

Especial BX+

GRUPO FINANCIERO

BX+

PETRÓLEO ¿QUÉ ESTÁ PASANDO?

• **¿POR QUÉ ESTÁ BAJANDO?** En el último semestre de 2014 e inicio de 2015, el precio del petróleo tuvo una caída superior de 50%, la más fuerte desde 2008. Esto se explica por cinco factores: 1) Un incremento en la oferta ocasionada por una mayor producción de EUA, de Libia, de Rusia y de Iraq. EUA se ha convertido en el principal productor de petróleo del mundo gracias a la revolución del Shale y ha disminuido su importación en 45% en 5 años, a 6 millones de barriles diarios (Mbb/d). Rusia tuvo un crecimiento en su producción de 0.7% al llegar a 10.6 Mbb/d (nivel cercano al récord de la era post-soviética). Irak también ha sorprendido al mercado después de que se anunció una producción por arriba de 2.9 Mbb/d, la cifra más alta desde 1980. 2) La desaceleración de la Eurozona, de China y de Japón (representan 1/3 parte del consumo global de petróleo) ha ocasionado que se consuma una menor cantidad de barriles diarios; la Administración de la Información de Energía (EIA) de EUA estima que en 2015 habrá una sobre-oferta de 0.5Mbb/d. 3) La decisión de la OPEP de mantener igual su oferta de crudo en la reunión de noviembre del 2014 (evento que detonó la caída más importante en los precios). 4) La confrontación abierta entre EUA y Arabia Saudita refleja una falta de acuerdos y refuerza la expectativa de una sobre-oferta de la OPEP. 5) Un factor de irracionalidad; la caída de 50% en los precios es desproporcional y no corresponde a la sobre-oferta temporal que se estima para el 2015.

• **GANADORES Y PERDEDORES:** Diferentes organismos internacionales coinciden en que la caída de más del 50%, de ser permanente, en los precios del petróleo se traduciría en un impacto positivo de 0.8 puntos porcentuales en el PIB global. En particular, la Eurozona, la India y Turquía, así como los consumidores y la industria de EUA, se verán beneficiados. Sobresale también la ganancia que tendrá China (segundo consumidor más importante) ya que los precios bajos en energéticos podrán ser el catalizador para acelerar el gasto interno. Los países exportadores de petróleo se encuentran en graves problemas de finanzas públicas porque han dejado de percibir ingresos petroleros que ya tenían asignados, como Rusia y Venezuela que son los principales perdedores.

• **IMPACTO EN MÉXICO:** Estimamos que el impacto total en México en 2015 es negativo. Reducimos nuestro estimado de crecimiento a 3.2% (desde 3.5%) debido a menores ingresos petroleros y menor gasto público. El impacto de primer orden se debe a una caída en el precio del crudo (-20pb) y de la plataforma de producción (-10pb). El impacto de segundo orden se debe a una depreciación del MXN/USD. Estimamos que las exportaciones no petroleras añadirán 10pb al PIB adicionales debido a una mayor actividad en el sector manufacturero de exportación a EUA. Por otra parte, las importaciones de bienes y servicios restarán 5pb debo a la debilidad del peso. Las coberturas petroleras garantizan un precio de al menos 76.4 para 2015. Si la mezcla se mantuviese en 50dls/brl, el costo de no tener coberturas habría sido de 300Mmdp, muy superior al costo de las coberturas de 10.5Mmdp. Finalmente, la balanza petrolera podría tornarse negativa ante una mayor sensibilidad al precio del petróleo de las exportaciones petroleras que de las importaciones de gasolina y gas natural.

• **ESCENARIOS PROBABLES:** El escenario base estima que el precio del WTI podría regresar a 62.75 dólares por barril debido a que la sobre oferta que existe al momento podría cerrarse en 2S15 y a presiones de los países que tienen un costo de extracción superior a las cotizaciones actuales (50usd/brl). Estimamos que el precio de la mezcla mexicana promediará 59.60 en 2015. En los niveles actuales, y de acuerdo a diferentes escenarios de sensibilidad, por cada dólar que cae el precio del crudo, los ingresos petroleros se contraen en 5Mmdp. Para 2016, la reducción podría ser de hasta 120Mmdp (0.6% del PIB). En el mediano plazo, los riesgos para México ante cambios en el precio del petróleo siguen siendo elevados debido a que, a pesar de la reforma energética, la dependencia petrolera de las finanzas públicas seguirá siendo superior a 30%.

PRONÓSTICOS PETRÓLEO (USD)

TIPO	Anterior	Actual	2015
WTI	107	48.95	62.75
BRENT	115	51.29	68.08
MEZCLA	102	40.07	59.60

Fuente: Bloomberg, EIA y BX+

“El riesgo proviene de no saber lo que uno hace”
Warren Buffett

Isaac Velasco
jvelasco@vepormas.com.mx
5625 1500 Ext. 1454

Edmond Kuri Sierra
ekuri@vepormas.com.mx
56251500 Ext 1725

Enero 09, 2015



CATEGORÍA:
ANÁLISIS / ESTRATEGIA



9 TIEMPO ESTIMADO
DE LECTURA (min)



OBJETIVO DEL REPORTE

Dar a conocer aspectos económicos de menor conocimiento general.



¿POR QUÉ LA BAJA?

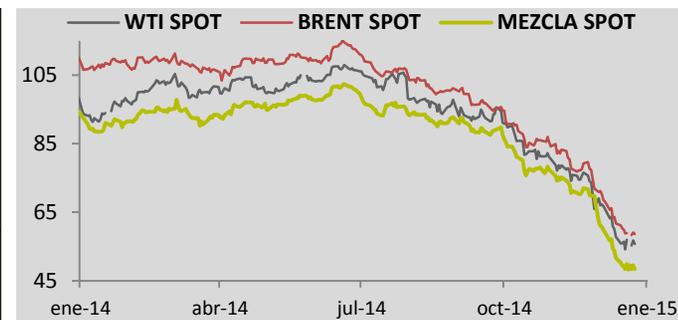
En los últimos meses el precio del petróleo ha mostrado una importante caída, alcanzando niveles no vistos desde 2008 (una caída cercana a 50% desde sus niveles máximos de mediados de 2014 superiores a 100dls/brl.), ello se debe a que diferentes fenómenos (ver tabla 1.0) han ocasionado que por primera vez desde 1971 haya una sobre-oferta de petróleo mundial. Se estima que esta sobre oferta se mantendrá en 2015, la oferta de crudo global será de 90.8 millones de barriles por día (Mbb/d), mientras que la demanda será de 90.3Mbb/d.

1.0 PRINCIPALES RAZONES DE LA BAJA DEL PETRÓLEO

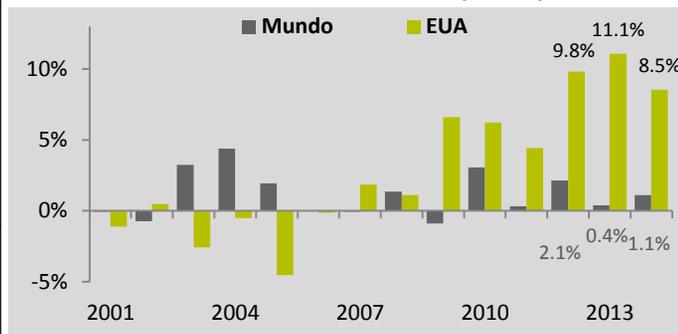
MAYOR PRODUCCIÓN	<p>Estados Unidos: Desde el 2011 la producción de Shale en Dakota y Texas ha ayudado a EUA a entrar a una nueva era energética. EUA produce más de 11Mbb/d. Se prevé que para 2019 su producción alcance los 13.1Mbb/d, mientras que su consumo será de 19.0Mbb/d.</p> <p>Libia: Incremento de la producción de Libia de 200 mil bb/d en junio a 900 mil bb/d. La producción reciente de Libia es inferior a su nivel previo de 1.65Mbb/d en 2010 y 2011, antes de los combates que se produjeron durante la Primavera Árabe.</p> <p>Rusia: Producción record en era post soviética de 10.6 Mbb/d</p> <p>Iraq: Sorprende con su mejor producción desde 1980. 2.9 Mbb/d</p>
MENOR DEMANDA	<p>Desaceleración Económica: Menor crecimiento en la Eurozona, en Japón y en China (1/3 del consumo global de crudo) ocasionó un menor consumo de petróleo de lo pronosticado a principio del 2014. En junio se esperaba que la Eurozona creciera 1.2%, Japón 1.5% y China 7.4%, en contraste con los pronósticos actuales de 0.8% 0.3% y 7.4%, respectivamente.</p> <p>La OPEP recortó en 280 mil barriles su estimado de demanda de crudo para 2015, a un nivel de 28.92 millones. Un recorte mucho mayor que el estimado para la demanda mundial. El consumo mundial de crudo alcanzará en 2015 92.32 millones de barriles diarios, 1.0 % más que en 2014.</p> <p>Estados Unidos redujo su importación de petróleo de 11 millones de barriles diarios en el 2008 a 6 millones de barriles diarios en el 2013 gracias a una mayor producción interna de Shale Oil. En el largo plazo, la dependencia del petróleo podría reducirse en favor de otras fuentes de energía. En 2012, el petróleo suministró 31% de la energía mundial en el 2012, cifra por debajo del 46% en 1973.</p>
OPEP	<p>Falta de acuerdos en la reunión de noviembre de la OPEP. Mientras que Ecuador y Venezuela se pronunciaron por una reducción en la producción, Arabia Saudita se rehusó al recorte debido a que no quiere perder su participación de mercado frente a los productores estadounidenses de Shale. Arabia Saudita puede tolerar precios bajos con bastante facilidad. Cuenta con \$900 mil millones en reservas y sus costos de producción son muy bajos (alrededor de \$6.5 por barril)</p> <p>Se estima, con cifras de la IEA, que la sobreoferta de crudo de la OPEP fue de 2.5Mbb/d en 2014. El organismo suministra cerca de 40% del petróleo del mundo. Produce 30.4 millones de barriles diarios.</p>
POLÍTICOS	<p>Confrontación abierta entre Arabia Saudita y EUA. La negativa por parte de los árabes a recortar su producción es una declaración de guerra a los productores estadounidenses. Arabia Saudita tiene los costos de extracción y producción de petróleo más bajos del mercado por lo que prefieren perder ganancias mientras lastimen a los productores de Shale de Dakota y Texas.</p> <p>Los costos de producción de Shale son más altos que los del proceso de extracción de petróleo convencional.</p>
SOBRE REACCIÓN	<p>Irrracionalidad: La caída de 50% en los precios representa una caída desproporcional ya que no corresponde a la sobre-oferta temporal que se estima para 2015 de 500 mil bb/d.</p>

Fuente: Grupo Financiero BX+.

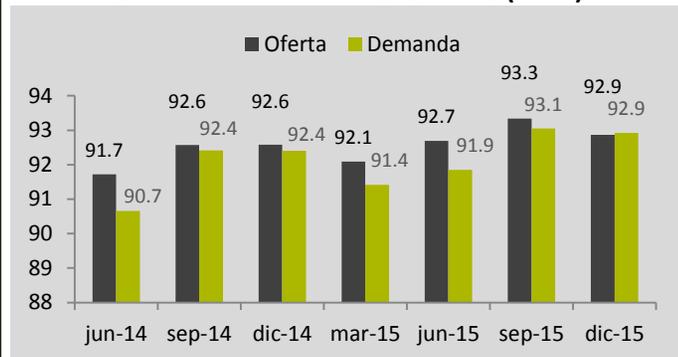
PRECIOS DE PETRÓLEO (USD/BRIL)



PRODUCCIÓN DE CRUDO (A/A%)



OFERTA Y DEMANDA GLOBALES (MBD)

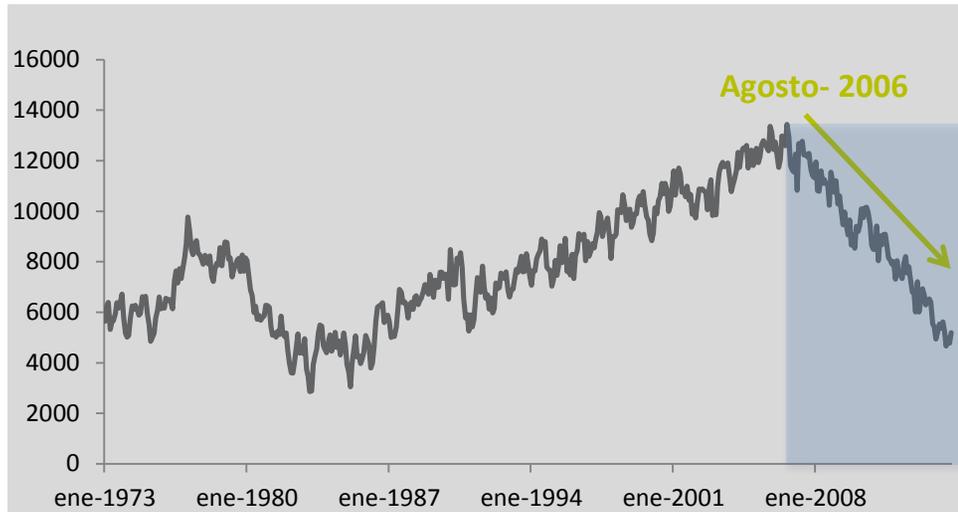


Fuente: Grupo Financiero BX+ con información de Bloomberg.



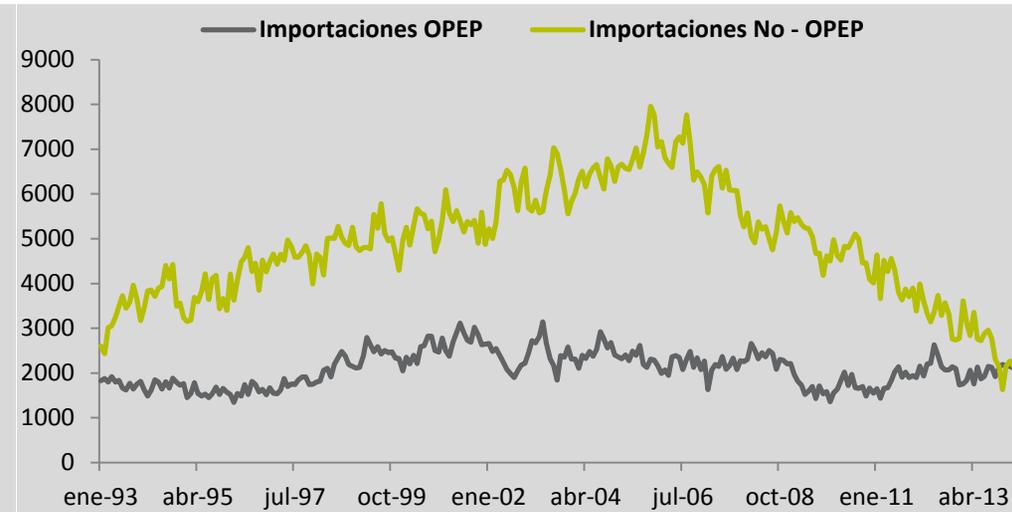
Incluso antes de que se diera la caída de los precios del petróleo, la mayor producción de Estados Unidos estaba impactando ya de forma negativa a las exportaciones de los principales países exportadores latinoamericanos, como Venezuela, Colombia y México. La producción de shale de EUA ha crecido 50% desde mediados de 2011, haciendo que las importaciones desde los principales productores de Latinoamérica cayeran cerca de 40%. La principal afectación para Colombia ha sido un déficit de cuenta corriente de 4.0%, mientras que Venezuela tiene una crisis en la balanza de pagos debido a la alta dependencia de ingresos petroleros. Por otro lado, México ha compensado esta caída en exportaciones petroleras por exportaciones manufactureras.

IMPORTACIONES NETAS DE PETRÓLEO (Millones brl/d) -EUA



Fuente: Grupo Financiero BX+ con información de Energy Information Administration

IMPORTACIONES DE EUA –OPEP Y NO OPEP



Fuente: Grupo Financiero BX+ con información de Energy Information Administration.

PRODUCCIÓN VS. CONSUMO (2012)

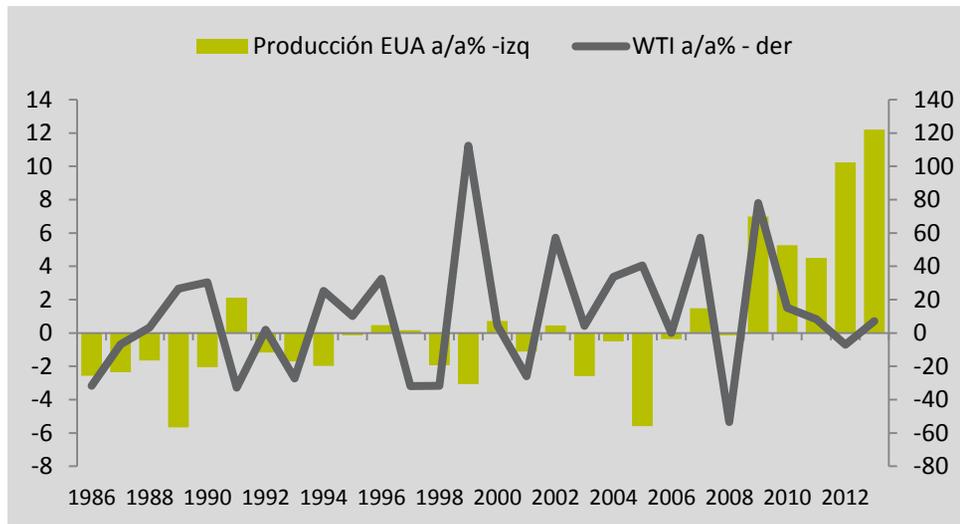
	PAÍS	PRODUCCIÓN 2012	% DEL TOTAL
1	Arabia Saudita	11,726	13.07%
2	EUA	11,119	12.39%
3	Rusia	10,397	11.58%
4	China	4,372	4.87%
5	Canadá	3,856	4.30%
6	Irán	3,518	3.92%
7	EAU	3,213	3.58%
8	Iraq	2,987	3.33%
9	México	2,936	3.27%
10	Kuwait	2,797	3.12%
11	Brasil	2,652	2.95%
	Global	89,750	100%

	PAÍS	CONSUMO 2012	% DEL TOTAL
1	EUA	18,490	21.71%
2	China	9,980	11.72%
3	Japón	4,695	5.51%
4	India	3,450	4.05%
5	Rusia	3,395	3.99%
6	Brasil	2,864	3.36%
7	Arabia Saudita	2,861	3.36%
8	Alemania	2,389	2.80%
9	Canadá	2,351	2.76%
10	Corea del S	2,322	2.73%
11	México	2,086	2.45%
	Global	85,186	100%

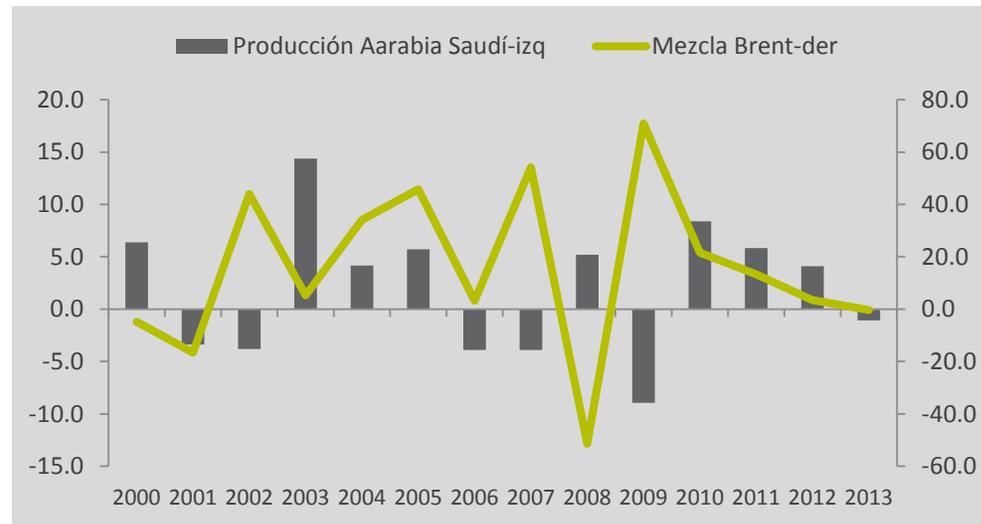
Fuente: Grupo Financiero BX+ con información de Energy Information Administration



PRODUCCIÓN ESTADOS UNIDOS & WTI VS. PRODUCCIÓN ARABIA SAUDITA & BRENT (Var. a/a%)



Fuente: Grupo Financiero BX+ con información de Bloomberg y EIA

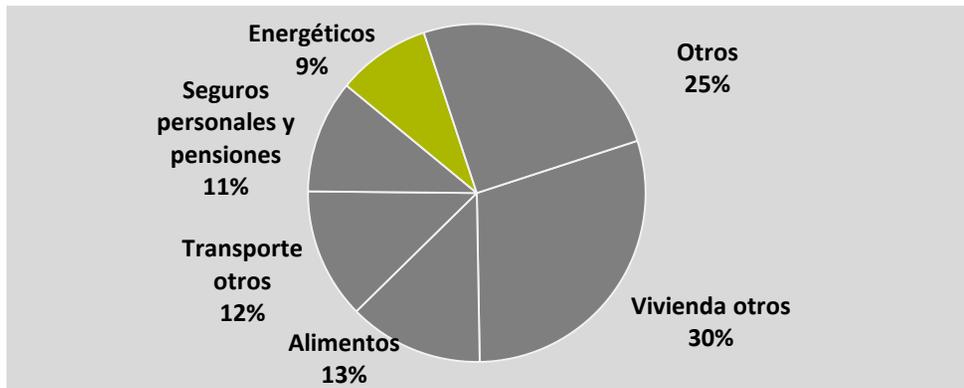


Fuente: Grupo Financiero BX+ con información de Bloomberg y EIA

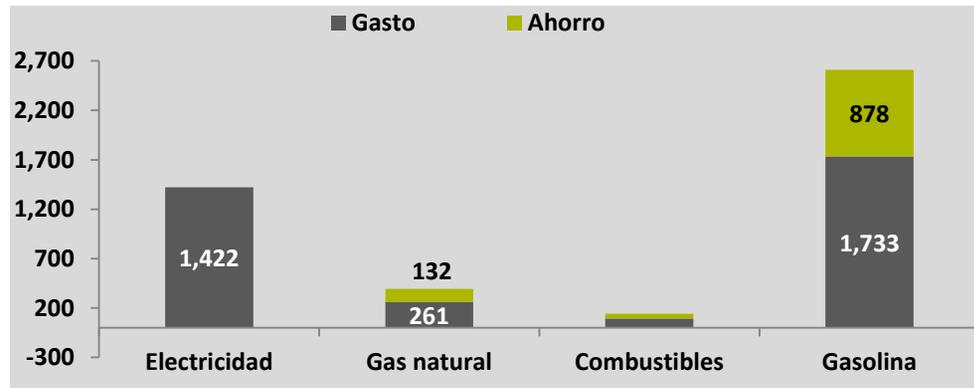
GANADORES Y PERDEDORES

Diferentes organismos internacionales coinciden en que la caída de más del 50%, de ser permanente, en los precios del petróleo se traduciría en un impacto positivo de 0.8 puntos porcentuales en el PIB global. De acuerdo con el Departamento de Estadísticas Laborales (BLS), 9% del gasto de las familias se destinó a energéticos en 2013, lo cual equivale a 4.568 mil dólares por familia. Con una caída de 33% (a un nivel promedio de 65 dólares por barril en 2015), cada familia podría ahorrar alrededor de 1,000 dólares. Este ingreso extra podría destinarse a otro de los rubros que se muestran en la gráfica de la izquierda, por lo cual el consumo privado en EUA en 2015 podría ser uno de los sectores más beneficiados. El consenso estimó en diciembre que el consumo privado crecería 2.7% en 2015, desde 2.6% en la revisión previa. A nivel agregado, si el precio del petróleo se mantiene por debajo de los 60 dólares por barril, los consumidores se podrían ahorrar de \$150 mil millones de dólares en gasolina, y el dinero que se utilizaría en otros sectores podría generar un crecimiento de 0.5% al PIB en el 2015.

GASTO DE FAMILIAS EN EUA (% TOTAL) Y GASTO EN ENERGÉTICOS (DÓLARES AL AÑO)



Fuente: Grupo Financiero BX+ con información de BLS.



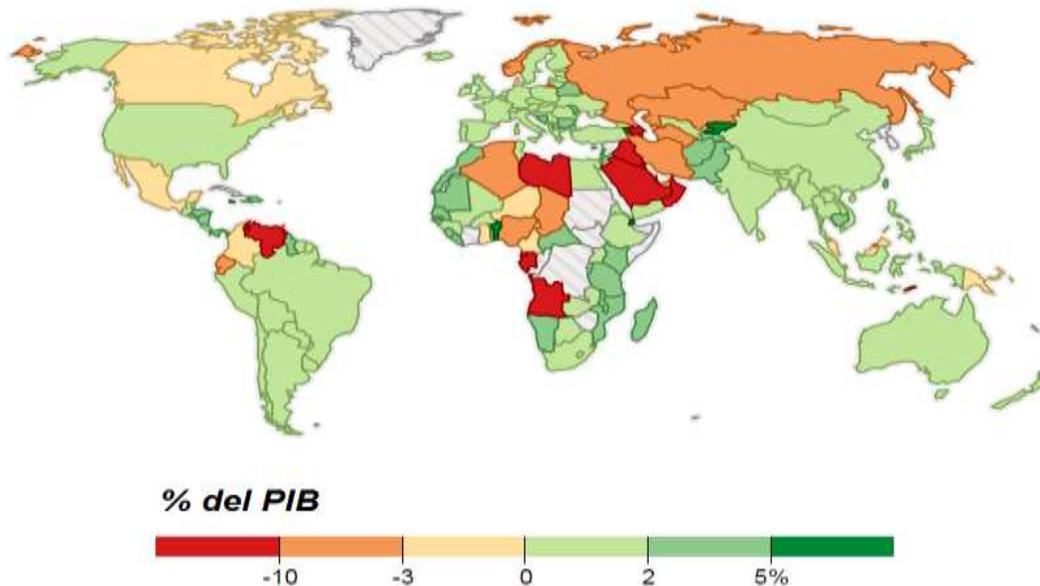
Fuente: Grupo Financiero BX+ con información de BLS.



Por otro lado en la sección de perdedores, **Rusia, segundo país exportador de petróleo podría decrecer 4.0% en el 2015**. Los ingresos por exportaciones petroleras representan 68% del total de sus exportaciones. Dentro de las industrias, los principales perdedores son las compañías petroleras que además de hacer frente a menos ingresos por los bajos precios del petróleo, tendrán que continuar pagando sus deudas (sus pasivos crecieron casi 55% desde 2010, alrededor de 200 mil millones de dólares en medio del auge petrolero de los últimos años).

PAÍSES		INDUSTRIAS		CONSUMIDORES	
Ganadores (Importadores)	Perdedores (Exportadores)	Ganadores	Perdedores	Ganadores	Perdedores
Eurozona	Rusia	Aerolíneas	Petroleras	EUA	Venezuela
India	Irán	Industriales	Gasolineras	Eurozona	Rusia
Japón	Venezuela	Refinerías	Transportistas de Petróleo	Turquía	México
Turquía	Ecuador	Automotrices	Servicios Petroleros	India	Nigeria
Indonesia	Canadá	Petroquímicas (Materia Prima)	Financiero	China	Venezuela
Singapur	México	Navieras	Ferrocarriles	Indonesia	Brasil
China	Brasil				

GANADORES Y PERDEDORES (PIB 2015)



Diferencia como % del PIB – Proyección 2015

PAÍS	GANANCIA / PERDIDA EN PIB
Singapur	+ 5.80%
Taiwán	+ 2.60%
Corea	+ 2.40%
Sudáfrica	+ 1.60%
Chile	+ 1.60%
Japón	+ 1.20%
Alemania	+ 0.80%
Francia	+ 0.80%
Estados Unidos	+ 0.50%
México	-0.90%
Canadá	-1.20%
Rusia	-4.70%
Irán	-4.90%
Venezuela	-10.20%
Arabia Saudita	-15.80%

Fuente: Mapa e información de Wall Street Journal a un precio de \$70 dólares x barril.

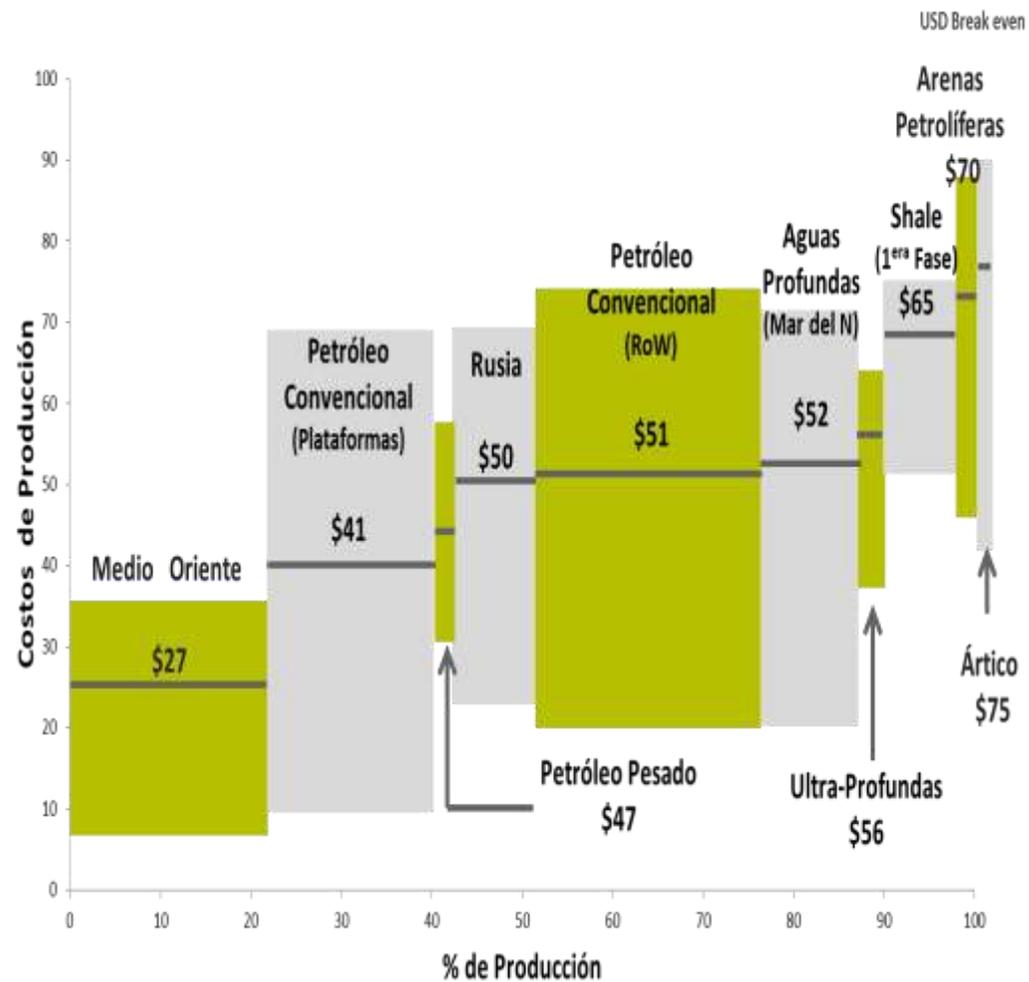
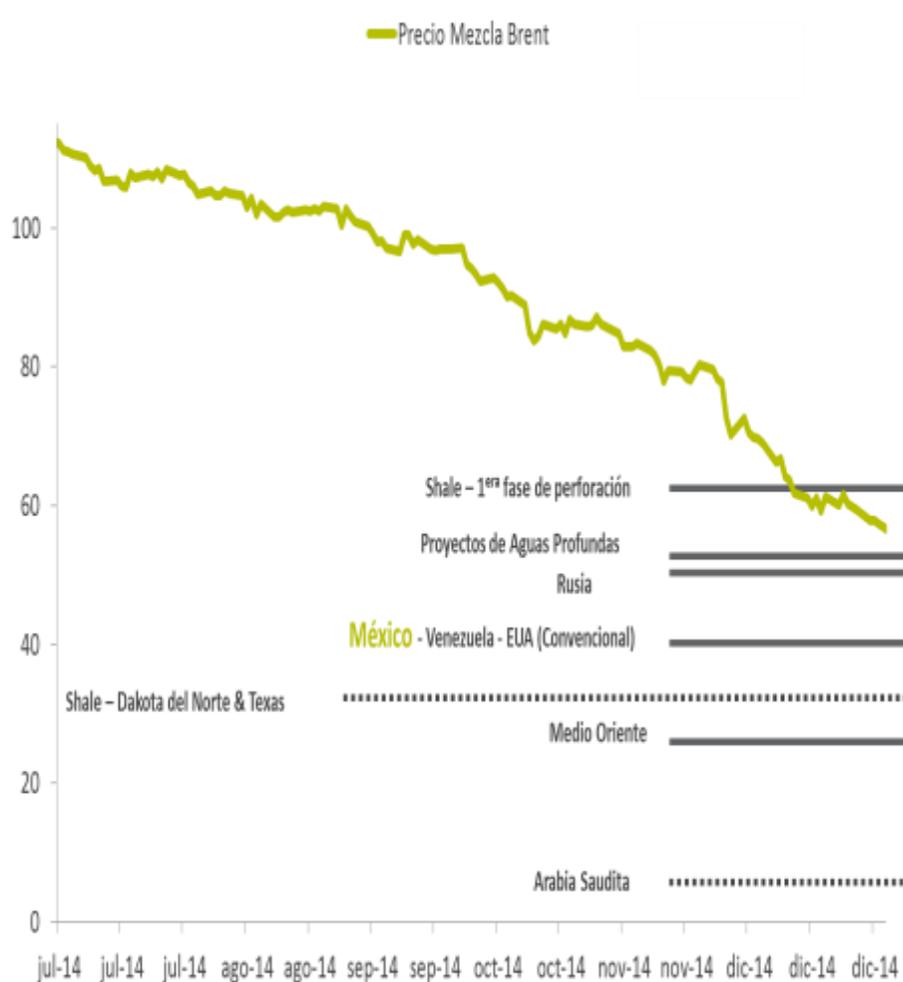


¿HASTA QUÉ NIVEL?

Existe un nivel de precios en donde el petróleo deja de ser negocio para los países productores de petróleo y para las compañías petroleras. Este nivel es diferente para cada país y también es diferente por tipo de producción. En el caso de México, la rentabilidad se redujo de 80 dólares por barril a 27 dólares y en algunos casos, hasta de apenas 9.48 dólares, de acuerdo con la Comisión Nacional de Hidrocarburos. **Sin tomar en cuenta yacimientos complejos como aguas profundas y no convencionales, el costo de desarrollo de un barril en México asciende en promedio a 22 dólares.**

En la siguiente grafica se puede analizar hasta dónde puede llegar el precio de la mezcla Brent para que continúe siendo negocio dependiendo el país y el proyecto. La grafica continua explica el costo de producción vs. el porcentaje de participación global del tipo de petróleo y su breakeven.

¿HASTA DÓNDE ES NEGOCIO EL PETRÓLEO? - USD / Breakeven



Fuente: Grupo Financiero BX+ con información de Bloomberg y EIA

Fuente: Grupo Financiero BX+ con información de Rystad Energy, Morgan Stanley Commodity Research estimates.

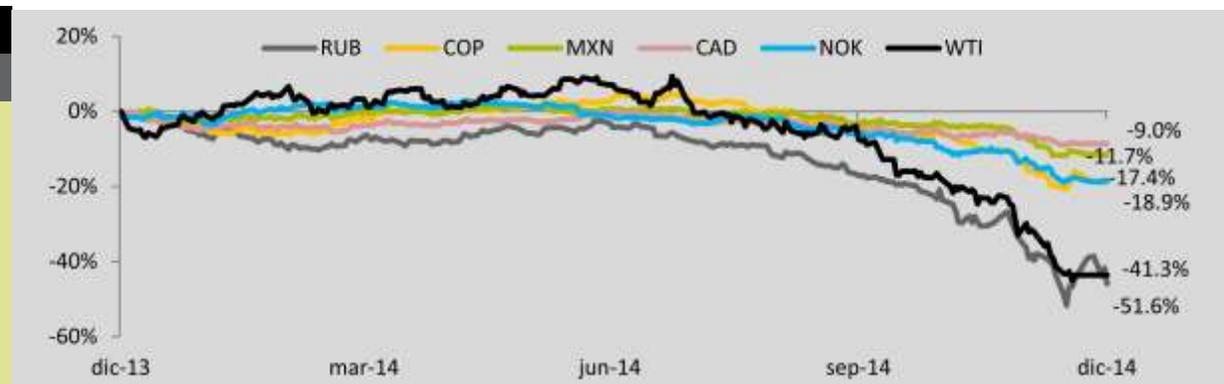


PETRÓLEO Y DIVISAS

El peso mexicano se ha visto afectado por esta reciente caída del petróleo. A los precios actuales, la producción de petróleo de Rusia pasó de casi 20% de su economía a 10%. El siguiente país con mayor afectación fue Noruega. México y Canadá también se vieron perjudicados a continuación se presenta la proporción del PIB que representa para una selección de países la producción de petróleo y la depreciación de algunas divisas en 2014. Revisamos nuestro pronóstico de tipo de cambio de 13.00 a 14.10 pesos por dólar para final de 2015 y esperamos que se mantenga presionado en la primera mitad del año, cuando la sobre-oferta de crudo mantendrá los precios en niveles bajos y la incertidumbre por la decisión de la Fed mantendrá la volatilidad en niveles altos. El canal de transmisión por el cual se ven afectadas estas divisas es por un deterioro esperado de la cuenta corriente derivado de la caída del valor de las exportaciones petroleras.

PETRÓLEO – DEPRECIACIÓN DE DIVISAS

País/WTI	PRODUCCIÓN DE PETRÓLEO (% PIB)			
	100	85	70	55
Rusia	18.8%	16.0%	13.2%	10.3%
Noruega	13.9%	11.8%	9.7%	7.6%
México	9.0%	7.7%	6.3%	5.0%
Canadá	7.7%	6.6%	5.4%	4.2%
Brasil	4.3%	3.7%	3.0%	2.4%
China	1.9%	1.6%	1.3%	1.0%



Fuente: Grupo financiero BX+ con información de Bloomberg, EIA.

IMPACTO EN MÉXICO

PETRÓLEO – INCIDENCIA EN PIB

Año	PIB	Precio	Producción	Incidencia PIB (pb)		
	a/a%	a/a%	a/a%	Precio	Producción	Total
2007	3.1%	10.8%	-5.5%	10	-42	-32
2008	1.4%	45.4%	-9.2%	41	-69	-29
2009	-4.7%	-27.9%	-6.8%	-25	-51	-76
2010	5.1%	35.5%	-0.9%	32	-7	25
2011	4.1%	19.9%	-1.0%	18	-7	11
2012	4.0%	-0.5%	-0.2%	0	-1	-2
2013	1.4%	4.7%	-1.0%	4	-8	-3
2014	2.2%	-4.0%	-3.7%	-4	-28	-31
2015	3.2%	-23.9%	-1.2%	-21	-9	-30

Fuente: Grupo financiero BX+ con información de INEGI, Bloomberg, Pemex, BX+.

De acuerdo con nuestros modelos, el impacto de una caída en el precio del petróleo en la economía mexicana es negativo. Una caída en el precio del petróleo de 10% corresponde aproximadamente a 9 puntos base menos en términos de crecimiento.

De acuerdo con los swaps del WTI, el precio de 2015 promedio para el crudo será de 57.8 dólares por barril, menor al estimado de consenso de 62.75, ello equivale a una disminución de 38.0% en cifras anuales (2014: 93.3dls/brl).

Por otra parte, esperamos que la producción de crudo siga contrayéndose en 2015. En el escenario base, la producción esperada por PEMEX de 2.4 millones de barriles diarios indicaría una reducción con respecto a la producción de 2014 de 1.2%. Nuestro modelo estima que una caída en la producción de 1.0% en la producción resta 7pb al crecimiento del PIB.

El impacto final en el PIB de una caída, tanto en la producción como en el precio del crudo, es de 0.3 en nuestro pronóstico de crecimiento de 3.5%, el cual se ajusta a 3.2%.



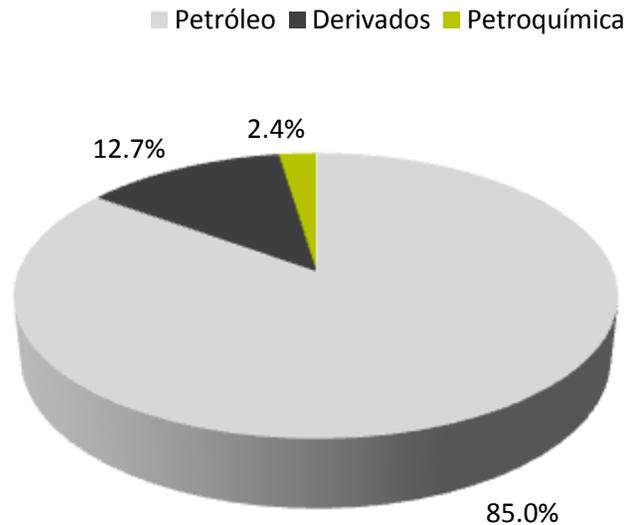
BALANZA PETROLERA

Impacto en las exportaciones petroleras e importaciones de derivados de petróleo: Posible balanza negativa

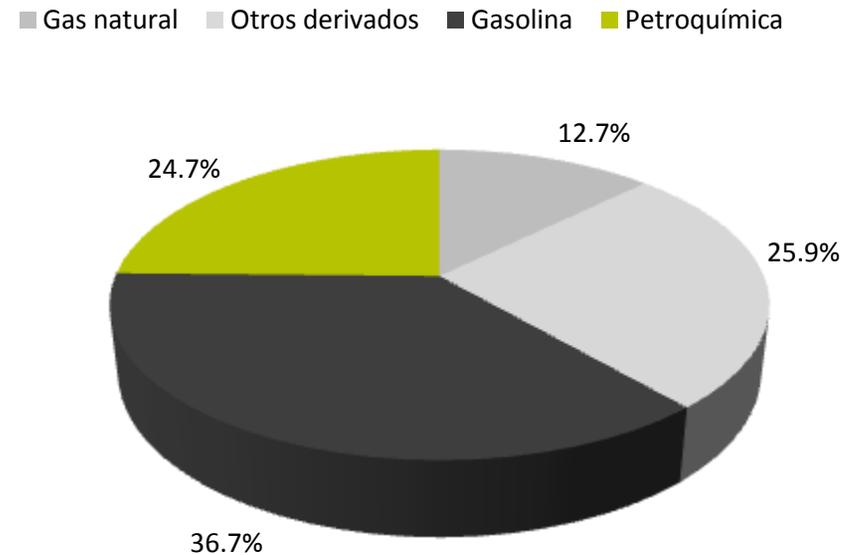
México es un exportador de petróleo. En 2013, cuando el WTI promedió un precio de 97.9 dólares por barril, las exportaciones mexicanas relacionadas con petróleo fueron de 631.6 mil millones de pesos. Por otro lado, las importaciones fueron de 520.9Mmdp, ello se debe a la falta de una industria desarrollada de refinación de crudo. Las importaciones de gasolina representan más de una tercera parte de las compras al exterior relacionadas con petróleo.

PETRÓLEO – IMPACTO EN LA BALANZA COMERCIAL

Exportaciones



Importaciones



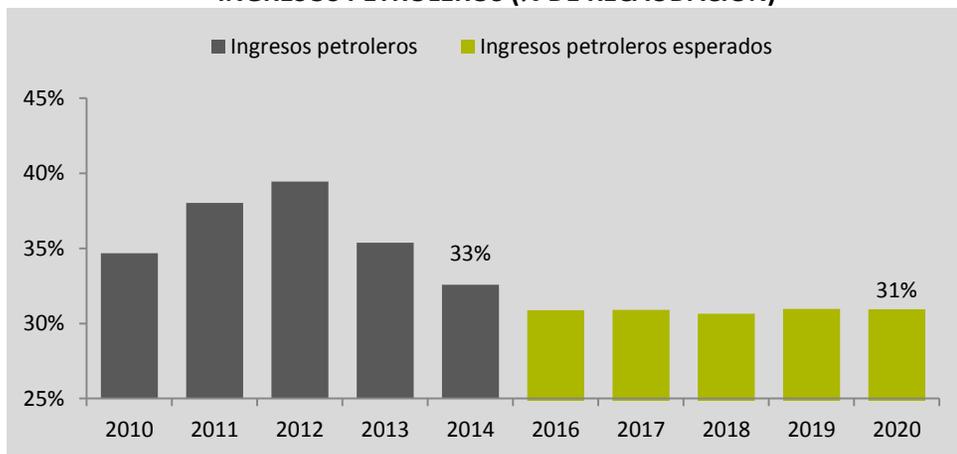
Fuente: Grupo financiero BX+ con información de INEGI y BX+.

La sensibilidad de las exportaciones petroleras y las importaciones de derivados de petróleo es distinta. Debido a que la venta hacia el exterior es, en su mayor parte, de crudo, el valor de las mismas está expuesto de manera directa a las variaciones en los mercados internacionales. Por otro lado, las importaciones se componen de combustibles procesados, petroquímicos y otros derivados del petróleo. La sensibilidad de estos productos es menor debido a que conllevan procesos industriales. Ello explica que ante un movimiento en los precios del petróleo, las exportaciones se vean afectadas en mayor medida que las importaciones. Por ello, **a pesar de que la balanza petrolera ha sido históricamente positiva, podría tornarse negativa en 2015 si continúa la caída en la producción petrolera y los precios del crudo se mantienen en niveles bajos.**

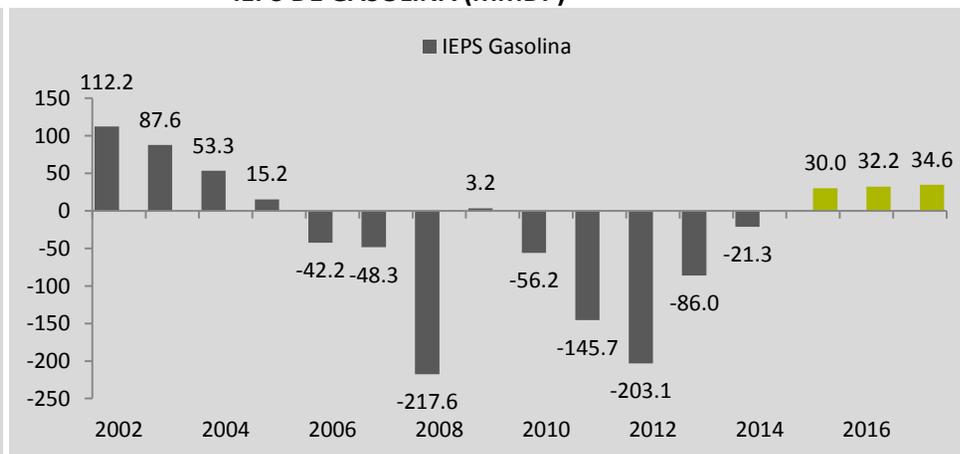
RIESGOS PARA FINANZAS PÚBLICAS

Las finanzas públicas dependen sustancialmente de los ingresos petroleros, la elaboración de la Ley de Ingresos y del Presupuesto contemplan una estimación del precio del crudo, con la cual se propone un monto de ingresos y gastos estimados. Por ello, variaciones en el precio del petróleo afectan el monto que el sector público espera recaudar. **A pesar de la reforma energética persiste alta dependencia (30%) del petróleo en los ingresos del sector público.** De acuerdo con la Ley de Ingresos de la Federación para el ejercicio fiscal 2015, en los últimos 5 años, los ingresos presupuestarios del sector público han promediado 22.7% del PIB. De estos, 36% son ingresos petroleros. Por otro lado, se espera que para los próximos cinco años (2016-2020), los ingresos del gobierno mantenga una proporción similar (23.6% del PIB) y que los ingresos petroleros se reduzcan 5 puntos porcentuales, pasando de 36% a 31% de PIB.

INGRESOS PETROLEROS (% DE RECAUDACIÓN)



IEPS DE GASOLINA (MMDP)



Fuente: Elaboración propia con información de SHCP (LIF 2015), FMI (WEO), SHCP y BX+-

Coberturas Petroleras: Dado que los ingresos petroleros de 2015 están cubiertos y el Impuesto Especial a gasolinas probablemente estará en línea con lo estimado (30Mmdp), el riesgo para las finanzas públicas en el próximo año es limitado. De acuerdo a la Ley de Ingresos de la Federación 2015, el tipo de cambio promedio estimado por la SHCP es de 13.40 para todo el año, mientras que las coberturas petroleras serán a un precio promedio de 76.4 dólares por barril. El precio del petróleo ha alcanzado cifras inferiores a 50 dólares por barril, situando la cotización actual 35% por debajo de la cobertura. Es decir, si no hubiese habido una cobertura para 2015 y los precios se mantuvieran en promedio alrededor de 50 dólares, **la pérdida en los ingresos fiscales por petróleo habría sido de 35%, lo cual equivale a más de 300 mil millones de pesos o 23 mil millones de dólares.** Ello se compara con el costo de las coberturas petroleras de 10.5 mil millones de pesos.

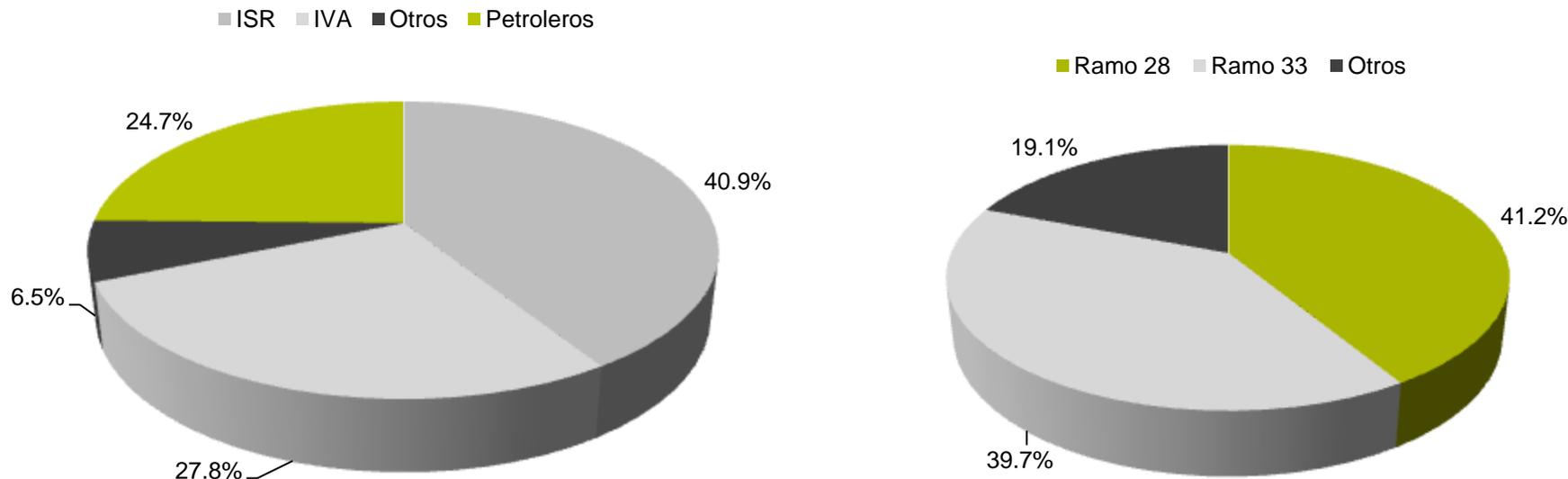
IEPS de Gasolina: En el lado positivo, debido a que el IEPS de gasolina funciona como un impuesto cuando el precio del combustible es menor al precio internacional y como un subsidio cuando es superior al mismo, para 2015, la SHCP estima que la recaudación por el mismo sea de 30 mil millones de pesos. Ello se deriva del incremento en el precio de la gasolina en enero de 2015. La perspectiva del sector petrolífero de la Secretaría de Energía muestra que la demanda de gasolina podría incrementarse 4.4% en los siguientes tres años, mientras que en 2016 y 2017 también habrá incrementos en el precio de la misma de acuerdo con la inflación esperada. Ello resulta en una captación en 2016 y 2017 por IEPS a gasolinas de 32.2 y 34.6 mil millones de pesos de acuerdo con nuestras estimaciones.



Impacto en las finanzas públicas de municipios

La Recaudación Federal Participable (RFP) distribuye recursos para los Estados y Municipios mediante los Ramos 28 y 33. El monto que se asigna depende de tres variables: 1) evolución de la economía (ISR, IVA, IEPS), 2) el precio del petróleo y 3) la política fiscal del Gobierno Federal. Por otra parte, casi 25% del gasto federalizado, el cual se asigna a los municipios, proviene del petróleo, por lo cual existe un riesgo de menores recursos para asignar a municipios.

PETRÓLEO – RECAUDACIÓN FEDERAL PARTICIPABLE Y GASTO FEDERALIZADO



Fuente: Grupo financiero BX+ con información de SHCP.

CAMBIO TOTAL EN EXPECTATIVAS

	2015e previo	2015e	Diferencia
PIB (a/a%)	3.50%	3.20%	0.3pp
Balance Fiscal (%PIB)	-3.50%	-3.70%	0pp
Tasa de Interés (%)	3.50%	3.50%	0pp
Tipo de Cambio (\$)	13.0	14.1	-7.8%
Mezcla Mexicana (dls/brl.)	79.0	59.6	-32.6%

En nuestro escenario base, en el cual el precio de la mezcla cotizara en promedio en 2015 en 56.9 dólares por barril, esperamos que el PIB crezca 30 puntos base menos que nuestra estimación previa de 3.5%.

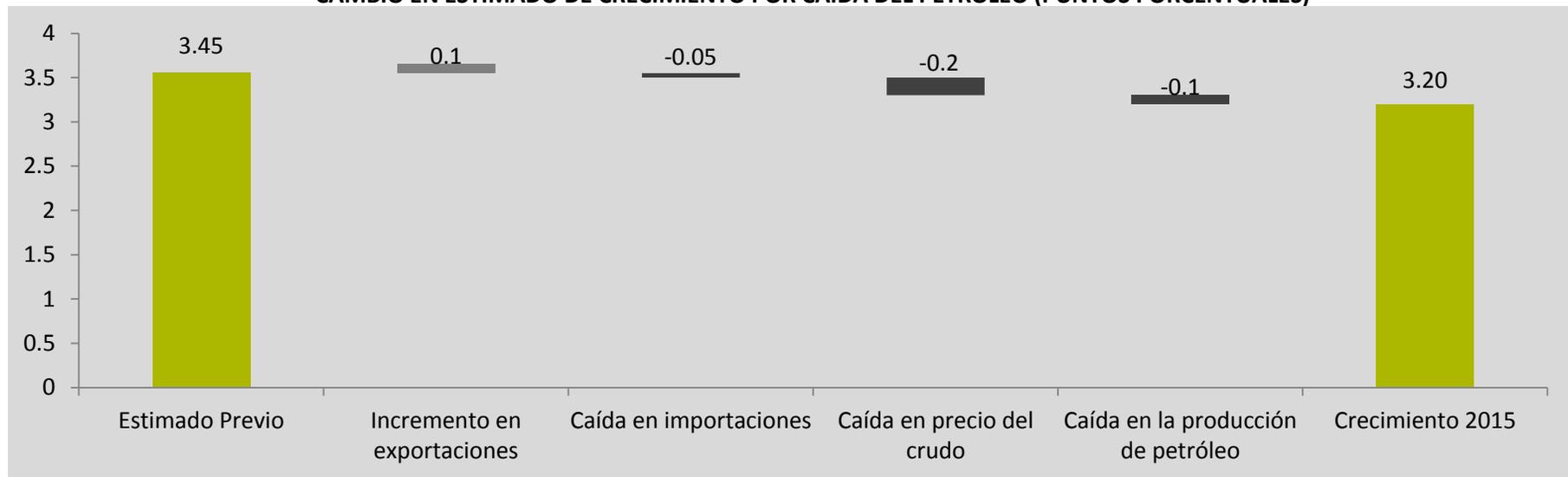
Debido a un menor PIB (base de comparación) y a un deterioro de las finanzas municipales, estimamos que el déficit público podría ubicarse en 3.7%.

Estimamos un tipo de cambio de 14.10 pesos por dólar al finalizar el año, después de que en las primeras jornadas del año alcanzó niveles intradía de 15 pesos por dólar. Esta variación implica una apreciación de 6.0%, la mayor para mercados emergentes, exceptuando el rublo (+19%).

Debido a la caída del precio del crudo, estimamos que la economía crecerá 3.2% en 2015, ello se debe a que, a pesar de que existen coberturas petroleras que aseguran que el gobierno podrá recibir ingresos petroleros a un precio de 79 dólares por barril, ello representa una caída con respecto al precio promedio de 87.7 dólares por barril. Por otro lado, la caída en la producción de petróleo también seguirá jugando en contra, restando 10pb en 2015 desde nuestro escenario inicial.



CAMBIO EN ESTIMADO DE CRECIMIENTO POR CAÍDA DEL PETRÓLEO (PUNTOS PORCENTUALES)



Fuente: Grupo financiero BX+.

ESCENARIOS PROBABLES 2016

Para 2016 asumimos que la producción petrolera se mantiene en un nivel de 2.4 millones de barriles al día, misma cifra esperada que para 2015. A continuación se presenta la proporción que representaría la producción petrolera en relación al PIB a diferentes niveles de precio del petróleo y tipo de cambio. A los niveles actuales, por cada peso que se deprecia la divisa, los ingresos por petróleo se incrementarían en 20Mmdp, mientras que por cada dólar que cae el precio del crudo, los ingresos petroleros se contraen en 5Mmdp. De 2014 a 2015, los ingresos petroleros se reducirán aproximadamente 100Mmdp. Dadas las cotizaciones actuales, para 2016, la reducción podría ser de hasta 120Mmdp (0.6%).

Tipo de Cambio MXN/USD					
Precio de Crudo	13.00	13.50	14.00	14.50	15.00
100	2.7%	2.8%	2.9%	3.0%	3.1%
90	2.4%	2.5%	2.6%	2.7%	2.8%
60	1.6%	1.7%	1.7%	1.8%	1.8%
50	1.3%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%

El panorama de mediano plazo es complicado por tres razones. 1) La mezcla podría mantenerse por debajo de 70 dólares en los próximos años, 2) la producción petrolera seguirá cayendo y 3) se espera que al final de la administración, y a pesar de la reforma energética, la dependencia petrolera de los ingresos públicos siga siendo superior a 30%.





REVELACIÓN DE INFORMACIÓN DE REPORTES DE ANÁLISIS DE **CASA DE BOLSA VE POR MÁS, S.A. DE C.V., GRUPO FINANCIERO VE POR MÁS**, destinado a los clientes de CONFORME AL ARTÍCULO 50 DE LAS Disposiciones de carácter general aplicables a las casas de bolsa e instituciones de crédito en materia de servicios de inversión (las “Disposiciones”).

Carlos Ponce Bustos, Rodrigo Heredia Matarazzo, Laura Alejandra Rivas Sánchez, Marco Medina Zaragoza, José María Flores Barrera, Andrés Audiffred Alvarado, Juan José Reséndiz Téllez, Juan Antonio Mendiola Carmona, José Isaac Velasco, Edmond Kuri Sierra, Dolores María Ramón Correa y Daniel Sánchez Uranga, Analistas responsables de la elaboración de este Reporte están disponibles en, www.vepormas.com.mx, el cual refleja exclusivamente el punto de vista de los Analistas quienes únicamente han recibido remuneraciones por parte de BX+ por los servicios prestados en beneficio de la clientela de BX+. La remuneración variable o extraordinaria que han percibido está determinada en función de la rentabilidad de Grupo Financiero BX+ y el desempeño individual de cada Analista.

El presente documento fue preparado para (uso interno/uso personalizado) como parte de los servicios asesorados y de Análisis con los que se da seguimiento a esta Emisora, bajo ningún motivo podrá considerarse como una opinión objetiva sobre la Emisora ni tampoco como una recomendación generalizada, por lo que su reproducción o reenvío a un tercero que no pueda acreditar su recepción directamente por parte de Casa de Bolsa Ve Por Más, S.A. de C.V. libera a ésta de cualquier responsabilidad derivada de su utilización para toma de decisiones de inversión.

Las Empresas de Grupo Financiero Ve por Más no mantienen inversiones arriba del 1% del valor de su portafolio de inversión al cierre de los últimos tres meses, en instrumentos objeto de las recomendaciones. Los analistas que cubren las emisoras recomendadas es posible que mantengan en su portafolio de inversión, la emisora recomendada. Conservando la posición un plazo de por lo menos 3 meses. Ningún Consejero, Director General o Directivo de las Empresas de Grupo Financiero, fungen con algún cargo en las emisoras que son objeto de las recomendaciones.

Casa de Bolsa Ve por Más, S.A. de C.V. y Banco ve por Más, S.A., Institución de Banca Múltiple, brindan servicios de inversión asesorados y no asesorados a sus clientes personas físicas y corporativos en México y en el extranjero. Es posible que a través de su área de Finanzas Corporativas, Cuentas Especiales, Administración de Portafolios u otras le preste o en el futuro le llegue a prestar algún servicio a las sociedades Emisoras que sean objeto de nuestros reportes. En estos supuestos las entidades que conforman Grupo Financiero Ve Por Más reciben contraprestaciones por parte de dichas sociedades por sus servicios antes referidos. La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos fidedignas, aún en el caso de estimaciones, pero no es posible realizar manifestación alguna sobre su precisión o integridad. La información y en su caso las estimaciones formuladas, son vigentes a la fecha de su emisión, están sujetas a modificaciones que en su caso y en cumplimiento a la normatividad vigente señalarán su antecedente inmediato que implique un cambio. Las entidades que conforman Grupo Financiero Ve por Más, no se comprometen, salvo lo dispuesto en las “Disposiciones” en términos de serializar los reportes, a realizar compulsas o versiones actualizadas respecto del contenido de este documento.

Toda vez que este documento se formula como una recomendación generalizada o personalizada para los destinatarios específicamente señalados en el documento, no podrá ser reproducido, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido parcial o totalmente aún con fines académicos o de medios de comunicación, sin previa autorización escrita por parte de alguna entidad de las que conforman Grupo Financiero Ve por Más.

Categorías y Criterios de Opinión

CATEGORÍA CRITERIO	CARACTERÍSTICAS	CONDICION EN ESTRATEGIA	DIFERENCIA VS. RENDIMIENTO IPyC
FAVORITA	Emisora que cumple nuestros dos requisitos básicos: 1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva. Los 6 elementos que analizamos para identificar una empresa extraordinaria son: Crecimiento, Rentabilidad, Sector, Estructura Financiera, Política de Dividendos, y Administración. Una valuación atractiva sucede cuando rendimiento potencial del Precio Objetivo es superior al estimado para el IPyC.	Forma parte de nuestro portafolio de estrategia	Mayor a 5.00 pp
¡ATENCIÓN!	Emisora que está muy cerca de cumplir nuestros dos requisitos básicos: 1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva. Los 6 elementos que analizamos para identificar una empresa extraordinaria son: Crecimiento, Rentabilidad, Sector, Estructura Financiera, Política de Dividendos, y Administración. Una valuación atractiva sucede cuando rendimiento potencial del Precio Objetivo es superior al estimado para el IPyC.	Puede o no formar parte de nuestro portafolio de estrategia	En un rango igual o menor a 5.00 pp
NO POR AHORA	Emisora que por ahora No cumple nuestros dos requisitos básicos: 1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva. Los 6 elementos que analizamos para identificar una empresa extraordinaria son: Crecimiento, Rentabilidad, Sector, Estructura Financiera, Política de Dividendos, y Administración. Una valuación atractiva sucede cuando rendimiento potencial del Precio Objetivo es superior al estimado para el IPyC.	No forma parte de nuestro portafolio de estrategia	Menor a 5.00 pp





Directorio

DIRECCIÓN

Alejandro Finkler Kudler	Director General / Casa de Bolsa	55 56251500 x 1523	afinkler@vepormas.com.mx
Carlos Ponce Bustos	Director Ejecutivo de Análisis y Estrategia	55 56251537 x 1537	cponce@vepormas.com.mx
Fernando Paulo Pérez Saldivar	Director Ejecutivo de Mercados	55 56251517 x 1517	fperez@vepormas.com.mx
Juan Mariano Cerezo Ruiz	Director de Mercados	55 56251609 x 1609	jcerez@vepormas.com.mx
Manuel Antonio Ardines Pérez	Director De Promoción Bursátil	55 56251500 x 9109	mardines@vepormas.com.mx
Jaime Portilla Escalante	Director De Promoción Bursátil Monterrey	81 83180300 x 7329	jportilla@vepormas.com.mx
Ingrid Monserrat Calderón Álvarez	Asistente Dirección de Análisis y Estrategia	55 56251541 x 1541	icalderon@vepormas.com.mx

ANÁLISIS BURSÁTIL

Rodrigo Heredia Matarazzo	Subdirector - Sector Minería	55 56251515 x 1515	rheredia@vepormas.com.mx
Laura Alejandra Rivas Sánchez	Proyectos y Procesos Bursátiles	55 56251514 x 1514	lrivas@vepormas.com.mx
Marco Medina Zaragoza	Vivienda / Infraestructura / Fibras	55 56251500 x 1453	mmedinaz@vepormas.com.mx
Jose Maria Flores Barrera	Alimentos / Bebidas / Consumo Discrecional	55 56251500 x 1451	jfloresb@vepormas.com.mx
Andrés Audiffred Alvarado	Telecomunicaciones / Financiero	55 56251530 x 1530	aaudiffred@vepormas.com.mx
Juan Jose Reséndiz Téllez	Análisis Técnico	55 56251511 x 1511	jresendiz@vepormas.com.mx
Juan Antonio Mendiola Carmona	Analista Proyectos y Procesos Bursátiles y Mercado	55 56251508 x 1508	jmendiola@vepormas.com.mx
Daniel Sánchez Uranga	Editor Bursátil	55 56251529 x 1529	dsanchez@vepormas.com.mx

ESTRATEGIA ECONOMICA

José Isaac Velasco Orozco	Gerente Economía / México	55 56251500 x 1454	ivelascoo@vepormas.com.mx
Edmond Kuri Sierra	Analista Económico / Estados Unidos	55 56251500 x 1725	ekuri@vepormas.com.mx
Dolores Maria Ramón Correa	Analista Económico / Internacional	55 56251500 x 1546	dramon@vepormas.com.mx

ADMINISTRACION DE PORTAFOLIOS

Mónica Mercedes Suarez	Director de Gestión Patrimonial	55 11021800 x 1964	mmsuarez@vepormas.com.mx
Mario Alberto Sánchez Bravo	Subdirector de Administración de Portafolios	55 56251513 x 1513	masanchez@vepormas.com.mx
Ana Gabriela Ledesma Valdez	Gestión de Portafolios	55 56251526 x 1526	qledesma@vepormas.com.mx
Ramón Hernández Vargas	Sociedades de Inversión	55 56251536 x 1536	rhernandez@vepormas.com.mx
Juan Carlos Fernández Hernández	Sociedades de Inversión	55 56251545 x 1545	jfernandez@vepormas.com.mx
Heidi Reyes Velázquez	Promoción de Activos	55 56251534 x 1534	hreyes@vepormas.com.mx

