

## México

### CAMBIO DE RUMBO

- Los resultados de las elecciones en México atribuyeron amplio poder político a AMLO y a su movimiento, y las expectativas de la población en torno al nuevo gobierno son muy altas. El cambio de rumbo es el mensaje predominante del grupo político vencedor y el panorama macroeconómico dependerá, en gran medida, de cómo se definan las políticas públicas que se aplicarán en lo que resta del año.

El mensaje que emerge de las urnas es muy claro: México quiere un cambio. Luego de un proceso electoral bastante hostil, con una retórica marcada por las promesas populistas de todos los candidatos, Andrés Manuel López Obrador (AMLO) apareció como el ganador indiscutible, logrando el más fuerte apoyo del electorado desde la época en la que el PRI era el máximo y único partido político, hace unos 40 años. Su movimiento político, MORENA (Movimiento Regeneración Nacional) obtuvo la mayoría absoluta en el Congreso, lo que le da el control total del presupuesto federal, y es mayoría en 18 de 32 congresos locales, lo que lo pone muy cerca de tener la mayoría calificada para modificar la Constitución. Los mexicanos creyeron en las promesas de AMLO y su movimiento, y le concedieron un fuerte poder político para cambiar el rumbo del país. La promesa era simple y atractiva: al eliminar la corrupción, la economía prosperará, el empleo crecerá y habrá dinero para financiar los numerosos programas sociales que ayudarán a reducir la diferencia entre ricos y pobres. Las expectativas son muy elevadas con respecto al desempeño del nuevo gobierno que ahora enfrenta el desafío enorme de cumplir sus promesas en el mundo real, donde la realidad nunca es tan simple como en las campañas políticas.

Ahora estamos en un largo periodo de transición en el que el gobierno actual pasa gradualmente a segundo plano y el nuevo gobierno acapara toda la atención. Es bueno saber que la transición se lleva a cabo con la tranquilidad que se podría esperar. En este periodo previo a la toma de posesión programada para el 1 de diciembre, el futuro gobierno está trabajando arduamente para traducir las promesas de la campaña en acciones posibles y factibles, tarea que le está costando mucho. Muchos mensajes del nuevo gobierno son los esperados: se mantendrá la estabilidad macroeconómica, la disciplina fiscal será prioritaria, se limitará el gasto público para detener el incremento de la deuda pública y se respetará la autonomía del Banco de México. Pero hay muchos otros mensajes que son, por decir lo mínimo, polémicos, y podrían ocasionar grandes problemas en nuestra economía. ¿Qué mensajes se deberían escuchar e incorporar en nuestras proyecciones?

Muchos de los comentarios darían a entender que el nuevo gobierno adoptará un nuevo modelo para la política pública, volviendo a ser un Estado intervencionista que participa considerablemente y tiene una gran influencia en los asuntos económicos, cambiando así significativamente el rumbo del país. En sus frecuentes declaraciones, el ahora presidente electo responsabiliza al neoliberalismo por las numerosas fallas del país. Queda por ver qué tan difícil será cambiar la situación, a partir de una simple reorientación del gasto público, pero cumpliendo con la responsabilidad fiscal, o dando paso a un gobierno más populista.

### CONTACTOS

**Mario Correa, Director Estudios Económicos**  
52.55.5123.2683 (México)  
Scotiabank Mexico  
[mcorrea@scotiab.com.mx](mailto:mcorrea@scotiab.com.mx)

México	2017	2018p	2019p	2020p
PIB real (variación % anual)	2.0	1.8	2.1	2.4
IPC (% interanual, cierre)	6.8	5.1	4.1	3.8
Tasa del banco central (% , cierre)	7.25	8.00	8.00	7.50
Peso mexicano (USDMXN, cierre)	19.66	20.07	20.40	20.69

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

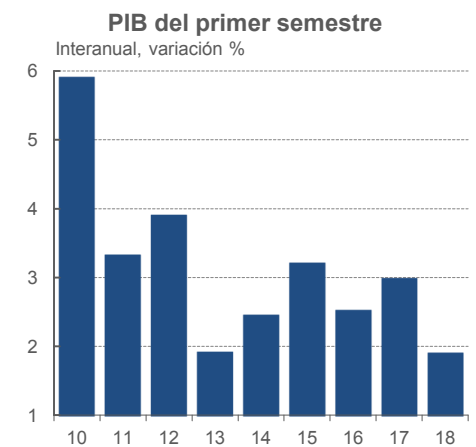
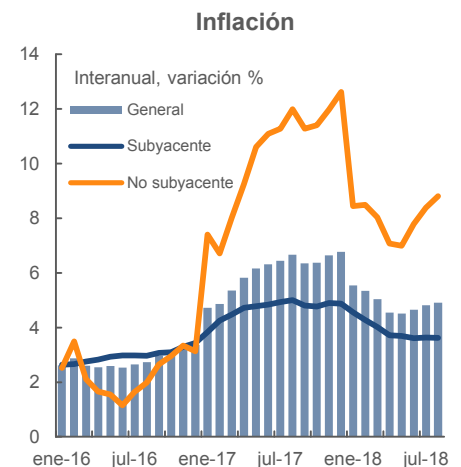


Gráfico 2



Hace algunos días, el nuevo presidente emitió algunos comentarios desafortunados con respecto a que México está en bancarrota, y advirtió que, si algo negativo ocurre con la inflación y la estabilidad macroeconómica, no será debido al presidente, sino a circunstancias externas o a la política financiera del Banco de México. Los mercados financieros no tomaron seriamente esos comentarios porque se sabe que las condiciones financieras y macroeconómicas de México son bastante estables. Esos comentarios podrían ser síntoma de que la realidad está apareciendo gradualmente, el nuevo gobierno se está dando cuenta de que los recursos disponibles son escasos y la situación económica es difícil de cambiar. Por lo tanto, el presupuesto del gobierno federal que será presentado al Congreso a más tardar el 15 de diciembre proporcionará las claves para ver realmente qué hará el nuevo gobierno y qué promesas tendrán prioridad. Hasta que eso suceda, aún existe cierta incertidumbre entre la población; sin embargo, pensamos que prevalecerá la disciplina fiscal y el total respeto por la estabilidad macroeconómica.

Algunas noticias positivas han disipado parte de la continua incertidumbre. El reciente acuerdo alcanzado entre Estados Unidos, México y Canadá preservará el libre comercio en Norteamérica, aunque puede tener un impacto negativo en la competencia regional de ciertos sectores como la industria automotriz. Varios nuevos capítulos pueden ser positivos para el comercio y el crecimiento de los tres países, pero aún no está claro si las proyecciones económicas mejorarán mucho a partir de esta resolución de las negociaciones, principalmente porque ya existía un tratado de libre comercio que funcionaba. Es importante notar que las elecciones de mitad de mandato en Estados Unidos podrían afectar el acuerdo. Otra noticia positiva que redujo un poco la incertidumbre fue la designación de Jonathan Heath para ocupar un cargo en la junta de gobierno del Banco de México como subgobernador a partir de diciembre. Jonathan Heath es un reconocido economista que cuenta con la experiencia necesaria y, especialmente, con una reputación de clara independencia que favorecerá la autonomía del Banco de México.

Con respecto a la reciente evolución de la economía mexicana, vemos un débil ritmo de la actividad económica con un aumento del PIB de 1.9% de tasa real interanual en la primera mitad de 2018 (el nivel más bajo desde 2010 para dicho periodo), aunque se observaron contrastes marcados. Lo positivo fue que el sector de servicios siguió creciendo a un ritmo saludable (+4.4% de tasa real interanual en julio) con un desempeño excepcional del comercio minorista (+7.1% de tasa real interanual), transporte (+5.6% de tasa real interanual) y servicios financieros (+5.1% de tasa real interanual). La tasa de desempleo ha estado por debajo de 3.5% desde noviembre del año pasado, y la información anecdótica de nuestros clientes empresariales apunta repetitivamente a problemas para cubrir puestos vacantes, lo que refleja un mercado laboral muy sólido. Nuestras exportaciones e importaciones están en pleno auge debido al alza de los precios del petróleo y a la fuerte actividad económica de nuestros principales socios comerciales. La actividad financiera sigue creciendo: el crédito bancario para el sector privado se expandió en una tasa interanual real de 6.0% en agosto. El aspecto negativo es que la producción industrial sigue siendo débil (+1.3% de tasa real interanual en julio), debido a la caída continua de la extracción de petróleo que mantiene a la actividad minera en territorio negativo (-7.0% de tasa real interanual). El consumo privado en el mercado interno se está desacelerando y creciendo a un ritmo débil (+1.6% de tasa real interanual en junio) y la inversión fija también se está debilitando (+1.4% de tasa real interanual en junio). Asimismo, el crédito bancario destinado al consumo está disminuyendo, creciendo apenas en una tasa interanual real de 1.2% en agosto.

Una de las preocupaciones más relevantes es la inflación. Después de llegar a 6.77% en 2017 (un nivel no visto desde 2001), se esperaba que la inflación se redujera rápidamente al desaparecer los shocks temporales del año previo; sin embargo, se dieron sorpresas desagradables y la inflación dejó de bajar en mayo (4.51% interanual) y rebotó a 5.02% interanual en septiembre, bajo la presión de los precios de la energía y algunos otros shocks. Debido a algunos impactos estacionales considerables en los próximos meses y al cambio reciente en la metodología del Índice de Precios al Consumidor a nivel nacional, esperamos que la inflación siga aumentando a un nivel ligeramente superior a 5% para fines de año, y que luego disminuya a 4.1% para fines de 2019. Una preocupación posible es la estrechez del mercado laboral, donde se observan frecuentes negociaciones de salarios de más de 5%, lo que podría provocar algunas presiones inflacionarias en los próximos meses.

El Banco de México ha tenido una participación decisiva en la política monetaria incrementando varias veces la tasa de referencia hasta alcanzar el nivel actual de 7.75%, que representa una clara tasa de interés real *ex ante* en territorio restrictivo, lo que es necesario para mantener bien ancladas las expectativas inflacionarias. Esperamos que la tasa de referencia monetaria llegue a 8.5% para el primer trimestre de 2019; pero ahora que la incertidumbre en torno al TLCAN se ha disipado, el Banco de México podría tener más tiempo para no intervenir. Actualmente esperamos otro aumento más a fines de este año para alcanzar 8.0%; y luego que la tasa permanezca invariable durante todo 2019.

Prevedemos que la tasa de cambio seguirá siendo sensible a un entorno financiero mundial cada vez más complicado. Seguimos creyendo que tendrá un comportamiento volátil y llegará a cerca de 20.07 pesos por dólar estadounidense para fines de 2018 y cerca de 20.40 pesos por dólar estadounidense para fines de 2019.

La actividad económica se verá frenada de cierta forma por la incertidumbre. En cuanto a las inversiones, aparte del efecto natural que el alto nivel de precaución tendría en las empresas, es muy probable que se produzca un retraso considerable del gasto público en infraestructura. Cada vez que hay un cambio de administración, la curva de aprendizaje de los nuevos funcionarios produce naturalmente un retraso del gasto

público que afecta la dinámica total de la inversión. En esta ocasión, el retraso podría acentuarse más, dado que se anticipan numerosos cambios en las filas de los funcionarios públicos. Por un lado, un nuevo grupo está asumiendo el poder y se esperan varios reemplazos. Por otro lado, es muy probable que la limitación de los salarios de los funcionarios públicos lleve a que los más talentosos dejen sus cargos, lo que podría dar lugar a una cierta selección negativa que incrementará la curva de aprendizaje para los nuevos funcionarios. En este contexto, se espera que la inversión total se contraiga durante 2019 y que el consumo privado se desacelere, dada la precaución que predomina entre los consumidores. Se podría afirmar que los nuevos programas sociales previstos mejorarán los ingresos de ciertas personas, impulsando así el consumo; pero no está claro aún si este incentivo se daría sin perjudicar a la clase media.

México está definiendo cuestiones muy importantes. El nuevo gobierno habla de la cuarta transformación de México a la vez que identifica al neoliberalismo como la causa de muchos de los problemas del país. Las elevadas expectativas de la población se deben a las promesas de la campaña, y el nuevo gobierno debería tener mucho cuidado al seleccionar la combinación adecuada de política pública que aplicará, sin perder contacto con la realidad. Todo esto, junto con la disciplina del mercado, será el contrapeso más fuerte para evitar un desafortunado cambio de rumbo en el país. El panorama macroeconómico de los próximos dos años dependerá en gran medida de la política pública que se está definiendo.

## Brasil

### LOS PROBLEMAS FISCALES PASARÍAN A PRIMER PLANO LUEGO DE LAS ELECCIONES

- Los desafíos fiscales en Brasil son serios y su panorama político no parece favorecer la conformación de un nuevo gobierno reformista con un claro mandato legislativo.
- Los riesgos externos parecen haberse contenido, más allá de la presión que un endurecimiento de las condiciones financieras globales podría ejercer en los mercados financieros internos y, a través de estos, en los balances de los hogares, empresas y gobiernos.
- El Banco Central de Brasil (BCB) debería dar inicio a un ciclo de fuerte endurecimiento monetario. La intensidad dependerá de su capacidad para “superar las crecientes presiones inflacionarias”.
- Estimamos que el deterioro gradual de las variables macrofinancieras continuará, pero el punto es que Brasil parece ir como un tren con rumbo equivocado, sin embargo, no hay un claro factor que pueda provocar un descarrilamiento.
- Nuestra previsión de base y las proyecciones para el real brasileño (BRL) contemplan el inicio del ciclo de aumentos de tasas de interés, además de altos niveles de rendimiento que ya se observan en el extremo largo de la curva de rendimientos, lo que origina una búsqueda de comportamientos que favorecen el rendimiento y el fortalecimiento del BRL. Vemos que la recuperación del BRL será relativamente breve, debido a que será interrumpida por el estancamiento previsto de las reformas.

### LA BALANZA DE RIESGOS DE BRASIL ESTÁ EN UNA SITUACIÓN DIFÍCIL

Brasil enfrenta importantes desafíos con respecto a su situación fiscal, y creemos que aún puede seguir deteriorándose debido a un ciclo previsto de fuerte endurecimiento del BCB, lo que provocaría un aumento considerable de las tasas de interés en un país donde el vencimiento de la deuda pública es, en promedio, relativamente corto (como resultado, se darían rápidos reajustes a tasas más elevadas). Además, los nuevos gobiernos con mayor probabilidad de salir victoriosos en las elecciones presidenciales de este mes (la primera ronda fue el 7 de octubre, y Haddad y Bolsonaro se miden en una segunda vuelta el 28 de octubre) no parecen tener una “agenda reformista” o un mandato legislativo suficientemente fuerte para lograr la aprobación de los cambios fiscales y de seguridad social que tanto se necesitan.

De cierta forma, la situación de Brasil nos recuerda la película “Lo bueno, lo malo y lo feo”:

Lo bueno:

- Relativamente baja dependencia del financiamiento extranjero.
- Su liquidez en reservas internacionales se mantiene muy sólida.
- A pesar del actual (y, en nuestra opinión, probablemente continuo) deterioro de la situación fiscal, no vemos un factor que pueda provocar problemas más serios a corto plazo. Tampoco vemos que Brasil caiga al mismo nivel de pérdida de confianza que Turquía o Argentina.

### CONTACTOS

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

Brasil	2017	2018p	2019p	2020p
PIB real (variación % anual)	1.0	1.3	1.8	2.1
IPC (% interanual, cierre)	3.0	4.7	5.1	4.6
Tasa del banco central (% , cierre)	7.00	7.25	9.75	10.00
Real brasileño (USDBRL, cierre)	3.31	3.75	4.60	3.89

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

### Valor actual neto del cambio en gastos de seguridad social 2015-50

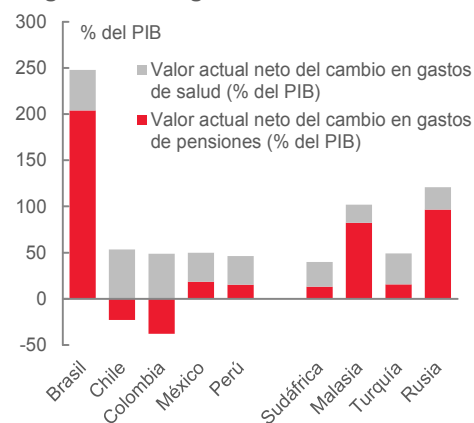
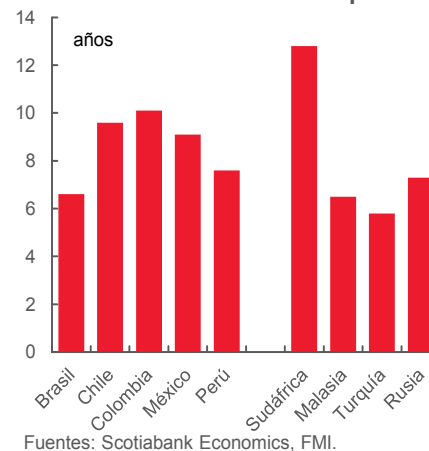


Gráfico 2

### Plazo promedio restante hasta el vencimiento de la deuda pública



- A corto plazo, vemos incluso una recuperación del BRL, dado que el empujamiento de la curva de rendimiento y el ciclo previsto de aumentos del BCB (de ser validado) podrían ser propicios para las operaciones de “carry trade”, especialmente a medida que los mercados globales encuentran el equilibrio.

Lo malo y lo feo:

- El déficit fiscal es grande, y se requerirá una fuerte voluntad y poder en el ámbito político para solucionarlo.
- La alta carga de la deuda, las elevadas tasas de interés estructurales y el vencimiento relativamente corto representan una combinación de factores desfavorables.
- ¿El BCB ya está rezagado en la curva? ¿Significaría esto que la tasa de referencia final puede ser más alta?
- El sector privado está también apalancado, con una posible repercusión en la deuda pública.
- Es difícil que se produzcan reformas.

### LA SITUACIÓN FISCAL DE BRASIL PARECE CADA VEZ MÁS FRÁGIL

En los últimos dos años, hemos visto una continua decepción debido a la incapacidad del gobierno brasileño para reformar su sistema de pensiones, lo que afecta severamente los precios de los activos y las calificaciones crediticias, las cuales pasaron de BBB (en 2011) a BB- (actualmente), según S&Ps. Se justifica el enfoque en el incumplimiento de las considerables obligaciones de pensiones, pero este es solo uno de los problemas del país. Como se muestra en el gráfico de la página 1, la falta de fondos para cubrir las obligaciones de gastos en pensiones y salud en Brasil es mínima comparada con los países con grado de inversión en América Latina o con otros grandes mercados emergentes fuera de la región. En parte debido al costo de estas obligaciones (actualmente, el gasto anual del gobierno brasileño en pensiones es de 9.1% del PIB y se espera que suba a 16.8% del PIB para 2050), la situación fiscal de Brasil parece cada vez más delicada. La deuda pública bruta del gobierno general se está acercando rápidamente a 90% del PIB, y se estima que este año el déficit fiscal se aproxime a 8% del PIB. Además, como se espera que el BCB inicie un ciclo de fuerte endurecimiento de su política monetaria, y la deuda pública del gobierno tiene un vencimiento promedio relativamente corto (cerca de 6 años), los costos de financiamiento deberían aumentar las presiones financieras que ya enfrenta el gobierno.

Es importante señalar igualmente que Brasil tiene un relativamente pequeño fondo interno de ahorros para pensiones, que sirve como “comprador de último recurso” y, por tanto, también parece fomentar una inversión extranjera más estable. La falta de ahorros internos estables y considerables, así como una situación fiscal precaria, podría explicar la baja titularidad extranjera de la deuda de Brasil. Asimismo, la composición de su deuda pública no es ideal, pues tiene un porcentaje relativamente pequeño de “renta fija” y un gran volumen de renovaciones a corto plazo (en un periodo de aumento de las tasas locales y globales), lo cual presenta una fuente potencial de fragilidad en los mercados.

#### La falta de un comprador de último recurso y la composición de deuda a un nivel inferior al óptimo son riesgos

País	Activos de pensiones (millones de US\$)	Deuda pública bruta	Activos de pensiones/deuda pública bruta
Grecia	1,254	\$365,067	0%
India	23,472	\$1,832,930	1%
Indonesia	17,034	\$293,586	6%
Brasil	231,592	\$1,725,763	13%
Polonia	36,930	\$269,697	14%
Turquía	35,216	\$241,949	15%
México	145,819	\$622,668	23%
Rusia	87,038	\$266,345	33%
Colombia	64,578	\$152,787	42%
Perú	41,177	\$54,897	75%
Sudáfrica	146,148	\$183,986	79%
Chile	174,479	\$65,363	267%

Fuentes: Scotiabank, OCDE, FMI.

Composición de la deuda del gobierno federal	% del total
Renta fija	32
Vinculada con la inflación	29
Tasa flotante	29
Vinculada con la tasa de cambio	3
% con vencimiento en los próximos 12 meses	19

Fuentes: Scotiabank, Ministerio de Finanzas de Brasil

## LA SITUACIÓN EXTERNA PARECE MÁS FAVORABLE

Sin embargo, no todos los aspectos del balance de Brasil son frágiles. Los aspectos más fuertes de su situación financiera son su sólida liquidez de reservas internacionales ([1.55X de reservas de nivel óptimo, en comparación con 0.64 para Sudáfrica, 0.86 para China, 0.82 para Chile, 1.26 para Colombia, 1.07 para México y 2.74 para Perú](#)), y una participación relativamente pequeña de inversionistas extranjeros en la deuda pública total (ver gráfico de esta página). Esto permite suponer que los riesgos de Brasil están más relacionados con factores internos (es decir, el incumplimiento de las obligaciones de pensiones y el desequilibrio fiscal, así como el riesgo de que el BCB no pueda controlar la inflación, generando un aumento de las tasas de interés) o externos debido a un aumento de las tasas de interés globales que impulsa una subida de las tasas de interés internas, incrementando así los costos del servicio de la deuda.

Actualmente, no vemos un posible catalizador de una crisis total o un aterrizaje fuerte. Lo que observamos es que se está siguiendo un camino equivocado que llevará a un deterioro continuo y gradual de las variables macrofinancieras.

## ¿EL BCB PODRÁ CONTROLAR LA INFLACIÓN? ESA SERÁ LA CLAVE PARA LA TASA DE REFERENCIA FINAL

El consenso y los mercados de tasas de interés estiman que el BCB esperará hasta después de las elecciones antes de empezar su ciclo de aumentos de tasas, durante el cual se espera que se produzcan aumentos de cerca de 400 bps en los próximos doce meses (388 bps, según la curva de DI referente a las tasas de interés). Aunque los 400 bps de aumentos se consideran un fuerte ciclo en la mayoría de los países, es importante tener en cuenta que las “tasas reales neutrales” de Brasil se sitúan entre 4.0% y 4.5% y, con la inflación de 4.20%, según el consenso, para fines de 2019, esos 400 bps de aumentos llevan las tasas reales a territorio “moderadamente duro”, pero solo si la inflación permanece bajo control. Si la inflación sube a la mitad superior del rango, vemos que hay riesgo de que el ciclo de endurecimiento sea más fuerte de lo que espera el mercado actualmente. Si bien en este momento no consideramos este escenario como una previsión de base, vemos tres posibles catalizadores que podrían provocarlo:

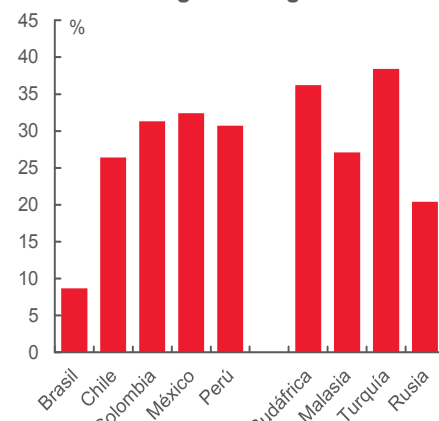
- El primer riesgo es que la inflación del IPC comience a subir (la tasa IPCA ha aumentado cerca de 130 bps este año), el índice IPP del sector manufacturero se sitúa en 15.1% (subió más de 1,000 bps desde enero, y continúa deteriorándose!). La inflación del índice IGPM de la FGV supera ahora 10% (considerando una combinación de precios de minoristas y mayoristas, así como costos de construcción), lo cual refleja un deterioro de la inflación.
- Un segundo riesgo es que las medidas fiscales sean sumamente flexibles (se espera un déficit fiscal de aproximadamente 8% en 2018), lo que significa que el BCB podría tener que compensar esta situación con políticas monetarias más restrictivas.
- Un tercer riesgo está relacionado con el BRL dado el impacto relativamente fuerte que tiene la tasa de cambio en la inflación (entre 20% y 30%). Si el nuevo gobierno no efectúa reformas, la decepción del mercado podría debilitar más el BRL.

Por lo tanto, esos 400 bps de aumentos de tasas que se están incorporando en la curva de DI son significativos solamente si el BCB logra controlar la inflación prevista y las medidas fiscales se endurecen. Por el momento, diríamos que los riesgos para nuestras previsiones de base se centran en que es necesario que el endurecimiento de las políticas sea más fuerte de lo que nosotros y el consenso esperamos.

## EL PANORAMA POLÍTICO NO PARECE FAVORECER LAS REFORMAS

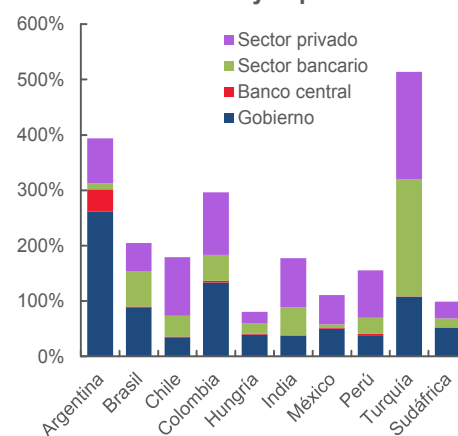
Si bien sigue siendo difícil predecir el resultado de estas elecciones, el buen desempeño del populista de derecha, Jair Bolsonaro, en la primera vuelta (obtuvo 46%) muestra que inicia con fuerza las dos semanas de campaña antes de la segunda vuelta. El supuesto sucesor de Lula, Fernando Haddad (obtuvo 30%), podría beneficiarse de una consolidación de los votos de toda la izquierda. Estimamos que ambos se moverán hacia una posición de centro con el fin de obtener el apoyo de los votantes moderados. Bolsonaro no ha sido muy claro acerca de su agenda económica, pero se ha referido a la posibilidad de buscar una reforma de pensiones más gradual que la que se propone actualmente. Sin

Gráfico 3  
Tenencias extranjeras de títulos del gobierno general



Fuentes: Scotiabank Economics, FMI.

Gráfico 4  
Deuda externa y exportaciones



Fuentes: Scotiabank Economics, Banco Mundial, UNCTAD.

embargo, dada la división del Congreso (Senado), que produjo el surgimiento de partidos no tradicionales y una sólida presencia de la izquierda, es difícil encontrar un escenario en el que podamos ver un mandato reformista, incluso si se forma una coalición luego de las elecciones (los partidos PSDB y PMDB no pudieron aprobarlo cuando formaban una coalición que funcionaba de manera muy armoniosa y que contaba con el apoyo total del Partido de los Trabajadores). Por otro lado, si Haddad resultara victorioso, se sabe que el Partido de los Trabajadores se ha opuesto, desde hace mucho tiempo, a los recortes del gasto social, así como a la reforma del sistema de pensiones. En nuestra opinión, es poco probable que se aprueben grandes reformas si no hay fuertes presiones financieras que lleven a los políticos a tomar medidas drásticas.

#### **CON TODOS ESTOS RIESGOS, REVISAMOS NUESTRAS PREVISIONES PARA EL BRL Y LA TASA SELIC**

Si la inflación cede ante las presiones fiscales o el índice IPP, y empieza a subir, mientras que el BCB no puede superar la curva, podríamos esperar que los aumentos del BCB sean más drásticos. Si bien es sumamente complicado predecir actualmente los resultados de las elecciones, no vemos la probabilidad de un escenario en el que tome el poder un reformista con el mandato de efectuar cambios. Sin embargo, pensamos que el inicio del ciclo de endurecimiento del BCB generará una recuperación del BRL, buscando principalmente más altos rendimientos. Vemos que ese repunte durará solo un par de meses dado que la decepción en cuanto a las reformas y las preocupaciones fiscales probablemente afecten la confianza.

## Colombia

### EL NUEVO GOBIERNO DE COLOMBIA PARECE ESTAR PREPARÁNDOSE PARA UNA REFORMA DEL SISTEMA FISCAL

- El Banco de la República se mantiene en espera, pero estimamos que empiece los aumentos entre fines de 2018 e inicios de 2019, dado que los precios de algunos productos no comercializables de la cesta básica del IPC están aumentando, al mismo tiempo que el porcentaje de bonos TES en manos de extranjeros está cayendo y el diferencial de la tasa del Banco de la República con la tasa de la Fed está deteriorándose rápidamente.
- La gran sorpresa del banco central fue el anuncio de un nuevo programa de acumulación de reservas internacionales mediante el mecanismo de opciones. El objetivo del programa es aumentar las reservas ante una posible reducción de los recursos disponibles del país mediante una línea de crédito flexible proporcionada por el FMI. No se ha anunciado un volumen específico y esperamos que la acumulación de fondos ocurra cuando se fortalezca el peso colombiano (COP).
- En el ámbito fiscal, el gobierno ha revelado que tiene planes de impulsar una reforma fiscal para fortalecer la situación financiera del país, pero también para fomentar un mayor crecimiento potencial. Por ahora, parece que el gobierno quisiera reducir las exenciones del IVA y redistribuir una parte de la carga fiscal de las empresas.

### ACELERACIÓN DEL CRECIMIENTO, APROXIMÁNDOSE A UNA TASA POTENCIAL

Luego de que el crecimiento tocara fondo en el tercer trimestre de 2016 (a un 0.6% interanual), hemos visto que se ha acelerado gradualmente a un poco menos del 3.0% interanual el último trimestre. Desde hace tiempo, hemos sostenido que la tasa de crecimiento potencial de Colombia se sitúa entre 3.0% y 3.5%. En la actualidad, si bien el crecimiento sigue estando ligeramente por debajo del potencial (2.8%), los datos recientes parecen sugerir que, durante el tercer trimestre, es probable que veamos que el crecimiento se sitúe ligeramente por encima del 3%, ahora que la producción industrial, que había estado rezagada, está tomando impulso (superando el 3% este verano boreal). Nuestra previsión de base es que, hacia finales de 2018, el rango de crecimiento será de 3.0% a 3.5%, antes de estabilizarse en aproximadamente 3.5% para los próximos dos años.

El gobierno de Duque tiene una agenda muy ambiciosa para acelerar la inversión que incluye, entre otras medidas, reducir la carga fiscal de las empresas (que actualmente pagan un 80% de los ingresos totales por impuesto sobre la renta), incrementando la contribución por medio del IVA (eliminando exenciones) y el impuesto sobre la renta personal. Si la reforma se lleva a cabo de manera eficaz, esperaríamos un incremento de la inversión, la cual ha estado disminuyendo en los últimos años (pasando de cerca de 24% del PIB en 2014 a cerca de 22% el año pasado). Sin embargo, no esperamos que se produzca un aumento de la inversión hasta fines de nuestro horizonte de previsión, incluso si la reforma fiscal se implementa a corto plazo.

### EL BANCO DE LA REPÚBLICA CAMBIA DE ENFOQUE, EN CUANTO A LAS DIVISAS, NO A LAS TASAS

Según lo esperado, [el Banco de la República no modificó su tasa de política el 28 de septiembre](#), dado que la inflación general permaneció cerca del rango objetivo, en 3.1%. Sin embargo, el banco central reconoció que los componentes de la cesta del IPC que están mostrando un impulso alcista son productos no comercializables, lo cual justificaría

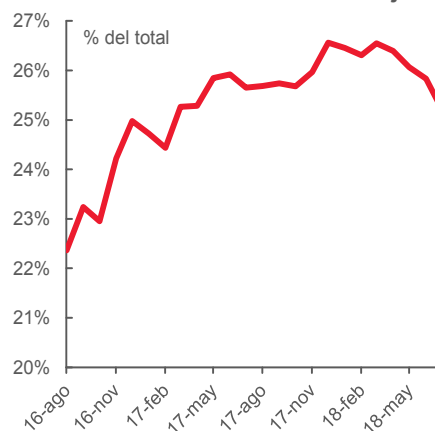
### CONTACTOS

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

Colombia	2017	2018p	2019p	2020p
PIB real (variación % anual)	1.8	2.5	3.5	3.6
IPC (% interanual, cierre)	4.1	3.4	3.6	3.6
Tasa del banco central (% , cierre)	4.75	4.50	5.50	5.50
Peso colombiano (USDCOP, cierre)	2,986	3,080	3,055	3,065

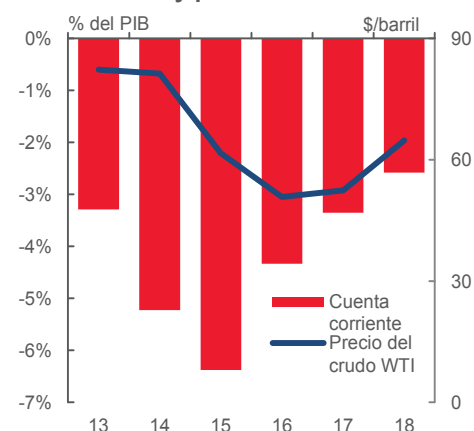
Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1  
 Bonos TES en manos de extranjeros



Fuentes: Scotiabank Economics, Ministerio de Hacienda de Colombia

Gráfico 2  
 Saldo en cuenta corriente de Colombia y precio del crudo WTI



Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.



las crecientes presiones (una gran proporción de las fuerzas deflacionarias provenía de productos secundarios como alimentos y precios bajo la influencia de la tasa de cambio). El Banco de la República también está cómodo con las expectativas de inflación de 3.2% para 2018 y 3.3% para 2019; no obstante, es importante recordar que estos valores comprenden las expectativas de aumentos de 90 bps para los próximos 12 meses y de 150 bps para los próximos dos años. Las razones que explican el ciclo previsto de aumentos del Banco de la República son probablemente más externas que internas. La inflación en Colombia está bajo control, pero para un país con una cuenta corriente que puede ser vulnerable (y un déficit aun relativamente amplio, a pesar de su mejora en consonancia con los precios del petróleo), y con tenencias de deuda interna en manos extranjeras que disminuyen, parece acertado mantener la atención en el diferencial entre su tasa de política y de la Fed. Nótese que el [gobierno ha reconocido ahora formalmente que hay una disminución de la "tasa de crecimiento potencial" del país, de 4.8% en 2012, a 3.5% en su estimado para 2018](#). Esto sugiere que, si bien la economía sigue operando ligeramente por debajo de su potencial, ahora está muy cerca de ese nivel.

La [gran sorpresa de la declaración del Banco de la República vino del lado de las divisas](#). El Banco de la República señaló que debido a una posible reducción de los [recursos disponibles provenientes de la línea de crédito flexible del FMI](#), (que ofrece al país cerca de US\$ 11,400 millones), en 2020, la junta directiva decidió aumentar sus reservas internacionales y afirmó que no se dirigirá a un nivel específico, pero que empezaría con una subasta de US\$ 400 millones. Nuestra impresión es que la razón por la que no se anunció un nivel específico fue porque el banco central está cómodo con los actuales niveles del cruce USD/COP, y no quiere provocar un fuerte debilitamiento del peso, dado que esto podría ocasionar presiones inflacionarias. Por tanto, esperamos que el banco central acumule reservas cuando se fortalezca el peso. Actualmente, [el volumen de las reservas internacionales de Colombia es de 1.26X con respecto a su "nivel óptimo", según el indicador ARA del FMI](#), el cual es sólido, pero no extraordinario.

Nuestra previsión de tasas para Colombia muestra el inicio del ciclo de aumentos un par de meses antes del consenso, pero tenemos un ciclo de endurecimiento menos pronunciado, en conjunto. Esto se debe a que estamos esperando que el Banco de la República pueda controlar la inflación y esté atento a la Fed. Si hay un rezago en el ciclo, la tasa de referencia final sería más alta y más cercana a lo que considera la curva de swaps con respecto a las tasas de interés locales.

En términos de movimientos de divisas, el cruce USD/COP se ha mostrado bastante estable en los últimos 2 años y medio, manteniéndose en un rango estrecho entre 2,800 y 3,150 desde inicios de 2016. Esperamos que se mantenga ese patrón, aunque vemos, a corto plazo, un debilitamiento algo moderado del peso, principalmente como resultado de la desventaja de rendimiento del COP con respecto a otras monedas latinoamericanas, como BRL y el MXN. A medida que el ciclo de endurecimiento en Colombia cobre impulso, el cruce se estabilizará aproximadamente a su valor de mercado de 3,000, retomando luego una trayectoria de ligera depreciación hacia 2020.

### LA REFORMA FISCAL 1.0 FALLÓ, AHORA ¿QUÉ PODEMOS ESPERAR DEL INTENTO 2.0?

Los resultados del último intento de una reforma fiscal decepcionaron ya que no lograron la reducción de la dependencia de los ingresos provenientes del petróleo, ni ayudaron a la recuperación de la dinámica fiscal. Debido a esto, Moody's emitió algunas advertencias sobre la situación fiscal de Colombia hacia fines de septiembre, aunque no creemos que una rebaja de la calificación sea un riesgo a corto plazo. Tampoco creemos que esto se justifique por los actuales indicadores fundamentales del país. Recientemente, el gobierno ha dado señales que sugieren que podría buscar una reforma fiscal más ambiciosa, ya que Duque ha mencionado la necesidad de un sistema fiscal más competitivo y "justo", y, al mismo tiempo, los funcionarios del Ministerio de Hacienda parecen estar en una campaña de educación fiscal.

Si bien hemos visto mejoras del déficit, como en la cuenta corriente, gran parte se debió a la recuperación de los precios del petróleo. En general, el país sigue siendo muy dependiente de la dinámica de los precios del petróleo. Las recientes reuniones llevadas a cabo por el Ministro Carrasquilla y su equipo del Ministerio de Hacienda, con el fin de discutir la estructura fiscal del país sugieren que se han implementado planes para una reforma más grande. La reforma del sistema fiscal y la consolidación de las finanzas públicas son también temas centrales del esfuerzo del gobierno para que el crecimiento potencial vuelva a sus altos niveles previos, aunque sus presentaciones sugieren que una combinación de

Gráfico 3

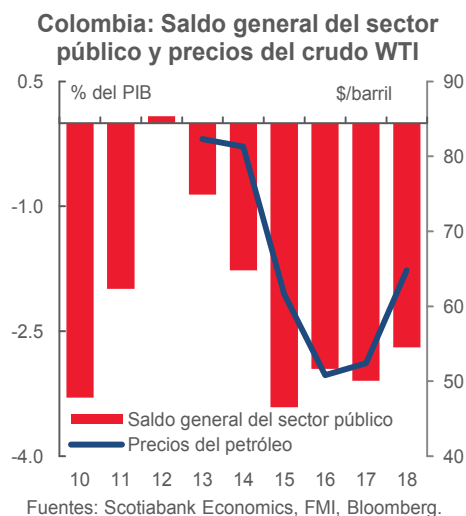
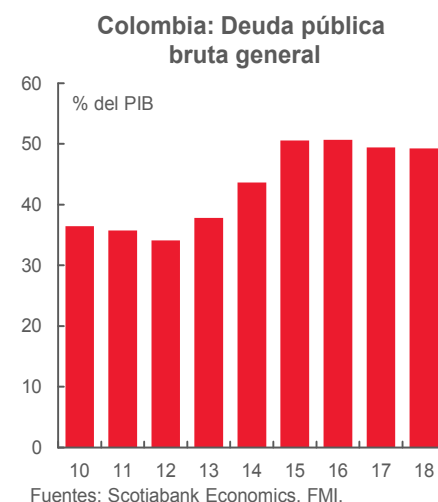


Gráfico 4



seguridad, débil infraestructura y efecto de desplazamiento (crowding out) está afectando las posibilidades de crecimiento del país. El nuevo gobierno ha hablado acerca del costo que tiene la estructura “subsana” del IVA del país en las recaudaciones totales, y también acerca de los efectos negativos que la estructura fiscal podría estar teniendo en la inversión. Nuestra opinión es que las dos prioridades de la reforma fiscal serán: 1) reducir las exenciones del IVA, y 2) redistribuir la carga impositiva aliviando el peso actual sobre a las empresas:

- En este punto, el [gobierno abordó los problemas que tiene la actual estructura del IVA](#), tanto en términos de una recaudación relativamente baja, como en las repercusiones positivas que podría tener en la recaudación de otros impuestos, si se subsana. El gobierno también destacó que la cesta actual de productos exentos y de tasa 0 está beneficiando en gran medida a los hogares con altos ingresos (en una proporción de 3 a 1).
- El gobierno también parece estar en una ofensiva lobista, buscando [reequilibrar la carga de ingresos por concepto de impuestos sobre la renta disminuyendo la contribución de las empresas \(que en Colombia representa el 80.9% de los ingresos por concepto de impuestos sobre la renta, frente a países como México donde este valor es de 52.2%, en Brasil es de 64.2% y en los países de la OCDE alcanza un promedio de 32.6%\), mediante una mayor recaudación del impuesto sobre la renta personal](#), que actualmente tiene un porcentaje muy bajo.

Si esa tentativa de reforma fiscal tiene éxito, podríamos esperar varios resultados positivos: 1) un entorno fiscal más atractivo para las inversiones de empresas, 2) una situación fiscal más sólida, menos dependiente del petróleo, y 3) una estructura fiscal general con menos efectos perturbadores en el país. En esta etapa, es difícil predecir las probabilidades de éxito del gobierno en esta campaña.

## Perú

### EL DIFÍCIL RETORNO A LA NORMALIDAD

- **Leve incremento de nuestra previsión de crecimiento del PIB en 2018, de 3.5% a 3.7%.**
- **Aumentamos nuestras previsiones para la tasa de cambio del PEN de 3.22 a 3.26 para fin de año.**
- **La volatilidad en las cifras de crecimiento mensual del PIB distorsiona el panorama real.**
- **Se reavivan las tensiones políticas, pero la evolución del precio de los metales es más importante.**
- **Se ha frenado la inflación y los indicadores macroeconómicos siguen siendo sólidos.**

Últimamente, la tasa de cambio de Perú parece más estable que el crecimiento del PIB. El crecimiento interanual del PIB se ha desacelerado fuertemente a un rango entre 2.0% y 2.5% en el periodo de junio a agosto, después de haber alcanzado 7.8% en abril y 6.5% en mayo. Los motivos de la fuerte caída son diversos. Las cifras del segundo trimestre estuvieron sobrevaloradas porque partieron de un punto bajo debido al impacto del fenómeno de El Niño el año pasado. Además, desde junio, los sectores de recursos (en especial, el sector minero y pesquero) han decaído por motivos relacionados principalmente con factores a corto plazo (minerales temporalmente de bajo grado y un periodo fuera de la temporada de pesca). Por lo tanto, ni las cifras del crecimiento del segundo trimestre ni del crecimiento reciente reflejan adecuadamente la tendencia real subyacente del crecimiento. Quizá el mejor indicador sería el crecimiento del PIB sin considerar los sectores de recursos, el cual está más relacionado con la demanda interna y aumentó 3.3% en junio y 3.9% en julio. Sin embargo, recientemente se ha dado un cambio preocupante: una fuerte caída de la inversión pública en julio y agosto. Esa situación puede continuar. Además, se ha reavivado la tensión política entre el Congreso y el Ejecutivo, lo que plantea la cuestión de cuánto afectaría esto el crecimiento. Si bien el crecimiento de la demanda es muy sólido y la comunidad empresarial ha dado numerosas señales de retornar a la normalidad, también existe la impresión de que la situación política está obstaculizando la inversión en el sector público y afectando también, de cierta forma, el sector privado.

No es fácil incluir los factores políticos imprevisibles en nuestra ecuación del crecimiento. Siempre hemos dicho que nuestras previsiones de 3.5% para el PIB de 2018 tenían un sesgo alcista, pero ese aumento se ha reducido, dado el bajo nivel de crecimiento de los últimos meses. Estamos aumentando nuestras previsiones ligeramente solo a 3.7%, para integrar los riesgos al alza, pero esta cifra sigue siendo inferior a las previsiones del consenso y del gobierno que están más cercanas a 4.0%. Estamos manteniendo nuestras previsiones de crecimiento del PIB de 4.0% para 2019. Habríamos rebajado nuestras previsiones debido al riesgo político y a la debilidad anticipada de los precios de los principales metales, de no ser por el reciente anuncio de Anglo American que iniciará su proyecto de inversión de USD 5,000 millones en la mina de cobre Quellaveco. Esto compensa la situación de mayor incertidumbre que prevemos para 2019.

El lado bueno es que, si no se toma en cuenta la política y el mercado de los metales (como si eso fuese posible), casi todos los indicadores económicos son muy positivos. Las cuentas fiscales y externas han estado superando las expectativas, la inflación ha permanecido ampliamente dentro del rango objetivo del Banco Central y el PEN ha seguido siendo la moneda más estable de la región. El déficit fiscal ha bajado de 3.2% del PIB (al

### CONTACTOS

**Guillermo Arbe, Gerente Principal Estudios Económicos**  
 511.211.6052 (Perú)  
 Scotiabank Peru  
[guillermo.arbe@scotiabank.com.pe](mailto:guillermo.arbe@scotiabank.com.pe)

Perú	2017	2018p	2019p	2020p
PIB real (variación % anual)	2.5	3.7	4.0	4.1
IPC (% interanual, cierre)	1.4	2.0	2.5	2.5
Tasa del banco central (% , cierre)	3.25	2.75	3.25	4.00
Sol peruano (USDPEN, cierre)	3.24	3.26	3.22	3.20

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

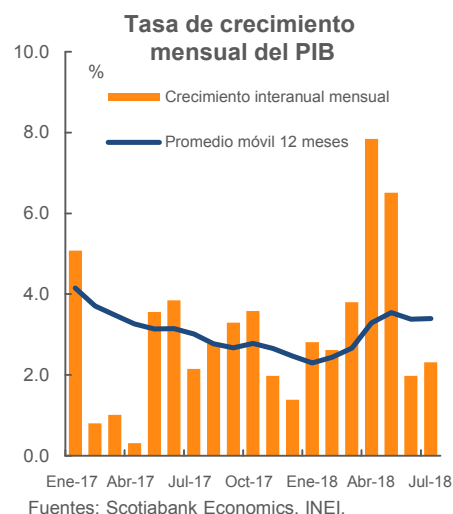


Gráfico 2

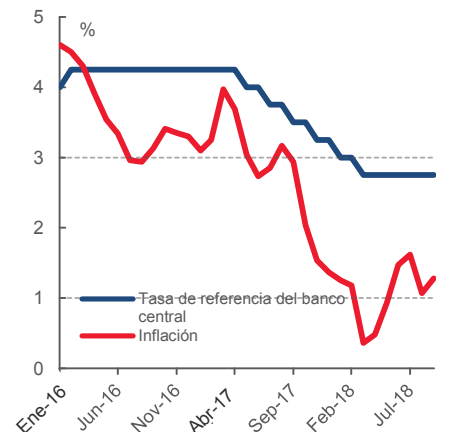


comienzo del año) a 2.1% (en julio). Es importante señalar que la mejora se debe más a un mayor nivel de ingresos (de la minería y el impuesto general a las ventas) que a un menor gasto fiscal, lo que también ha ocurrido. Es difícil que el gobierno lleve el déficit a 3.0% para finales de año con el nivel actual de gasto. Nos mantenemos en nuestra previsión de déficit de 2.8% para todo el año 2018, pero con el riesgo de una caída.

Tampoco vemos la necesidad de cambiar nuestra previsión de 2.0% para la inflación de este año. La inflación anual hasta septiembre fue de 1.2%, pero debería aumentar moderadamente en adelante. La inflación mensual permanecerá baja en los próximos meses, pero temporalmente dará otra impresión si se compara con la inflación negativa de 2017. Con la inflación mantenida dentro de su rango objetivo y el crecimiento moderado del PIB, seguimos esperando que el Banco Central no eleve su tasa de referencia (actualmente en 2.75%) hasta el segundo trimestre de 2019. Lo más difícil es prever la evolución del cruce PEN/USD, que ha estado impulsado por el USD, en sí algo inestable, y por la especulación sobre cómo la guerra comercial podría afectar los mercados de metales, más que los fundamentos de las cuentas externas de Perú. Aunque esperamos una corrección del mercado desde los actuales niveles de entre S/ 3.30 y S/ 3.31, nuestra previsión de S/ 3.22 parece cada vez más difícil de lograr. Por lo tanto, hemos aumentado nuestra previsión a S/ 3.26 para fin de año.

Gráfico 3

Tasa de interés e inflación



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

## Chile

### EXPERIMENTANDO CIERTO VIENTO EN CONTRA: EL CRECIMIENTO DEFRAUDARÁ AL CONSENSO EN LA SEGUNDA MITAD DE 2018

- El deterioro de algunas condiciones en el extranjero continuó en los últimos meses, con un precio del cobre por debajo de los 280 US ¢ / lb. El conflicto comercial entre Estados Unidos y China se ha intensificado, lo que junto con la etapa cíclica de la economía de los Estados Unidos y sus diferencias con otras economías desarrolladas, ha provocado una apreciación global del dólar y una caída en los precios de los productos básicos.
- Un sorprendente crecimiento del PIB del 5.3% interanual durante el segundo trimestre generó una exuberancia para el crecimiento a largo plazo. La demanda interna creció por encima de las expectativas, lo que refleja una mayor expansión del consumo privado (en su mayoría, bienes duraderos), un aumento en la acumulación de inventarios y una inversión más dinámica en maquinaria y equipo.
- Prevemos una desaceleración del 3% interanual durante el tercer trimestre, consistente con un crecimiento del PIB para 2018 del 3.9%, por debajo del consenso (4%) y del escenario base del Banco Central (4.25%). Los principales impulsores de un crecimiento (bueno pero no extraordinario) del PIB durante la segunda parte del año provendrán de la desaceleración del consumo privado (en particular de los bienes duraderos) y la lenta recuperación de la inversión. Las expectativas de inflación para el año en curso han aumentado debido a los componentes volátiles, pero aún están bien ancladas en un 3%. El Banco Central probablemente anunciará un aumento de 25 pb para el MPR en la reunión de diciembre.
- Aunque las condiciones políticas internas son estables, la debilidad del apoyo parlamentario volvió a surgir con motivo de la reforma fiscal. Las dificultades del gobierno para lograr las principales reformas estructurales podrían aumentar durante los próximos meses.

### ACTUALIZACIÓN MACRO: CRECIMIENTO MÁS DÉBIL EN EL SEGUNDO SEMESTRE

Ciertos vientos en contra han continuado o se han profundizado en los últimos tres meses. Los términos de intercambio empeoraron, y algunas condiciones domésticas parecieron perder algo de impulso (como la expectativa del gobierno de un amplio apoyo para las reformas críticas). Sin embargo, como se dijo en julio, hay una serie de condiciones que pueden ayudar a evitar efectos extremadamente negativos: (1) el compromiso del gobierno de fomentar la inversión; (2) la consolidación fiscal; (3) cuentas externas sostenibles; y (4) estabilidad económico-institucional.

No es sorprendente que el crecimiento del PIB en el segundo trimestre continuara acelerándose, pero los datos ya disponibles para el tercer trimestre muestran una desaceleración. El mercado laboral está registrando una recuperación más débil de lo esperado, lo que afectará el dinamismo del consumo durante la segunda parte del año. El consenso y las autoridades económicas se verán decepcionados durante la segunda parte del año, lo que podría provocar un ligero retroceso en la confianza de los consumidores y las empresas.

En el frente inflacionario, el aumento del tipo de cambio y del precio del petróleo elevaron las expectativas de inflación para el año actual y el próximo, pero el mercado sigue muy

### CONTACTOS

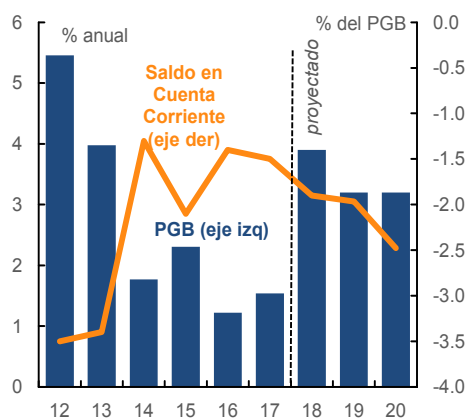
**Benjamin Sierra, Manager Economista**  
 Mercado Financieros  
 56.2.2619.4974 (Chile)  
 Scotiabank Chile  
[benjamin.sierra@scotiabank.cl](mailto:benjamin.sierra@scotiabank.cl)

Chile	2017	2018p	2019p	2020p
PIB real (variación % anual)	1.5	3.9	3.2	3.2
IPC (% interanual, cierre)	2.3	3.2	3.0	3.0
Tasa del banco central (% , cierre)	2.50	2.75	3.75	4.00
Peso chileno (USDCLP, cierre)	615	650	650	640

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

### PGB y Saldo Cuenta Corriente



Fuentes: Scotiabank Economics, Banco Central de Chile.

consciente de que las causas están relacionadas con los productos altamente volátiles, mientras que la inflación subyacente evoluciona como se esperaba. El Banco Central estima que el estímulo monetario actual es menos necesario y comenzará a reducirlo en los próximos meses con el próximo movimiento probable en la reunión de diciembre. Finalmente, se espera que una política fiscal muy prudente y coordinada ayude a evitar presiones debido a rápidos aumentos en la tasa de política monetaria. El informe presupuestario de 2019 espera una expansión de 3.2% en el gasto público (3.6% para el gasto corriente y 1.2% para la inversión pública), el más bajo desde 2011 y por debajo del crecimiento del PIB previsto por las autoridades para 2019, que será discutido en las próximas semanas. La reacción del sector privado fue mayoritariamente positiva.

Las tasas de largo plazo han retomado una tendencia alcista recientemente. Hay muchos factores detrás de esto: (1) mayores expectativas de inflación; (2) el discurso menos expansivo del Banco Central; y (3) las mayores tasas de interés externas. Aunque una tendencia alcista parece ser el escenario más probable en los próximos meses, no se espera un aumento muy fuerte, aunque es probable que la volatilidad persista. Un factor crítico será el tipo de cambio, cuyo amplio rango de fluctuación fue notable en los últimos dos meses. Nuestro escenario de referencia es un CLP/USD alrededor de 650 para fines de 2018 y 2019.

### PANORAMA POLÍTICO: POCOS CAMBIOS AÚN

Políticamente, todo apunta a un trabajo más duro para obtener el apoyo mínimo requerido para lograr mejoras y modernizaciones críticas, como las relacionadas con el marco tributario, el sistema de pensiones o las regulaciones laborales, entre otras. Por otro lado, la oposición ha intentado obtener cierta cohesión como respuesta a asuntos específicos, pero no ha podido ir mucho más lejos, lo que sugiere que todavía no están bien organizados y que algunas heridas aún no se han curado. Si el gobierno pudiera aprovechar eso, algunas reformas críticas podrían ir más rápido y mejor. Sin embargo, el proyecto de presupuesto 2019 se recibió con una visión menos negativa de lo esperado. Al mismo tiempo, se mantuvo la decisión del gobierno de hacer todo lo posible a través de una vía no legislativa, pero no está del todo claro qué tan profundo puede llegar de esa manera. Como se dijo, en política el tiempo es limitado y cuando algunas condiciones extranjeras se vuelven más riesgosas, el tiempo es una variable crítica.

### PRINCIPALES RIESGOS

A pesar de que las variables han cambiado de intensidad, la estructura de riesgos para la economía chilena no ha cambiado. El precio del cobre, que afecta no solo al presupuesto fiscal o al tipo de cambio, sino que es una piedra angular para las expectativas privadas, parece haber alcanzado un mínimo, pero aún se encuentra por debajo del nivel alcanzado a mediados de 2018. Las expectativas sobre el precio del cobre son críticas en la etapa actual del ciclo, debido a su influencia en las decisiones de inversión. El riesgo regional sigue siendo alto, especialmente el de los grandes países "atlánticos" de América del Sur (Brasil y Argentina), que no es devastador, pero tampoco es positivo para el panorama. Otro factor positivo es la popularidad levemente declinante pero aún significativa del Presidente. Estos elementos deben mantenerse a la vista en los próximos meses para analizar los riesgos.

Gráfico 2

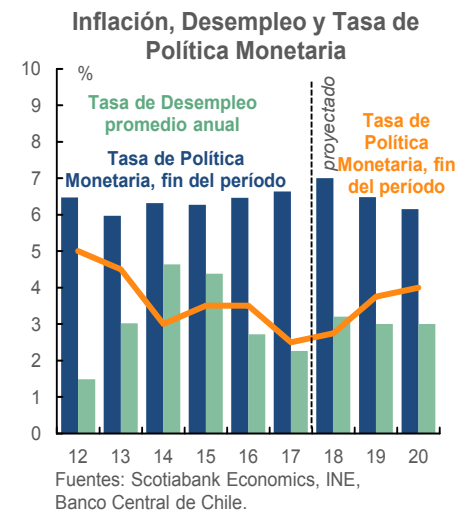
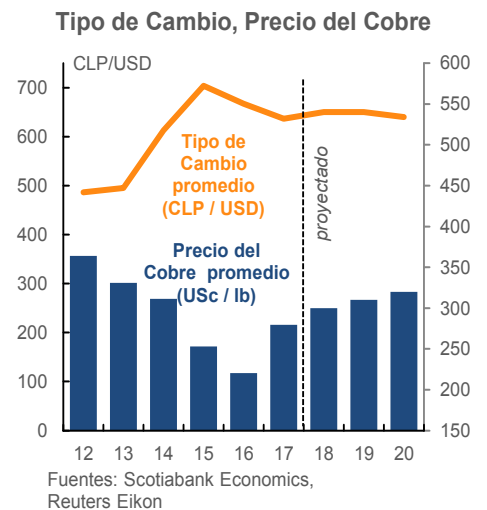


Gráfico 3



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.