

México

DÉJÀ VU

- **México enfrenta un contexto complicado, marcado por un panorama externo más complejo y mayor incertidumbre a nivel local debido a la política macroeconómica del nuevo gobierno.**
- **El Programa Económico de 2019 contempla una amplia reasignación del gasto público y un cambio en las prioridades de la política económica. Aunque el nuevo gobierno está comprometido con la disciplina fiscal, la gran duda sigue siendo su capacidad de ceñirse al presupuesto.**
- **Esperamos un crecimiento mediocre en 2019, de 1.6%, debido a la incertidumbre a nivel local, las mayores inquietudes de los mercados y el impacto de las altas tasas de interés.**
- **Se espera que el Banco Central de México suba la tasa otros 25 puntos base en la primera mitad de 2019, para finalizar el año en 8.50%.**

En 2018 los mexicanos votaron para dar una sacudida al status-quo político y eligieron a Andrés Manuel López Obrador (AMLO) como nuevo presidente, al tiempo que otorgaron a su movimiento político una mayoría en el Congreso muy cercana a la necesaria para realizar cambios en la constitución. El principal mensaje de campaña de AMLO fue terminar con la corrupción, gracias a lo cual se liberarían muchos recursos desperdiciados que serían utilizados por el gobierno para promover un crecimiento económico más vigoroso e inclusivo. Desde su punto de vista, el "neoliberalismo" es el responsable del anémico crecimiento de México y, por lo tanto, es un sistema que debe ser revertido. Su lectura de la realidad se basa en la nostalgia que le provoca el desempeño económico del país durante la década de los sesenta, cuando México creció a un promedio de 6%, con una inflación controlada y cuando el gobierno tenía una injerencia muy fuerte (incluso autoritaria) sobre la economía. Parece que la presidencia tratará de revivir ese modelo, en que el gobierno tomaba muchas decisiones económicas a nivel general y el presidente tomaba las más importantes desde el Palacio Nacional. Con ello, da la impresión de que nos hemos olvidado de todos los años perdidos durante el fin de la década de los setenta y los ochenta, cuando nuestro país luchó por corregir todas las distorsiones y problemas generados por dicho modelo, en el que estaba presente esa "fuerte injerencia" gubernamental, además de que el mundo ha cambiado significativamente desde entonces.

Algunas de las ideas del nuevo gobierno para ser más inclusivo provocan inquietud. Las llamadas *consultas públicas* para determinar si se continúa con la implementación de ciertos proyectos públicos es una herramienta que ya se utilizó para justificar, por ejemplo, la cancelación del nuevo aeropuerto de Texcoco y algunas otras decisiones. Este nuevo mecanismo político estuvo muy lejos de ser representativo, ya que solamente el 1% del padrón electoral participó en el ejercicio, y quienes lo hicieron dejaron de lado los criterios de lógica económica y favorecieron la ideología política. La decisión sobre Texcoco sumó un gran caudal de incertidumbre al panorama económico, y se espera que cobre una elevada factura a la confianza de los inversionistas durante los próximos años. Además, la postura ambivalente de AMLO con respecto a la reforma energética significa que posiblemente se reevaluará el ritmo y el alcance de la implementación, puesto que las nuevas subastas petroleras se han interrumpido por el momento y los proyectos de subexplotación se han pospuesto hasta la segunda mitad de 2019.

CONTACTOS

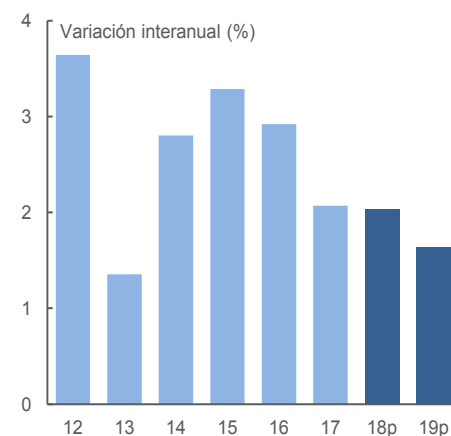
Mario Correa, Director Estudios Económicos
 52.55.5123.2683 (México)
 Scotiabank Mexico
mcorrea@scotiab.com.mx

México	2017	2018e	2019p	2020p
PIB real (variación % anual)	2.1	2.0	1.6	2.3
IPC (% interanual, cierre)	6.8	4.8	4.3	3.8
Tasa del banco central (% , cierre)	7.25	8.25	8.50	7.50
Peso mexicano (USDMXN, cierre)	19.66	19.65	21.36	21.81

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

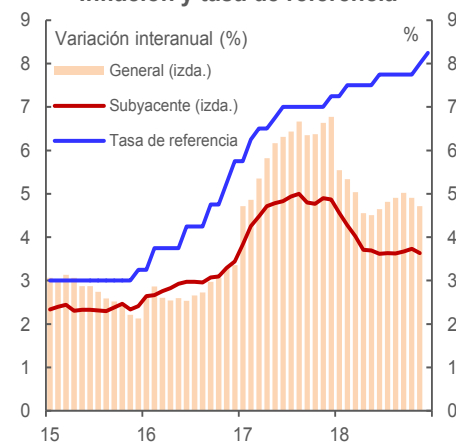
Crecimiento anual del PIB



p: previsión. Fuentes: Scotiabank Economics, INEGI.

Gráfico 2

Inflación y tasa de referencia



Frecuencia: Mensual
 Fuentes: Scotiabank Economics, INEGI.

Estos anuncios rápidamente generaron inquietud en los mercados, la cual se reflejó en un deterioro significativo de los indicadores financieros. Por ejemplo, el peso mexicano sufrió una marcada depreciación en los meses recientes, mientras que el incremento del riesgo país es reflejo de que los inversionistas están demandando primas de riesgo más altas para los activos mexicanos. Incluso, después de la decisión de cancelar el nuevo aeropuerto, la percepción del riesgo país se incrementó drásticamente y las tasas de interés del bono mexicano a 10 años llegaron a tasas que no se veían desde la crisis financiera (+9.24%), mientras que los CDS mexicanos a 10 años también se situaron en niveles similares a los registrados tras la victoria de Trump.

Del lado positivo, el nuevo acuerdo alcanzado entre los gobiernos de México, Canadá y Estados Unidos para actualizar el tratado de libre comercio contribuyó a reducir la incertidumbre relacionada con las reglas de comercio entre los tres países. Aun cuando el nuevo acuerdo puede enfrentar cierta resistencia por parte del Congreso de los Estados Unidos, nuestro escenario base considera que tarde o temprano se obtendrá la aprobación legislativa en las tres naciones.

El Programa Económico aprobado para 2019 le dio cierto respiro a los mercados y los inversionistas reaccionaron positivamente, ya que los supuestos macroeconómicos, en general, no estuvieron muy alejados de la realidad, y las estimaciones de las finanzas públicas dieron a entender que el nuevo gobierno está comprometido con la disciplina fiscal, con un superávit primario de 1% del PIB, mientras que la relación de la deuda externa con respecto al PIB se mantendría sin cambios, en 45.3%.

En términos generales, el presupuesto contempla una amplia reasignación del gasto público, con un ajuste significativo de los recursos en los presupuestos de las instituciones y organismos autónomos, así como un cambio en las prioridades políticas. Además, el gobierno dio prioridad a la consolidación fiscal, aun cuando tiene muy poco margen de maniobra. Incluso si el crecimiento de los ingresos fiscales (+7.0% en términos anuales reales, en comparación con lo esperado al cierre de 2018) y los recortes de los gastos operativos (que representan 0.7% del PIB) lucen un tanto optimistas, la gran duda sigue siendo la capacidad o voluntad del gobierno de ceñirse al presupuesto, pues todavía falta por ver qué impacto tendrá en la actividad económica el programa de reasignación de recursos.

Los principales proyectos que la nueva administración ha incluido en el Presupuesto de Egresos 2019 suman MXN 251,600 millones. Los proyectos pueden dividirse en tres categorías principales: en primer lugar, programas sociales, los cuales consisten en dar ayudas monetarias a las personas más necesitadas, incluyendo el *Programa de pensión para personas con discapacidad* (MXN 7,000 millones) y la *Pensión para el bienestar de los adultos mayores* (MXN 100,000 millones). En segundo lugar, el gobierno da prioridad a los programas de infraestructura pública, tales como el *Tren Maya* (MXN 6,000 millones), la *Modernización y rehabilitación de infraestructura aeroportuaria* (MXN 18,000 millones), y finalmente el *Programa nacional de reconstrucción*, el cual busca reconstruir las zonas afectadas por los terremotos (MXN 8,000 millones). En tercer lugar, fueron considerados programas de empleo y producción, incluyendo el programa *Jóvenes construyendo el futuro* (MXN 44,300 millones), que otorga becas a estudiantes de educación superior. Finalmente, el Plan Energético presentado por AMLO prevé la construcción de una nueva refinería en Dos Bocas, Tabasco, por un total de MXN 50,000 millones.

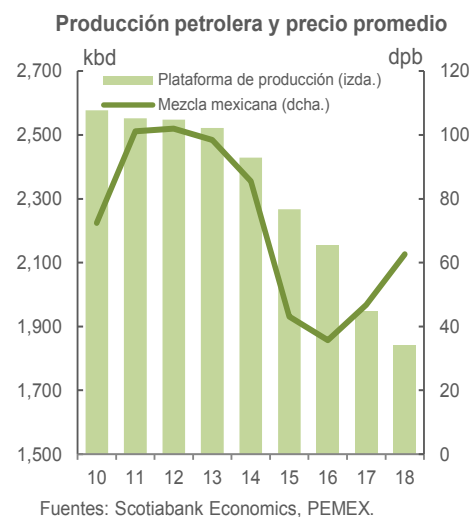
PERSPECTIVAS

Con respecto al panorama económico, el 2019 será un año de grandes retos para la economía mexicana. Hemos ajustado nuestro escenario macro principal para incorporar la incertidumbre local, que se ha intensificado con las nuevas políticas gubernamentales, en medio de un panorama externo más complejo y las condiciones financieras más difíciles.

En cuanto a los factores externos, consideramos que los riesgos se han incrementado. Aun cuando se espera que el crecimiento global continúe a buen ritmo en 2019, existen cada vez más preocupaciones sobre una desaceleración que podría presentarse más rápido de lo previsto, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Además del debilitamiento de la actividad económica por la madurez de los periodos cíclicos, creemos que las tensiones comerciales, los cada vez mayores riesgos geopolíticos y las condiciones financieras más apretadas pueden disminuir la confianza de las empresas y desencadenar volatilidad en los mercados, lo cual agregaría aún más presión a los mercados emergentes.

Dentro del país, creemos que continuará la incertidumbre bajo el nuevo marco político, lo que afectará significativamente tanto la inversión como el consumo privado. Se esperan retrasos significativos en el ejercicio del gasto público durante este año, debido a la curva de aprendizaje por la que naturalmente tiene que pasar la nueva administración, y que además se verá agravada por los cambios profundos que el nuevo gobierno

Gráfico 3



está implementando, tales como la Ley Federal de Remuneraciones de los Servidores Públicos, la cual establece topes salariales para los empleados de nivel superior, y que se traduce en menores incentivos para los interesados en desarrollarse profesionalmente en el servicio público, por lo que es muy probable que esta pérdida de capital humano afecte la eficacia del gobierno. Aunque la disciplina fiscal es un área de enfoque en el Programa Económico de 2019, se vislumbran riesgos en la ejecución, debido a la capacidad del nuevo gobierno para ejercer el presupuesto recién presentado, así como efectos colaterales en la economía provocados por la citada reasignación de recursos públicos.

En este sentido, esperamos un débil crecimiento de la actividad económica y del empleo, así como un ligero incremento de las tasas de interés y presiones al alza en el tipo de cambio. Además, se espera que el consumo privado siga reduciendo su ritmo, debido a la incertidumbre y las crecientes inquietudes de los mercados. En nuestra evaluación, notamos que la inversión privada registrará una contracción como consecuencia de los factores mencionados anteriormente, sumada a cierta pérdida de confianza de los inversionistas. Esa confianza no se recuperará fácilmente, e incluso percibimos que hay amplias posibilidades de que siga deteriorándose en el futuro. Vale la pena mencionar que, incluso dentro de las expectativas macroeconómicas de la Secretaría de Hacienda, se espera que las inversiones no tengan crecimiento en 2019.

En contraste, vemos que el mercado externo seguirá siendo el sector más dinámico. Incluso si la actividad industrial disminuye en alguna medida en los Estados Unidos, esperamos que las exportaciones tengan un desempeño positivo, al que contribuirá la debilidad del peso mexicano. Vemos también una oportunidad para que este sector amplíe su participación de mercado, ya que los aranceles impuestos a China por Estados Unidos pueden contribuir a que las exportaciones mexicanas resulten más atractivas para los compradores norteamericanos. Finalmente, el panorama inflacionario mejoraría ligeramente en 2019, con una tasa de inflación general que caería a 4.34%. Por el contrario, esperamos cierta resistencia a que la inflación subyacente disminuya, dados los recientes efectos colaterales del debilitamiento del peso.

Brasil

CRECIMIENTO TENUE Y REFORMAS MODERADAS EN CAMINO

- Prevedemos que la economía brasileña crezca a una tasa bastante moderada de 2.3% en 2019, porque tanto la producción industrial como la demanda interna limitarán el crecimiento. El gasto público no debería variar mucho, ya que el programa de reformas del nuevo gobierno: a) no es muy ambicioso; y b) enfrenta obstáculos políticos. Sin un ajuste fiscal, el efecto de desplazamiento continuará siendo un problema, y sin reformas, la productividad seguirá restringiendo el crecimiento.
- Entre las reformas para las que auguramos un resultado positivo se encuentra la independencia del Banco Central de Brasil (BCB). El otorgamiento de más autonomía formal al banco central y la reforma de la TJLP (tasa de referencia a largo plazo para los créditos del BNDES) efectuada por el presidente Temer podrían fomentar la disminución de la tasa de interés real neutral, lo que sería uno de los pocos cambios estructurales positivos para la economía de Brasil. Sin embargo, pese a estas mejoras, pensamos que el BCB aumentará las tasas de interés con más intensidad de lo que dejan entrever la curva DI (swaps locales de tasas de interés) y la encuesta Focus del organismo.

EL CRECIMIENTO SEGUIRÁ SIENDO TENUE

La encuesta Focus del BCB sitúa el crecimiento de 2019 en 2.55%, un poco por encima de nuestro pronóstico de 2.3%. Debido a la baja tasa de inversión del país (prácticamente siempre en menos de 18% del PIB), la desaceleración de la economía global y la disminución y mayor volatilidad de los precios de las materias primas, la tasa de crecimiento potencial de Brasil es hoy apenas una sombra de lo que era a principios de la década de 2000. Hasta el momento, no hemos visto ninguna gran propuesta de incremento de la productividad por parte del nuevo gobierno y creemos que las iniciativas de ajuste fiscal y reforma del sistema de pensiones mejorarán muy poco el déficit fiscal, lo que significa que el efecto de desplazamiento (*crowding out*) del sector público continuará siendo un problema.

Aunque la producción industrial de Brasil mejoró un poco el año pasado, su tasa promedio de crecimiento anual (en los últimos 12 meses para los cuales tenemos datos) apenas ha sido de 2.3%. Puesto que el crecimiento global se está desacelerando y las tasas de interés de Brasil van en aumento, es poco probable que la actividad industrial tome un gran impulso a corto plazo; más bien parece haber perdido vigor en los últimos meses. Asimismo, la demanda de consumo ha aumentado un poco en los últimos meses, pero a un ritmo suave. En general, no hay muchas señales que nos permitan afirmar que el crecimiento económico podría acelerarse, a menos que se produzca un fuerte shock externo inesperado, ya sea en los precios de las materias primas o la demanda externa.

Con respecto a las reformas, como hemos venido señalando desde hace varios meses, no creemos que el gobierno sea capaz de lograr mucho más que: 1) una reforma modesta del sistema de pensiones (que se aplicaría solo a los empleados públicos y, en principio, solo a los “nuevos trabajadores”; sería una sorpresa positiva que se incluyera a “todos los trabajadores”); b) la aprobación de la ley de independencia del BCB (estableciendo mandatos fijos para los miembros de la junta directiva); y c) un avance moderado en la capitalización de las compañías públicas, con el escenario sorpresivamente positivo de mayor participación privada en empresas como Eletrobras. En suma, estas reformas son buenas noticias, pero están muy lejos de lo que se necesita desde el punto de vista de la productividad y las finanzas públicas.

CONTACTOS

Eduardo Suárez, Vicepresidente, Análisis Económico, América Latina
 52.55.9179.5174 (México)
 Scotiabank Economics
eduardo.suarez@scotiabank.com

Brasil	2017	2018e	2019p	2020p
PIB real (variación % anual)	1.1	1.1	2.3	2.5
IPC (% interanual, cierre)	3.0	4.1	5.2	5.4
Tasa del banco central (% , cierre)	7.00	6.50	8.25	8.75
Real brasileño (USDBRL, cierre)	3.31	3.88	4.27	4.52

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1



EL ROMPECABEZAS DE LA POLÍTICA MONETARIA

Brasil tiene una de las tasas de política monetaria neutrales más altas del mundo, en un rango estimado de 4.5%–5.5%. [Esto ocurre por varias razones](#), entre ellas: 1) la baja tasa de ahorro; 2) la segmentación del mercado de crédito; 3) la prima de riesgo fiscal; 4) la inercia de la inflación debido a la indexación; y 5) la ausencia de un banco central formalmente autónomo, lo que significa que el ciclo político interfiere con el ciclo monetario. Las buenas noticias en este ámbito son:

- La reforma de la TJLP que aprobó el presidente Temer puede reducir la segmentación del mercado de crédito brasileño. Una de las razones de esta segmentación era que el BNDES otorgaba un gran volumen de créditos a lo que era una tasa de interés muy subsidiada (la TJLP) pero, en vez dárselos a quienes no tenían acceso al mercado crediticio, los concedía a los “campeones nacionales”. El resultado de esta política era que los deudores preferenciales salían del mercado, dejando un volumen más riesgoso de prestatarios para los mercados públicos.
- Aunque todavía dudamos que el gobierno de Bolsonaro lleve a cabo grandes reformas, en nuestro escenario base suponemos que tendremos una versión moderada de la reforma del sistema de pensiones, junto con la “independencia del BCB” como principales logros de la nueva administración. Se espera que los miembros de la junta directiva del BCB tengan mandatos fijos y escalonados, con lo que estarían menos expuestos a los cambios del poder ejecutivo.

Nuestro análisis sostiene que estas dos medidas combinadas eliminarán parcialmente los factores que mantienen las tasas de interés de Brasil en un nivel elevado. No creemos que esto será suficiente para comprimir la tasa real neutral al rango de 1.5%–2.5% que tiene Colombia (y que hasta hace poco tenía México), pero no nos sorprendería que la tasa real neutral de Brasil bajara gradualmente a 3.5%–4.5%, a medida que disminuye la segmentación del mercado de crédito y el BCB obtiene una independencia formal. Por lo tanto, hay que estar muy atentos a la aprobación de la ley del BCB, así como a la evolución de la inflación, para ver si nuestras expectativas actuales sobre la tasa SELIC son acertadas.

En cuanto a la evolución de la inflación, el panorama ha sido alentador para la inflación IGP-DI [compuesta por los precios al mayor (60%), precios al consumo (30%) y costos de construcción (10%)], pues el indicador cayó de su máximo de 10.5% a cerca de 8.5%. Sin embargo, gran parte de esta reducción se debió al repunte del real brasileño (BRL) en los días cercanos a las elecciones, y creemos que cualquier decepción en torno a las reformas será una fuente importante de riesgo para la moneda durante el próximo trimestre. Si observamos el IPP del sector manufacturero, podemos comprobar que persisten las presiones sobre los costos, con una inflación de precios de producción en 14%. Pese al nivel alto de la IGP-DI y el IPP de manufactura, la tasa IPCA se está comportando bastante bien, situándose en 4.05% en el mes de noviembre. Creemos que la clave para mantener bajo control la dinámica de la inflación será, en gran medida, la moneda y el hecho de si el efecto de la tasa de cambio continúa siendo desinflacionario. Recordemos que Brasil tiene un efecto traspaso de la tasa de cambio relativamente alto, de 20%–30%, lo que quiere decir que, una vez que la inflación entra en una senda alcista (cuyo motivo puede ser la depreciación de la moneda), el país tiene todavía muchos factores inflacionarios procíclicos; en otras palabras, es difícil detener la espiral inflacionaria.

Según el mercado de tasas DI, el BCB aumentará las tasas en unos 25 bps en 2019. Esto significaría que, si la inflación se mantiene como espera el consenso (4.0%), la postura monetaria cerraría el año estando todavía en territorio holgado (solo 2.75% de tasa real). Suponiendo que las reformas contribuyen a comprimir la tasa real neutral, seguimos pensando que las tasas DI subestiman el ciclo de endurecimiento del BCB y el momento de la intervención. Nuestro escenario base es que el BCB comenzará el ciclo de endurecimiento a principios del segundo trimestre de 2019 y que la tasa SELIC cerrará el año 2019 en 8.25%, con la tasa de inflación IPCA en 5.2%, en vez de la previsión de la encuesta Focus del BCB, que la ubica en 4.01%.

Con respecto a la tasa de cambio, como muchas monedas de mercados emergentes, el real brasileño se vio favorecido por la atenuación del ciclo de endurecimiento previsto de la Fed, tras la reunión de diciembre del FOMC. Sin embargo, de aquí en adelante, los participantes del mercado vigilarán muy de cerca si el gobierno de Bolsonaro cumple lo prometido en cuanto a las reformas, para las cuales prevemos resultados limitados. En consecuencia, pensamos que el cruce USD/BRL irá subiendo durante el primer trimestre de 2019. Además, un riesgo externo al que conviene estar muy atentos es el mercado accionario estadounidense: si la caída continúa, se puede intensificar la competencia por la asignación de activos en los mercados emergentes.

Colombia

LA REFORMA TRIBUTARIA CUMPLIRÁ SU OBJETIVO, PERO ¿EL BANCO CENTRAL SE HA QUEDADO REZAGADO?

- Aunque la reforma tributaria del gobierno se suavizó cuando pasó por el Congreso, la iniciativa debería contribuir a consolidar la calificación de grado de inversión de Colombia. Los recortes de impuestos corporativos deberían también impulsar la inversión privada, pudiendo aumentar así el potencial de crecimiento a largo plazo.
- En cambio, no compartimos los estimados del banco central sobre una “tasa real neutral” cercana al 1.4%. Tememos que el organismo se esté quedando rezagado en la curva, particularmente al hacer caso omiso de las condiciones de endurecimiento global, esperando que la economía colombiana vuelva a crecer a su tasa potencial este año.

REFORMA TRIBUTARIA: DECEPCIONANTE, PERO CUMPLIRÁ SU OBJETIVO

La reforma tributaria que el gobierno presentó en octubre se diluyó aún más en su paso por la cámara legislativa, pero parece ser suficiente para cumplir su función y conseguir que se alcancen las metas fiscales de 2019–2020. Se estima que la reforma incrementará los ingresos fiscales en unos 80–90 bps del PIB, menos de los 140 bps del PIB que esperaba el gobierno de Duque, pero esto debería ser más que suficiente para mantener la calificación de grado de inversión del gobierno. La mala noticia de todo el proceso, en nuestra opinión, fue básicamente la “oportunidad perdida” de realizar un verdadero cambio fiscal que redujera la dependencia del petróleo, cosa que siempre ha significado que cualquier caída de US\$10/bl del precio internacional del crudo se traduce en 40 bps de disminución del PIB.

En cuanto al crecimiento, el impacto negativo es que, para cumplir las metas establecidas en la regla fiscal, con los 50–60 bps de PIB que se perdieron en la versión final de la reforma, será necesario recortar el gasto en esa misma magnitud. Lo bueno es que el gobierno de Duque sí consiguió aliviar la carga tributaria del sector privado, de modo que la inversión privada podría repuntar, especialmente si nos equivocamos en nuestra previsión de un endurecimiento monetario más fuerte de lo que estima el consenso por parte del banco central y se estabilizan los precios del petróleo.

Ahora bien, ¿en cuánto se recortaron los impuestos corporativos?

- El impuesto sobre la renta se reducirá de 37% en 2018, a 33% en 2019, 32% en 2020, 31% en 2021 y luego a 30% a partir de 2022.
- Las empresas gozarán de deducciones del IVA por sus inversiones.
- El gobierno establecerá un impuesto de 15% a los dividendos de más de COP10.2 millones, lo que podría impulsar la inversión de empresas.

Alberto Carrasquilla, Ministro de Hacienda, espera que estos recortes de los impuestos corporativos eleven el crecimiento potencial en 40 bps a largo plazo, lo cual nos parece posible. Sin embargo, dos elementos de la reforma fiscal podrían tener un impacto más incierto:

- La sobretasa temporal de 4% al impuesto sobre la renta de los bancos en 2019 (que se reducirá a 3% en 2020 y 2021) podría afectar al sector financiero.

CONTACTOS

Eduardo Suárez, Vicepresidente, Análisis Económico, América Latina
 52.55.9179.5174 (México)
 Scotiabank Economics
eduardo.suarez@scotiabank.com

Colombia	2017	2018e	2019p	2020p
PIB real (variación % anual)	1.8	2.5	3.3	3.6
IPC (% interanual, cierre)	4.1	3.2	4.8	4.1
Tasa del banco central (% cierre)	4.75	4.25	5.75	6.75
Peso colombiano (USDCOP, cierre)	2,986	3,254	3,210	3,185

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

Diferencial entre la tasa de referencia del Banco de la República y la Fed

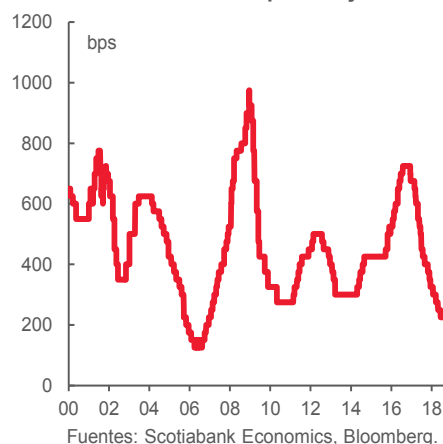
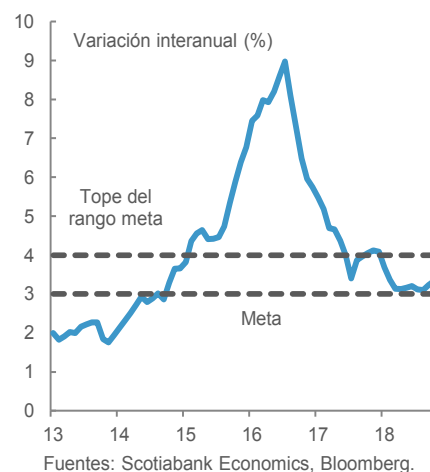


Gráfico 2

Evolución de la inflación



- El impuesto al patrimonio de 1% que se aplicará temporalmente hasta 2021 a todo patrimonio de más de COP5,000 millones podría desatar una cierta fuga de capitales, aunque la extensión de la amnistía para la repatriación de activos en el extranjero podría contrarrestarlo.

En resumen, la reforma tributaria es positiva, aunque no haya sido trascendental, lo que consideramos suficiente para que el país conserve su calificación de grado de inversión.

EL CRECIMIENTO FINALMENTE REPUNTA

Analizando ahora el crecimiento, finalmente vemos que la economía está tomando impulso. Esperamos que Colombia crezca más o menos a su potencial este año (3.3%) y que luego la expansión se acelere en 2020 y 2021 (a 3.6% y 3.7%, respectivamente). Los últimos datos sobre ventas minoristas (+6.5% interanual) y producción industrial (+5.8% interanual) son, sin duda, demasiado sólidos para que se mantengan, pero de cualquier forma reflejan una economía que está en una trayectoria mucho más robusta. Cabe destacar que, en todo 2018, el sector industrial se fortaleció de manera sostenida. Las ventas minoristas han estado algo estancadas, pero a un nivel sólido. Lo que más nos preocupa por el lado del crecimiento es el impacto que la disminución del precio del petróleo puede tener en la inversión, aunque creemos que ese riesgo se ve más que compensado por la aceleración de la demanda interna. En estos momentos, la economía es lo suficientemente fuerte para aguantar un endurecimiento monetario.

CICLO DE AUMENTO DE LAS TASAS DE INTERÉS: ¿EL BANCO CENTRAL SE HA QUEDADO REZAGADO?

Juan José Echavarría, Gerente General del Banco de la República, indicó que la tasa real neutral de Colombia estaría bastante cerca del 1.4% y que el crecimiento actual es inferior al potencial. Según nuestro análisis, el crecimiento potencial del país está entre 3.0% y 3.5%, mientras que la tasa real neutral estaría más bien entre 2.0% y 2.5%. En consecuencia, estamos de acuerdo en que el crecimiento de Colombia es inferior al potencial, pero pensamos que el banco central se está quedando un poco rezagado en la curva frente a la inflación. Si, como nos dice la lógica, la transmisión de la política monetaria tiene un desfase de unos 18 meses y Colombia no tiene “autonomía frente a la política monetaria global” (es decir, no está aislada del ciclo de la política monetaria global), entonces el Banco de la República está jugando con fuego al quedarse tan atrás en la curva con respecto a la Fed. El diferencial de tasas de referencia entre el Banco de la República y la Reserva Federal está actualmente en 175 bps. Y puesto que se espera que el FOMC introduzca unos 25 bps más de aumentos antes del momento en que, según el consenso, el banco central colombiano suba también las tasas, la brecha entre ambos podría llegar a su nivel más bajo en la historia.

Por el momento, la evolución de la inflación sigue siendo favorable. El IPC de noviembre se ubicó en 3.27% (extremo superior del rango meta, sin grandes fluctuaciones), pero tememos que la debilidad continua del COP termine elevando la inflación al mismo tiempo que la economía sigue cobrando fuerza y alcanza su tasa de crecimiento potencial este año. Por lo tanto, como consideramos que el Banco de la República ya se está quedando rezagado debido al desfase de 18 meses en la transmisión de la política monetaria, nuestra previsión de la inflación para 2019 es superior a la del consenso (4.8%). Prevemos también un ciclo de endurecimiento más intenso de lo que están descontando las tasas locales (aumento de 250 bps para el segundo trimestre de 2020, mientras que las tasas locales reflejan solamente entre 100 bps y 125 bps de alzas en los próximos dos años).

Entre las divisas de los grandes mercados emergentes, el peso colombiano (COP) es la que ha tenido el peor desempeño desde principios de octubre, tras haber cedido más de 7.5% en el cuarto trimestre de 2018. Las pérdidas se explican por la caída del precio del petróleo, además del bajo valor de arbitraje (*carry trade*) que tiene la moneda debido a la postura monetaria laxa del banco central, que hace que la brecha con la Fed se cierre cada vez más. Consideramos que la “reforma tributaria” no fue suficiente para mejorar la confianza en el peso, lo que significa que la moneda sigue estando a merced de las fluctuaciones del precio del petróleo y los diferenciales de arbitraje; de estos dos factores, el segundo parece destinado a jugar todavía más en contra del peso en los próximos meses. Como resultado, estimamos que el peso se debilitará gradualmente, aunque un cambio en la postura del Banco de la República debería contribuir a estabilizar la moneda, si se produce. Sin embargo, a juzgar por el comunicado más reciente del banco central, no vemos ninguna señal de una posición menos relajada.

Perú

2019: SIMILAR A 2018, PERO CON MÁS POTENCIAL ALCISTA

- Perú ha empezado el 2019 con un consumo robusto y un mercado laboral sólido.
- Los proyectos mineros estimularán lo que, de otra forma, sería un crecimiento modesto de la inversión privada.
- La inversión del gobierno será el factor decisivo, con grandes riesgos tanto al alza como a la baja.
- La posición fiscal sorprendentemente sólida de 2018 crea una plataforma saludable para 2019.
- Es probable que la política monetaria se mantenga intacta por más tiempo, en vista de la inflación baja y la incertidumbre en los mercados financieros globales.

Todo parece indicar que el crecimiento del PIB cerrará el año 2018 con fuerza: en el cuarto trimestre, el crecimiento del PIB debería aproximarse a 5%, mientras que el PIB de todo el año superará posiblemente nuestro pronóstico de 3.7%, situándose en cerca de 4.0%.

Nuestra previsión del PIB para 2019 es de 4.0%. En general, creemos que la expansión será similar a la de 2018, pero que varios proyectos importantes de inversión darán un empujón adicional a la actividad económica, especialmente el proyecto Quellaveco de explotación de cobre, con una inversión total de US\$5,300 millones. El avance de ciertos proyectos de infraestructuras, como el aeropuerto de Lima, podría contribuir también al dinamismo económico.

Un elemento particularmente positivo de 2018, que debería mantenerse en 2019, fue que los principales motores del crecimiento fueron la demanda interna privada y los sectores distintos a la explotación de recursos. En particular, el año pasado terminó con señales de una cartera algo más amplia de próximos proyectos de inversión privada, y con un crecimiento del mercado laboral privado formal de más de 4.0%, lo que debería sustentar la expansión del consumo en 2019 (de 3.4% en 2018 al 3.5% previsto este año). El auge del sector agroindustrial ha sido un gran impulsor del crecimiento del empleo formal.

Nuestro pronóstico de crecimiento de la inversión privada en 2019, de 6.5%, representa una leve mejora frente a 2018, pero está lejos de las tasas de expansión de dos dígitos que se registraron antes de 2014. Sin embargo, preferimos ser un poco prudentes, en vista de la incertidumbre global que prevalecerá este año, particularmente en cuanto al precio de los metales. Consideramos que nuestra previsión puede mejorar. La comunidad empresarial se ha mostrado bastante tranquila frente a la turbulencia política, y la minería contribuirá al clima de negocios propicio. Según nuestras proyecciones, la minería tendrá un crecimiento de 13% en 2019, un poco inferior al 20% que habíamos estimado para 2018.

En cambio, el crecimiento de la inversión pública es mucho más incierto. En los últimos dos años, la agitación política ha tenido sin lugar a dudas un impacto más grande en la inversión pública que en la privada. Sin embargo, la cantidad de cambios que hubo en el gobierno durante 2018, desde el mismo presidente hasta varios ministros, es inusual, y es una situación que no debería repetirse en 2019 (o, al menos, eso esperamos). Por lo tanto, a medida que el gobierno actual va estabilizándose, la inversión pública debería mejorar. ¿Por qué entonces prevemos que el crecimiento de la inversión pública bajará a 2.8% en 2019, del 8.8% de 2018? La razón es que dos tercios del presupuesto de inversión pública está en manos de los gobiernos regionales y locales, que acaban de renovarse con las

CONTACTOS

Guillermo Arbe, Gerente Principal Estudios Económicos

511.211.6052 (Perú)

Scotiabank Peru

guillermo.arbe@scotiabank.com.pe

Perú	2017	2018e	2019p	2020p
PIB real (variación % anual)	2.5	3.7	4.0	4.0
IPC (% interanual, cierre)	1.4	2.2	2.4	2.5
Tasa del banco central (% , cierre)	3.25	2.75	3.25	3.50
Sol peruano (USDPEN, cierre)	3.24	3.37	3.30	3.25

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

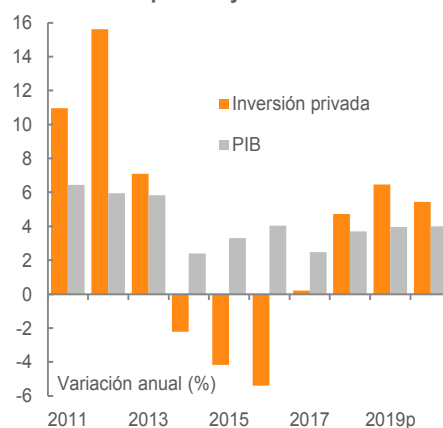
Inflación y tasas de interés



Fuentes: Scotiabank Economics, Banco Central de Reserva del Perú, INEI.

Gráfico 2

Inversión privada y crecimiento del PIB



Fuentes: Scotiabank Economics, Banco Central de Reserva del Perú.

elecciones recientes. Por lo general, la inversión de los gobiernos regionales y locales cae cuando las nuevas autoridades asumen sus funciones, debido a la alta rotación de personal y el débil marco institucional.

Está claro que el año 2019 vendrá con toda una serie de riesgos, entre ellos, las posibles presiones sobre el precio de los metales, la incertidumbre de la situación política, y la volatilidad y los temores en los mercados financieros globales, de los cuales el mercado de divisas genera cierta preocupación. Ahora bien, estos riesgos ya existían en gran medida el año pasado, y aun así el crecimiento del PIB fue bastante robusto, quizá incluso mejor de lo que podría esperarse en esas circunstancias.

Un aspecto que a principios de 2018 preocupaba a muchos y que se ha desvanecido desde entonces era el déficit fiscal. En vez de subir a 3.5% (de 3.1% en 2017) como habían previsto el gobierno y gran parte del mercado, este déficit al final terminó bajando a un estimado de 2.8%. La mejora se explica por el aumento de los ingresos fiscales, que fue más fuerte de lo esperado, especialmente las recaudaciones provenientes del impuesto a las ventas, muy vinculado con la demanda interna, lo cual es una buena noticia. No obstante, otra razón de la mejora del déficit fiscal fue la bajísima inversión del sector público. En 2019, estimamos que el déficit disminuirá un poco más, a 2.5%, porque estos dos factores persistirán hasta cierto punto. Esperamos equivocarnos, y que la inversión pública termine siendo más alta de lo esperado.

La inflación cerró el año 2018 en 2.2%, casi en el punto medio del rango meta del banco central (1% a 3%). No hay una acumulación de presiones sobre la demanda que podrían elevar la inflación. En consecuencia, excluyendo cualquier shock de la oferta provocado por fenómenos meteorológicos, la inflación debería mantenerse cómodamente instalada dentro de su rango. Solo hemos introducido un pequeño ajuste en las previsiones, para bajar la inflación de 2019 de 2.5% a 2.4%, de manera de reflejar la reducción del precio de la gasolina.

¿Qué significa esto para la política monetaria? No creemos que el banco central tenga mucha prisa por modificar las tasas de política monetaria. Tanto la inflación como el crecimiento del PIB están en niveles razonables. La tasa de referencia, en 2.75%, todavía está un poco baja en términos históricos y cuando se compara con el concepto de tasa neutral del banco central (1.75% en términos reales, o más de 3.5% en términos nominales), principal motivo por el cual seguimos pensando que el organismo subirá la tasa de política monetaria dos veces, a 3.25%. Sin embargo, nuestra convicción se ha debilitado últimamente, debido a la incertidumbre de los mercados globales. Ya no descartamos incluso el escenario en que el banco central no sube las tasas.

La moneda (PEN) es, definitivamente, el elemento más difícil de pronosticar. En 2018, el mercado estuvo menos sujeto a los fundamentos que a los flujos de capitales a corto plazo, que toman en cuenta el riesgo general de los mercados emergentes. Resulta difícil justificar la depreciación de 4% que sufrió el PEN en 2018: en promedio, el precio de los metales estuvo prácticamente al mismo nivel que en 2017, Perú exhibía un cómodo déficit comercial, la cuenta fiscal y la cuenta corriente habían mejorado y ninguna agencia de calificación de crédito había modificado sus perspectivas para el país. Ciertamente, la situación política era muy turbia, pero esto no parecía ser lo que afectaba al PEN. En realidad, el factor que más incidía en la moneda era el USD y la coyuntura mundial. Cabe preguntarse entonces si los fundamentos volverán a jugar un papel preponderante en 2019, si el USD se corregirá o no, y cómo se comportará el precio de los metales. Muchas interrogantes y mucha incertidumbre. Sin embargo, haciéndonos eco de las previsiones de nuestro equipo sobre el USD y los precios de las materias primas, y tomando en cuenta nuestro análisis según el cual el PEN bajó más de lo que debería en 2018, creemos que la moneda peruana debería fortalecerse en 2019. Así pues, no modificamos nuestra previsión de 3.30 para el cierre de 2019, pero advertimos que la incertidumbre es bastante alta. De cualquier forma, el repunte no está cerca, porque la tendencia actual de depreciación es fuerte. Hay grandes probabilidades de que el PEN siga debilitándose a principios de año y quizá supere la marca de 3.40 antes de que comience a subir.

Para terminar, una nota sobre la situación política y las investigaciones sobre los escándalos de corrupción, que han acaparado tanto la atención. Perú ha atravesado dos años de turbulencia política. Sin embargo, durante todo este proceso, el régimen de Vizcarra ha adquirido fuerza y los partidos de oposición en el Congreso se han debilitado. Por otro lado, durante todo el proceso, la política económica se ha mantenido invariable. Ambos factores nos llevan a creer, sin pecar demasiado de optimismo, que el 2019 debería ser un año políticamente más calmado. Pero más calmado no significa calma. Seguirá habiendo ruido, especialmente en torno a las investigaciones sobre la corrupción. Pero este ruido no debería amenazar la gobernabilidad ni la política económica. Lo que, al fin y al cabo, es lo que importa.

Chile

DESACELERACIÓN DEL SEGUNDO SEMESTRE DE 2018 PODRÍA PROLONGARSE HASTA EL PRIMER TRIMESTRE DE 2019

- Esperamos una expansión de 3.9% en 2018 y 3.2% para 2019, con una velocidad bastante baja en el primer trimestre y una mejora progresiva posterior. Muchos pronósticos en el mercado deberían recortarse hacia ese nivel.
- Las expectativas de inflación del mercado se han reducido debido a los efectos específicos y generales. Nuestra previsión para 2019 se mantiene en el 3%. Esperamos que el Banco Central aumente su TPM al 3% en enero, seguido de un par de alzas similares (una al final del segundo trimestre y otra en el segundo semestre), para finalizar el año en un 3.5%.
- El índice de confianza empresarial volvió a caer en la zona pesimista en los últimos meses. Las condiciones tanto extranjeras como domésticas mermaron el sentimiento económico en el segundo semestre del año pasado: debilidad persistente en el precio del cobre; fortalecimiento del dólar estadounidense; mayor aversión al riesgo; algunas cifras y hechos políticos no cumplieron con las expectativas, como un crecimiento más cercano al 4% que al 4.5% y el retraso en las reformas del impuesto a la renta y del mercado laboral, que serían fundamentales para un crecimiento más fuerte.
- Las tasas a largo plazo deberían reanudar una leve tendencia alcista, mientras que una apreciación limitada de la moneda nacional (frente al USD) sigue siendo nuestro escenario central. Los riesgos para nuestro caso base son altos en este momento, pero al mismo tiempo, creemos que hay factores de estabilización desarrollados en los últimos trimestres que pueden prevenir desviaciones graves.

DESLUCIDAS CONDICIONES DRENAN EL CRECIMIENTO Y LA INFLACIÓN

Los datos recientes de la economía han estado por debajo de las expectativas del mercado. En noviembre, la actividad económica se expandió 3.1%, mientras que los indicadores preliminares sugieren que alguna mejora en diciembre permitiría que el PIB alcance 3.2% en el cuarto trimestre y 3.9% para todo el año, aunque la probabilidad de un resultado levemente mayor (4%) sigue presente. Sin embargo, se espera una desaceleración para 2019, probablemente a 3.2% o un poco más. Los vientos en contra siguen siendo negativos para el crecimiento: el precio del cobre no ha subido como esperaban muchos analistas, la aversión al riesgo internacional sigue siendo alta, y una lenta mejora de las condiciones domésticas para las reformas económicas y el mercado laboral están afectando las expectativas empresariales que retrocedieron a la zona pesimista en noviembre, como anticipábamos en el informe de octubre.

A pesar de eso, algunos indicadores líderes de inversión han sido más positivos, empezando por el Catastro de la Corporación de Bienes de Capital (la compilación pública más importante), que muestra un aumento significativo de la inversión para 2019 y 2020. Por otro lado, el consumo recientemente exhibe signos de desaceleración. Debemos destacar la contracción en las ventas de automóviles, por primera vez en dos años, que presionará las cifras de consumo total. No se espera que el mercado laboral ayude demasiado: el crecimiento del empleo debe permanecer moderado y la tasa de desempleo probablemente disminuirá lentamente en los próximos años (debido a que el crecimiento de la economía no va a ser más alto que el potencial, que se estima entre un 3% y 3.5%, y es probable que la reforma laboral llevada a cabo en el gobierno anterior sea un obstáculo para la contratación, que no está claro cuándo se solucionará). La inflación permanece bien contenida y no se espera que alcance el objetivo de la política monetaria (3%) antes de finales de 2019 o posteriormente. Entre los factores que frenan las expectativas de inflación

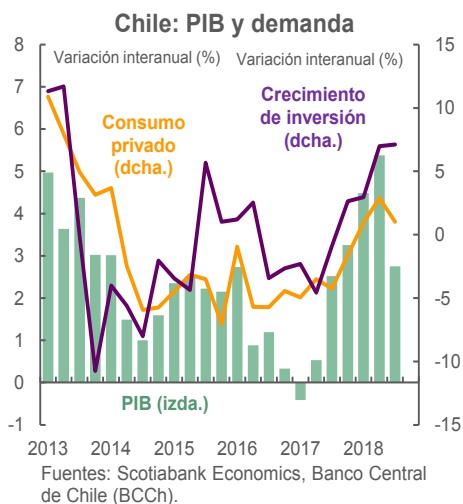
CONTACTOS

Benjamin Sierra, Manager Economista
 Mercado Financieros
 56.2.2619.4974 (Chile)
 Scotiabank Chile
benjamin.sierra@scotiabank.cl

Chile	2017	2018e	2019p	2020p
PIB real (variación % anual)	1.5	3.9	3.2	3.2
IPC (% interanual, cierre)	2.3	2.6	3.0	3.0
Tasa del banco central (% , cierre)	2.50	2.75	3.50	4.00
Peso chileno (USDCLP, cierre)	615	694	650	640

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1



están la caída de los precios del petróleo y la demanda interna más suave de lo esperado. El Banco Central (BCCh) mantuvo la tasa de política monetaria en 2.75% en diciembre (un nivel expansivo), no modificó su sesgo al alza y la mayoría del mercado espera un aumento de 25 pb el 30 de enero próximo. Creemos que ese aumento será seguido de una subida similar en junio y una más en el segundo semestre. Nada más intenso. No se alcanzaría una tasa neutral (entre el 4% y el 4.5%, según el BCCh) antes de 2020. Se espera que la política fiscal sea más conservadora que en años anteriores, con una expansión del 3.2% aprobada en la ley para 2019 (vs. la ley para 2018), para alcanzar un déficit del 1.7% del PIB. Debido a que el gasto en 2018 fue mayor que el estimado por el presupuesto, la expansión real del gasto en 2019 (es decir, en comparación con el gasto real en 2018) sería considerablemente menor, solo alrededor de 1.4%.

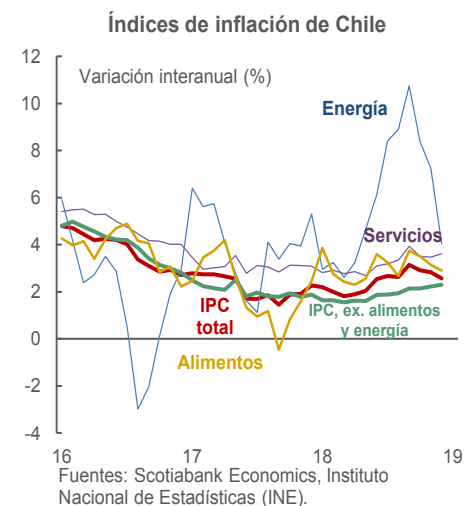
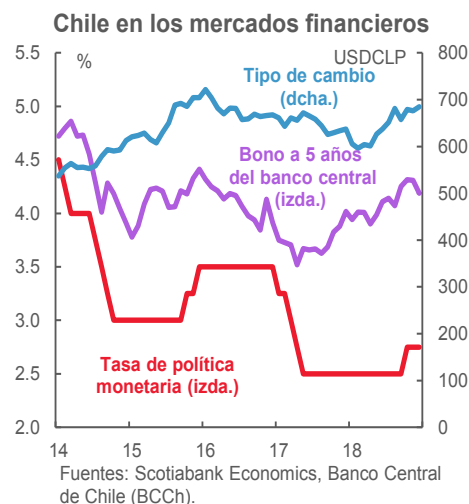
Con este contexto nacional e internacional, las tasas a largo plazo se redujeron a fines de 2018 y probablemente se mantendrán flojas al menos en el primer trimestre de 2019, cuando se espera que concluya el ajuste de las expectativas del mercado. Sin embargo, seguimos esperando una tendencia alcista moderada durante el resto del año, ya que el crecimiento económico (aunque no extraordinario) ayuda a continuar reduciendo las brechas productivas, y la expectativa de política monetaria debería ser menos expansiva a medida que avanza el año. En lo que respecta al tipo de cambio (USDCLP), el amplio rango de transacción debería ser la regla nuevamente. Estimamos que el aumento reciente, en cierto modo alineado con los factores cuantitativos, es más una reacción a la volatilidad internacional que un cambio de tendencia. En consecuencia, seguimos esperando una apreciación moderada del peso chileno para finalizar 2019 alrededor de \$650 y 2020 alrededor de \$640. Factores críticos pronosticados, como el precio del cobre, el valor internacional del USD y una menor aversión al riesgo, deberían ayudar moderadamente a lograrlo.

PANORAMA POLÍTICO: NO HAY UNA TORMENTA PERO SÍ NUBES Y BRISAS CÁLIDAS

Todo indica que la luna de miel entre el nuevo gobierno y los votantes está llegando a su fin. La popularidad del Presidente ha estado disminuyendo durante varias semanas seguidas. Parte de eso se atribuye a la falta de recuperación económica. Además, algunos aumentos en conflictos laborales (justificados o instigados) y problemas específicos con algunas comunidades nativas se han convertido en una causa de costo político. Sin embargo, 2019 será fundamental para lograr mejoras: es el último año sin elecciones en el período actual y las reformas críticas (impuesto a la renta, mercado laboral y sistema de pensiones) deberían aprobarse y comenzar a implementarse. A pesar de los recientes contratiempos en su popularidad, basados en la capacidad política demostrada en el primer año, seguimos siendo optimistas sobre la probabilidad de resultados positivos (aunque no óptimos) que permitirían mejorar el crecimiento económico en los próximos años, con algunos efectos secundarios de apoyo también en el muy corto plazo.

RIESGOS: MENOR PROBABILIDAD DE ESCENARIOS MUY DESVIADOS

La probabilidad de escenarios alternativos para nuestro caso base (tanto positivos como negativos) es relativamente mayor que en otros momentos. China, el precio del cobre y la trayectoria de las tasas de la Fed serán los factores más importantes, mientras que a nivel nacional la capacidad del gobierno para crear alianzas con la oposición de centroizquierda moderada es crítica. Sin embargo, las consecuencias de esos escenarios de riesgo no deberían ser tan dramáticas, ya que algunos "factores de estabilización" se han afianzado y/o se han desarrollado, como un gobierno altamente comprometido con el desarrollo económico y con mayor capacidad política que en el período 2010-2014, además de un conjunto de gobiernos en la región que son más amistosos con el mercado.

Gráfico 2

Gráfico 3


Este documento ha sido elaborado por Scotiabank Economics como un recurso para los clientes de Scotiabank. Las opiniones, estimaciones y proyecciones que aquí se exponen son las nuestras a la fecha del presente y están sujetas a cambios sin previo aviso. La información y las opiniones incluidas en este documento provienen de fuentes consideradas confiables, pero no se ofrece ninguna declaración ni garantía, expresa o implícita, con respecto a su exactitud e integridad. Ni Scotiabank ni alguno de sus oficiales, directores, socios, empleados o empresas afiliadas asumen ninguna responsabilidad por cualquier pérdida derivada del uso de este documento o su contenido.

Esta publicación se elabora únicamente para fines informativos. Esta publicación no es, ni debe ser interpretada como una oferta para vender ni fue elaborada para hacer una oferta de compra de ningún instrumento financiero, ni deberá ser interpretada como una opinión que pudiera indicar que a usted le convendría efectuar un swap u operar en función de alguna otra estrategia con swaps conforme a lo definido en el reglamento 23.434 de la Comisión del Comercio en Futuros sobre Mercancía de los Estados Unidos (Commodity Futures Trading Commission) y su Anexo A. Este material no se ha diseñado pensando en sus necesidades y características individuales y específicas, y no debe ser considerado como un "llamado a la acción" o una sugerencia para que efectúe un swap u opere en función de una estrategia con swaps o cualquier otro tipo de transacción. Scotiabank podría participar en transacciones que resulten incongruentes con las opiniones planteadas en este documento y podría tomar posiciones, o estar en el proceso de adoptar posiciones aquí previstas.

Scotiabank, sus empresas afiliadas y cualquiera de sus oficiales, directores y empleados respectivos pueden ocasionalmente tomar posiciones en divisas, actuar como gerentes, cogerentes o suscriptores de una oferta pública o actuar como propietarios o agentes, operar, ser dueños o actuar como generadores de mercado o asesores, corredores o banqueros comerciales o de inversión con relación a los valores o derivados relativos. Como resultado de estas acciones, Scotiabank podría recibir cierta remuneración. Todos los productos y servicios de Scotiabank están sujetos a los términos de los contratos aplicables y reglamentaciones locales. Los oficiales, directores y empleados de Scotiabank y sus empresas afiliadas podrían desempeñar cargos de directores de empresas.

Cualquier valor mencionado en este documento podría no ser recomendable para todos los inversionistas. Scotiabank recomienda que los inversionistas evalúen de forma independiente a cualquier emisor y valor mencionado en la presente publicación, y que consulten con cualquiera de los asesores que estimen conveniente antes de realizar cualquier inversión.

Esta publicación y toda la información, opiniones y conclusiones contenidas en ella quedan protegidas por derechos de autor. No podrá reproducirse esta información sin el previo consentimiento por escrito de Scotiabank.

™ Marca de The Bank of Nova Scotia. Utilizada bajo licencia, donde corresponda.

Scotiabank, y "Banca y Mercados Globales", son los nombres comerciales utilizados para los negocios globales de banca corporativa y de inversión, y mercados de capital de The Bank of Nova Scotia y algunas de sus empresas afiliadas en los países donde operan, lo que incluye a Scotiabanc Inc.; Citadel Hill Advisors L.L.C.; The Bank of Nova Scotia Trust Company of New York; Scotiabank Europe plc; Scotiabank (Ireland) Limited; Scotiabank Inverlat S.A., Institución de Banca Múltiple, Scotia Inverlat Casa de Bolsa S.A. de C.V., Scotia Inverlat Derivados S.A. de C.V., todos ellos miembros del Grupo Scotiabank y usuarios autorizados de la marca Scotiabank. The Bank of Nova Scotia es una sociedad de responsabilidad limitada constituida en Canadá y está autorizado y regulado por la Oficina del Superintendente de Instituciones Financieras de Canadá (OSFI). The Bank of Nova Scotia está autorizado por la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido y está sujeto a la reglamentación de la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido y regulado de manera limitada por la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido. Los detalles sobre el alcance de la reglamentación de la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido a The Bank of Nova Scotia están disponibles previa solicitud. Scotiabank Europe plc está autorizado por la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido y regulado por la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido y la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido.

Scotiabank Inverlat, S.A., Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V., y Scotia Derivados, S.A. de C.V., están autorizados y reglamentados por las autoridades financieras mexicanas.

No todos los productos y servicios se ofrecen en todas las jurisdicciones. Los servicios descritos están disponibles únicamente en las jurisdicciones donde lo permita la ley.