | |
| Sin IEPS a combustibles | 3,272.4 | 3,041.2 | 3,041.2 | -231.2 | 0.0 | 1.8 | 3.0 | |
| IEPS a combustibles | 353.8 | 301.9 | 351.6 | -2.2 | 49.7 | -2.2 | 3.6 | |
| No tributarios | 171.2 | 518.0 | 160.5 | -10.7 | -357.5 | 19.3 | -60.6 | |
| Organismos y Empresas ^{1/} | 894.3 | 876.4 | 864.6 | -29.7 | -11.8 | -3.3 | 1.3 | |
| Gasto neto total^{2/} | 6,070.4 | 6,044.9 | 6,257.1 | 186.7 | 212.2 | -0.3 | 0.1 | |
| Programable | 4,370.1 | 4,473.7 | 4,579.7 | 209.7 | 106.1 | 1.3 | -1.0 | |
| Gasto corriente | 2,761.7 | 2,772.6 | 2,724.6 | -37.1 | -48.0 | -1.3 | -1.7 | |
| Gasto de capital | 785.9 | 787.7 | 829.4 | 43.5 | 41.7 | 5.5 | 5.3 | |
| Inversión física | 656.2 | 655.3 | 707.7 | 51.5 | 52.4 | 7.9 | 8.0 | |
| Otros | 21.7 | 21.9 | 14.4 | -7.3 | -7.5 | -0.7 | -3.0 | |
| No programable | 1,700.3 | 1,571.2 | 1,677.4 | -22.9 | 106.2 | -4.6 | 3.2 | |
| Costo financiero | 727.4 | 718.0 | 723.9 | -3.5 | 5.9 | -3.8 | -2.5 | |
| Participaciones | 951.5 | 836.7 | 921.4 | -30.1 | 84.7 | -6.4 | 6.5 | |
| Adefas | 21.5 | 16.5 | 32.1 | 10.6 | 15.6 | 44.3 | 88.1 | |
| Balance público | -547.1 | 663.3 | 718.2 | 1265.3 | 54.9 | 26.9 | 4.7 | |

^{1/} Incluye IMSS, ISSSTE y CFE. Fuente: SHCP.

^{2/} Neto de aportaciones ISSSTE y de subsidios, transferencias y apoyos fiscales a entidades de control directo y empresas productivas del Estado.

Principales cambios en el Proyecto de Presupuesto de Egresos de la Federación 2021 por ramo administrativo

| Ramos Administrativos | PEEF 2021 vs PEF 2020* |
|---|------------------------|
| Mayores incrementos | |
| Turismo | 641.5% |
| Instituto Nacional Electoral (INE) | 60.7% |
| Desarrollo Agrario, Territorial y Urbano | 46.9% |
| Tribunal Electoral Federal | 17.7% |
| Mayores decrementos | |
| Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI) | -54.8% |
| Trabajo y Previsión Social | -20.3% |
| Hacienda y Crédito Público (SHCP) | -17.3% |
| Oficina de la Presidencia de la República | -15.3% |

*Variación real anual

lo que se explica por el presupuesto asignado a la construcción del Tren maya. Entre los perdedores destaca el recorte al presupuesto del INEGI, que en parte se explica porque en el 2020, con la realización del censo, lo que requirió en incremento extraordinario en dicho año, y ahora se está regresando a la normalidad.

Hacienda menciona un crecimiento de 5.3% real en la inversión pública respecto al PEF 2020, con el fin de mejorar la conectividad interna y con el exterior, buscando “asegurar la continuidad y asequibilidad de los recursos energéticos que continuarán siendo el principal motor de la economía global por décadas”.

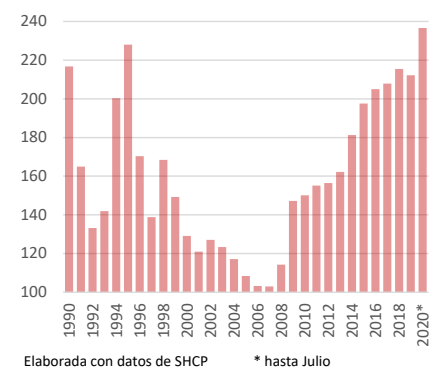
Respecto a las metas fiscales y la responsabilidad hacendaria, para el 2021 se plantea un balance primario equilibrado, lo que representa una señal de compromiso con la disciplina fiscal, al ser el balance primario una de sus principales métricas.

Para la política de deuda enfatizan la prudencia en su manejo, y se buscará financiar la mayor parte de las necesidades en el mercado interno, predominantemente con instrumentos de largo plazo y tasa fija, se buscará mejorar el perfil de la deuda con un manejo activo y proactivo que asegure el buen funcionamiento de los mercados de deuda, se buscará diversificar los mercados y ampliar la base de inversionistas, así como utilizar el crédito externo bajo condiciones favorables y seguir utilizando de manera estratégica el financiamiento de organismos internacionales. Se solicitará un techo de endeudamiento interno neto de 700 mmp y de 5.2 mil millones de dólares (mmd) de endeudamiento externo neto.

Se debilita la postura fiscal

Una de las implicaciones más importantes del paquete económico será la respuesta que genere en las agencias calificadoras respecto a la calificación de la deuda soberana del país, ya que a pesar de la intención de mantener la disciplina fiscal, hay señales de debilitamiento en la postura fiscal. Este año, la deuda pública aumentará de forma sustancial como proporción del PIB, pasando de acuerdo a las estimaciones de los CGPE21 de 45.5% del PIB en 2019 a 53.6% del PIB en 2020. Buena parte de este incremento se da como consecuencia de la dramática caída en el PIB debido a la pandemia, y de la depreciación del tipo de cambio; pero al final del día, el sector público tiene mayores compromisos por cumplir con ingresos muy limitados. En la gráfica adjunta puede verse la evolución de la relación deuda bruta a ingresos presupuestarios, con información hasta julio del presente año. A partir del 2009 comienza a subir esta proporción, que se logra moderar en el 2019, pero en el 2020 se dispara hasta casi 240%, el nivel más alto desde los años 90, superando incluso el nivel observado en 1995. Si en lugar de tomar el total de ingresos presupuestarios, que incluye muchos ingresos extraordinarios y los ingresos que producen la explotación de recursos no renovables, y tomamos sólo los ingresos tributarios, que son la base más sostenible de ingresos públicos; entonces esta proporción alcanza casi el 400%.

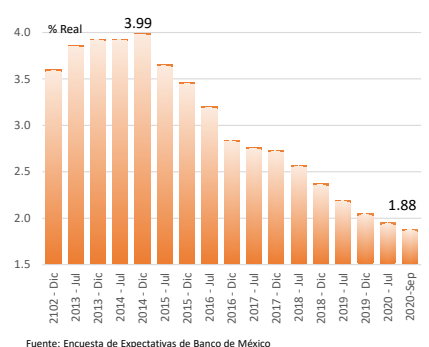
Deuda Bruta / Ingresos Presupuestarios (%)



Ahora bien, la capacidad de pago de un país depende primordialmente del ritmo de crecimiento económico, ya que es la base a la cual los gobiernos pueden aplicar impuestos para financiar su gasto y cumplir sus compromisos de deuda. Aquí también hay señales de deterioro. En la segunda gráfica se presenta la evolución de las perspectivas de crecimiento de los próximos diez años en el promedio de analistas del sector privado, de la encuesta de Banco de México; la cual podría interpretarse como el potencial de crecimiento económico del país. Tristemente, este potencial se ha venido deteriorando notablemente, pasando de un pico de casi 4% al final del 2014 a 1.88% en la encuesta publicada ahora en septiembre. Además de que esta tendencia nos debería llevar a reflexionar sobre la estrategia de desarrollo que estamos aplicando, representa para todo fin práctico un deterioro en la capacidad de pago del país y del sector público.

Esta combinación de factores hacen muy probable una nueva baja en la calificación crediticia de la deuda soberana del país, posiblemente a principios del 2021, cuando se cumplirá un año de las acciones de revisión que realizaron las agencias calificadoras en el presente año. Como los mercados financieros siempre se adelantan, es posible que la inquietud sobre esta posibilidad comience a sentirse antes de que termine el año, sobre todo si el ritmo de la recuperación no es tan sólido como se espera y los resultados de Pemex y de las finanzas públicas siguen siendo desfavorables.

Crecimiento del PIB Próximos 10 Años



Se redobra la apuesta a la estrategia actual

La propuesta del paquete económico presentado por Hacienda redobra la apuesta de la actual administración en la misma estrategia de impulsar los programas sociales ya definidos, fortalecer el presupuesto para los proyectos de infraestructura considerados estratégicos por el Presidente: la refinería de Dos Bocas, el Tren Maya, el aeropuerto de Santa Lucía y corredor del istmo de Tehuantepec; y utilizar a las empresas energéticas del Estado como palanca para el desarrollo de todo el país. La expectativa de la administración es que con esta estrategia se podrá recuperar no sólo el crecimiento económico y los empleos perdidos, sino avanzar en los objetivos sociales que se han trazado. Hasta antes de la pandemia, la estrategia aún no había demostrado su efectividad, ya que la economía ya se encontraba débil con una inversión en franco retroceso. Ahora con la pandemia, el camino es cuesta arriba, y como se observa en la gráfica anterior, el potencial de crecimiento del país en el largo plazo se sigue reduciendo.

El presupuesto y las finanzas públicas bajo estrés

Otra de las razones por las cuales se logró evitar una caída más pronunciada en los ingresos presupuestarios del 2020 fue el uso de los recursos acumulados en años previos en diversos fideicomisos que tenían fines específicos, lo que ayudó al notable incremento de los ingresos no tributarios. A decir del mismo secretario de Hacienda, estos colchones ya se terminaron. Esto implica una situación de estrés para el presupuesto y las finanzas públicas durante 2021, con muy poco margen de maniobra para acomodar choques inesperados. Dada la elevada incertidumbre que prevalece sobre el entorno económico, no sólo de México sino del mundo, la probabilidad de tener nuevos eventos inesperados que impacten la postura fiscal parece elevada, comenzando por la extensión del contagio del Covid19, que aún no se ha logrado contener a cabalidad. Especialmente relevante parece el riesgo de que retorne la volatilidad elevada a los mercados financieros internacionales, y con ello un ambiente más adverso para los mercados emergentes, lo que aunado a la posibilidad de una nueva baja en la calificación de la deuda soberana podría detonar presiones más importantes sobre nuestro tipo de cambio. Otro de los riesgos importantes es que la actividad económica y los empleos tarden más de lo previsto en recuperarse. Cabe notar la marcada diferencia que comienza a observarse en algunas variables de México frente a otros países, especialmente las relacionadas al consumo de los hogares. Hay que recordar los fuertes estímulos fiscales que se implementaron en la gran mayoría de los países cercanos, con el fin de evitar la mortandad de empresas, la pérdida definitiva de empleos y propiciar una recuperación más rápida. A diferencia de otros países, el apoyo fiscal en México fue muy limitado y se canalizó a través de los programas sociales ya establecidos. Está por verse si la apuesta realizada por el gobierno resulta exitosa, en cuyo caso tendríamos una posición fiscal menos deteriorada que otros países, especialmente en la deuda pública, lo que ayudaría a restablecer más rápidamente el atractivo a la inversión financiera en México. Por otro lado, si la mortandad de empresas en México resulta elevada, los empleos perdidos tardarán mucho en reponerse y el ritmo de la recuperación será mucho más lento, en detrimento de los ingresos del sector público, la capacidad de pago del país y el potencial de crecimiento de largo plazo. Si ése fuera el caso, sería imprescindible replantear la estrategia de política pública vigente.

Este documento, elaborado por la Dirección de Estudios Económicos, y dirigido exclusivamente a personas que radican en el territorio Mexicano, es publicado con la única intención de proporcionar información y análisis con base en las fuentes que se consideran fidedignas y que sin embargo, no garantizan su veracidad. Las opiniones, estimaciones y proyecciones contenidas aquí reflejan el punto de vista personal de los economistas y analistas de Scotiabank Inverlat señalados en el presente documento, no el de un área de negocio en particular y no necesariamente una opinión institucional. Dichas opiniones pueden modificarse de acuerdo con los cambios en las condiciones económicas, políticas y sociales, y no deben ser consideradas como una declaración unilateral de la voluntad, ni ser interpretadas como una oferta, sugerencia o invitación para comprar o vender valor alguno, o como una oferta, invitación o sugerencia para contratar los servicios de Scotiabank Inverlat. Asimismo el presente análisis no puede ser entendido como una Asesoría de Inversiones ya que no constituye en forma alguna, una recomendación personalizada a quien lo recibe, por lo que la decisión de inversión sobre alguna o algunas emisora(s) mencionada(s) en el presente análisis es responsabilidad exclusiva del cliente en función de su perfil de inversión. Este documento es de libre distribución de acuerdo a "Prácticas de Venta". La compensación de los analistas que elaboraron el documento depende, entre otros factores, de la rentabilidad y la utilidad generada por todas las áreas de Scotiabank Inverlat, pero no por un negocio o área de negocio en particular. La compensación de los analistas no se relaciona con una recomendación en particular; la compensación, entre otros factores, depende de la asertividad de las estimaciones y recomendaciones contenidas en este documento. Los analistas no reciben compensación alguna por parte de las emisoras de los valores que se describen en este reporte. Asimismo, los analistas no percibieron compensación alguna de personas distintas al Grupo Financiero Scotiabank Inverlat o de sus subsidiarias y/o afiliadas con respecto a la elaboración de este reporte. Alguna de las empresas del Grupo Financiero Scotiabank Inverlat puede realizar inversiones por cuenta propia en los valores descritos en este reporte. Scotiabank Inverlat o alguna otra empresa del Grupo pueden tener alguna relación de negocios con las emisoras de los valores contenidos en este reporte (agente colocador, agente estructurador, representante común, asesor financiero, servicios financieros, etc.). La Dirección de Estudios Económicos es un área independiente de las áreas de negocio, incluyendo el área de Operaciones y de Banca de Inversión y, no recibe remuneración, directriz, o de cualquier forma, influencia alguna por parte de las áreas de negocio que pueda afectar en cualquier sentido las opiniones contenidas en este documento. Este documento no puede fotocopiarse, ser utilizado por cualquier medio electrónico o bien ser reproducido por algún otro medio o método en forma parcial o total; tampoco puede ser citado o divulgado sin la previa autorización de la Dirección de Estudios Económicos de Grupo Financiero Scotiabank Inverlat, S.A. de C.V. Los servicios de Scotia Inverlat Casa de Bolsa no están disponibles para personas en los Estados Unidos de América, salvo Inversionistas Institucionales Mayores (Major Institutional Investors) o Corredores Registrados (Registered Broker Dealers).