

## Los precios del petróleo suben en un mercado ya apretado en medio de los temores por el acuerdo nuclear con Irán

- El repunte del petróleo impulsó a todas las materias primas en abril. En mayo, los precios continúan por su senda alcista, después de que el presidente Trump anunciara el retiro de Estados Unidos del acuerdo nuclear con Irán y esta decisión elevara las primas de riesgo geopolítico.
- Más allá de estos temores, la reimposición de las sanciones estadounidenses debería reducir las exportaciones de petróleo de Irán en unos 0.4 MMbpd (gráfico 1), mucho menos que los 1.2 MMbpd que el país dejó de exportar cuando se aplicaron las sanciones multilaterales en 2012.
- Arabia Saudita y Kuwait se han comprometido a trabajar con la OPEP+ para aliviar la posible estrechez resultante de la pérdida del crudo iraní, promesa que ha atenuado el impacto en el mercado. Sin embargo, cualquier auxilio llega justo cuando se espera que la OPEP+ aumente su producción en 2019, lo que mantendrá la capacidad ociosa en niveles bajos y sustentará los precios.
- El impacto que tendrá el retiro de Estados Unidos del acuerdo con Irán en los precios del crudo a corto plazo dependerá más de la confianza y el incremento de las primas de riesgo geopolítico que de la verdadera pérdida de barriles en el mercado físico. A largo plazo, las sanciones agravarán el déficit en el mercado, debido a la menor capacidad extra de la OPEP y la desaceleración marcada del crecimiento de la capacidad de producción iraní.

El Índice Scotiabank de Materias Primas registró un crecimiento intermensual de 2.1% en abril, ya que el aumento sólido del subíndice de petróleo y gas (+11.2% m/m) fue más que suficiente para compensar la debilidad de los rubros de metales y minerales (-4.2%) y agricultura (-2.4%). El crudo WTI subió en \$5/bbl durante abril para cerrar el mes en \$69/bbl, impulsado por un mercado fundamentalmente estrecho y el incremento de la prima de riesgo ante el retiro anticipado de Estados Unidos del acuerdo con Irán.

Las inquietudes del mercado resultaron ciertas: el presidente Trump rompió el pacto nuclear a principios de mayo. El avance continuo del precio del crudo, que se basaba ante todo en los fundamentos del mercado, ha recibido ahora el empujón adicional de los temores sobre las exportaciones iraníes y el tono especialmente belicoso y agresivo del presidente estadounidense. Como resultado, el marcador Brent superó el umbral de los \$80/bbl (\$72/bbl para el WTI) por primera vez desde que los precios se desplomaron en 2014 (gráfico 2).

### NUEVAS SANCIONES CONTRA IRÁN: ¿QUÉ SUCEDERÁ AHORA CON LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO?

El mercado petrolero ha vuelto a ser presa de los ya conocidos riesgos políticos, después de que el presidente Trump decidiera retirar unilateralmente a Estados Unidos del acuerdo nuclear con Irán, anteriormente conocido como Plan de Acción Integral Conjunto (PAIC), el pasado 8 de mayo, calificando el pacto de "defectuoso en su esencia". Además de las grandes consecuencias que tiene esta decisión desde el punto de vista político y en materia de seguridad, el meollo del asunto para los precios del petróleo es: ¿cómo afecta esto las exportaciones iraníes, cuántos barriles perderá el mercado y qué tan rápido desaparecerán? Según nuestro escenario base, el mercado perdería unos 400 kbpd de crudo iraní (es decir, gran parte del volumen que alimenta actualmente las refinerías europeas, así como parte del volumen que se destina a Corea del Sur y Japón) de aquí a noviembre de 2018 debido a la reactivación de las sanciones estadounidenses. Sin embargo, Arabia Saudita y sus aliados han declarado que tienen la capacidad y la disposición de reponer los barriles iraníes desplazados y atenuar así cualquier impacto en el mercado físico. Al final, el impacto sobre los balances estará determinado por tres factores clave: 1) la gravedad de las sanciones estadounidenses; 2) la resistencia de los países que actualmente importan el crudo iraní; y 3) la ayuda de la OPEP+ con su oferta adicional.

### CONTACTOS

Rory Johnston  
 416.862.3908  
 Scotiabank Economics  
[rory.johnston@scotiabank.com](mailto:rory.johnston@scotiabank.com)

### Gráfico 1



Tabla 1

Índice Scotiabank de Precios de Materias Primas			
Abril 2018	(variación %)		
	M/M	A/A	Acum
<b>Todas las materias*</b>	<b>2.1</b>	<b>13.0</b>	<b>9.6</b>
<b>Industriales</b>	<b>3.2</b>	<b>14.0</b>	<b>9.7</b>
Petróleo y gas	11.2	16.1	9.1
Metales y minerales	-4.2	6.4	2.4
Productos forestales	2.9	23.6	25.5
<b>Agropecuarias</b>	<b>-2.4</b>	<b>8.3</b>	<b>9.1</b>
	<b>Enero 2007 = 100</b>		
	2018		
	abr	mar	Prom acum
<b>Todas las materias</b>	<b>122.7</b>	<b>120.2</b>	<b>120.4</b>
<b>Industriales</b>	<b>119.8</b>	<b>116.1</b>	<b>117.1</b>
Petróleo y gas	100.3	90.2	93.1
Metales y minerales	122.8	128.2	128.2
Productos forestales	166.6	161.9	159.8
<b>Agropecuarias</b>	<b>139.1</b>	<b>142.5</b>	<b>138.5</b>

\* Ponderaciones: petróleo y gas (39.9%), metales y minerales (30.1%), productos forestales (14.7%), productos agropecuarios (15.3%); notas técnicas detalladas en la página 7.

## LA PERSPECTIVA DE WASHINGTON: ¿HASTA DÓNDE LLEGARÁ LA CASA BLANCA?

**Sorprende muy poco que Trump haya dado al traste con el PAIC.** El presidente ha sido desde hace tiempo un acérrimo detractor y adversario del acuerdo. Ya en su campaña y durante el primer año de su mandato no dejaba de criticarlo una y otra vez y recientemente nombró a dos representantes de la línea dura con Irán para que ejercieran dos de las funciones de más alto nivel en política exterior del gobierno: el Secretario de Estado y el Asesor Nacional de Seguridad. Igual de poco sorprendente resulta también que la decisión haya sido fustigada por los aliados tradicionales de Estados Unidos (Reino Unido, Francia y Alemania) y apoyada por los rivales regionales de Irán, Israel y Arabia Saudita. Aunque muchos se esperaban ya el retiro de Estados Unidos del pacto, la dureza del discurso del presidente fue lo que más tomó por sorpresa al mercado. Quizá por guardar las apariencias, Trump expresó su deseo de trabajar con Irán por un pacto mejor, pero recalcó la necesidad de tener un acuerdo mucho más amplio que cubriera el programa de misiles balísticos del régimen, la posición de Teherán en la región y el terrorismo, además de endurecer las restricciones actuales contra el programa nuclear. Estas exigencias van mucho más allá de los objetivos originales y más modestos del PAIC, que se resumen a impedir que Irán construya la bomba atómica, por lo que las autoridades de Teherán ya han declarado que su país no tiene el más mínimo interés por renegociar nuevos términos con Washington.

**Pese a no importar una sola gota de crudo iraní desde hace décadas, Estados Unidos tiene bastante poder para hacer mella en las exportaciones petroleras del régimen** imponiendo sanciones secundarias a otros países que comercializan con Irán. En 2012, cuando el gobierno estadounidense endureció su postura por última vez, las sanciones que impedían que Irán asegurara sus tanqueros y las restricciones financieras para la compra de crudo iraní (liquidado en dólares estadounidenses o adquirido por empresas con presencia en Estados Unidos) resultaron ser los principales mecanismos que bloquearon el acceso del petróleo de Irán a los mercados. Ahora, tras la salida de Estados Unidos del acuerdo, creemos que las restricciones en materia de seguros y pagos constituirán nuevamente los principales obstáculos que Teherán deberá franquear para colocar sus hidrocarburos en el mercado. Los actuales importadores de crudo iraní tendrán 180 días para reducir gradualmente sus compras y podrán obtener exenciones para seguir comprando el petróleo después del fin del periodo de gracia, aunque el otorgamiento de esas exenciones dependerá, en parte, del esfuerzo proactivo que muestren por reducir su uso del crudo iraní durante el periodo de gracia de 180 días. Esto significa que, si bien es poco probable que las sanciones afecten directamente las exportaciones antes del 4 de noviembre, de manera indirecta los importadores comenzarán a disminuir sus compras en los próximos meses con el fin de prepararse bien para la solicitud de las exenciones.

**Queda aún por verse si la retórica dura de Trump se traducirá en una aplicación estricta de las sanciones.** A juzgar por su historial diplomático reciente (las negociaciones del TLCAN, las ideas y venidas con respecto al TPP, el acercamiento con Corea del Norte, los aranceles comerciales contra China, etc.), es muy probable que se deban rebajar las expectativas frente a la dureza de la declaración inicial. Llama también la atención que Washington no invocara la disposición de restablecimiento de las sanciones del PAIC, que habría obligado a otros signatarios a seguir el ejemplo de Estados Unidos, y optara en cambio por una retirada unilateral. Sea cual sea la intensidad de las sanciones estadounidenses, en las relaciones internacionales, la zanahoria suele tener un mejor efecto que el garrote. Cualquier llamado a la cooperación con un gobierno que toma la decisión unilateral e impopular de reimponer sanciones a Irán habría tenido posiblemente una acogida más tenue que en 2012. En aquel entonces, las sanciones fueron el resultado de un trabajo de varios años por parte de las administraciones Bush y Obama, que buscaron el apoyo de la comunidad internacional, de modo que las exportaciones cayeron rápidamente en 1.2 MMbpd (gráfico 3). Hoy en día, la mayoría de estos países se han comprometido a lograr que el PAIC funcione y el Organismo Internacional de Energía Atómica (OIEA), encargado de supervisar las actividades nucleares de Irán en el marco del acuerdo, asegura que Teherán ha cumplido sus obligaciones, lo que complica cualquier justificación legal que Washington pudiera esgrimir para obtener un respaldo multilateral futuro.

Gráfico 2

**Los precios se disparan a su nivel más alto desde 2014 por la oferta apretada y los temores sobre Irán**

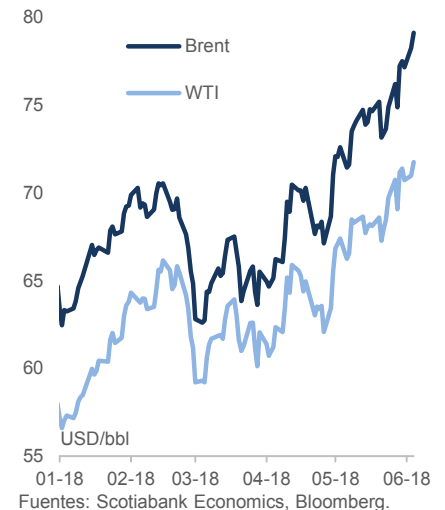
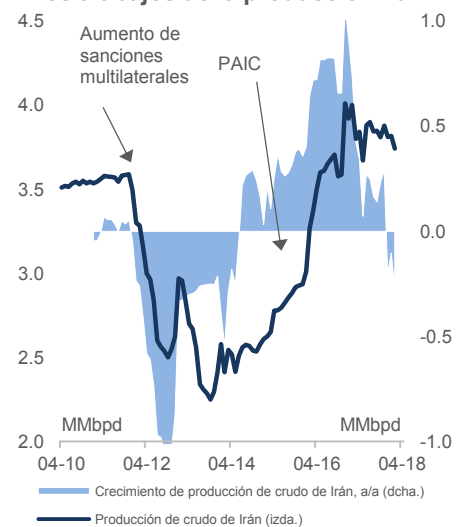


Gráfico 3

**Los altibajos de la producción iraní**

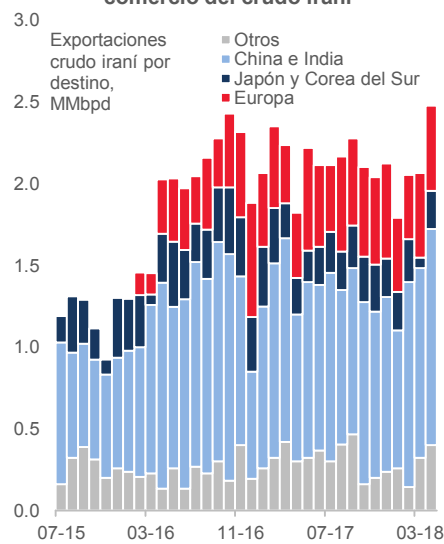


**ENCRUCIJADA ENTRE CONSUMO Y PRODUCCIÓN: ¿CÓMO REACCIONARÁN LOS CLIENTES Y COMPETIDORES DE IRÁN?**

Las exportaciones de petróleo iraníes llegaron a los 2.5 MMbpd en el mes de abril, más del doble de lo que el régimen exportaba a finales de 2015 antes de la aplicación del PAIC. Casi dos tercios de ese volumen se envía a Asia y un quinto se destina a Europa; el resto lo absorben los países vecinos de la región, como Turquía y Siria (gráfico 4). Consideramos que los barriles con más probabilidades de ser desplazados tras el retiro de Estados Unidos del PAIC son los casi 500 kbpd que actualmente importan las refinerías europeas. Nuestra previsión de base contempla una reducción de 70% de ese volumen. Las importaciones europeas fueron las que cayeron más rápido en 2012 después del recrudescimiento de las sanciones, pero en aquella oportunidad Europa respaldó conjuntamente la decisión. Hoy, en cambio, las importaciones europeas deberían reducirse en menor medida, aunque la disminución terminará siendo igualmente significativa pese a la oposición de los gobiernos de la UE debido a las dificultades relacionadas con las liquidaciones en dólares estadounidenses, el financiamiento del comercio y el seguro de los tanqueros. Prevemos también una reducción moderada de las importaciones de Japón y Corea del Sur, pues a estos dos países les interesa mantener una relación positiva con Washington en medio de las negociaciones sobre la desnuclearización de Corea del Norte. Cuando se establecieron las sanciones anteriores, se usó como referencia un valor de aproximadamente 20% como indicador del intento de un país por diversificar su dependencia del crudo iraní y prerrequisito para la solicitud de exenciones. Cabe esperar que los otros consumidores del petróleo de Irán (China, India, Turquía, etc.) mantengan su actual nivel de importación e incluso absorban parte de los barriles desplazados del mercado europeo, lo que atenuará el impacto de las sanciones en los balances físicos. **De cualquier forma, nuestro escenario base simplemente supone que el volumen de las importaciones fuera de Europa, Japón y Corea del Sur continuará en su nivel actual y que, en total, las exportaciones iraníes caerán en unos 400 kbpd (19%) con respecto al promedio de 12 meses (tabla 2).**

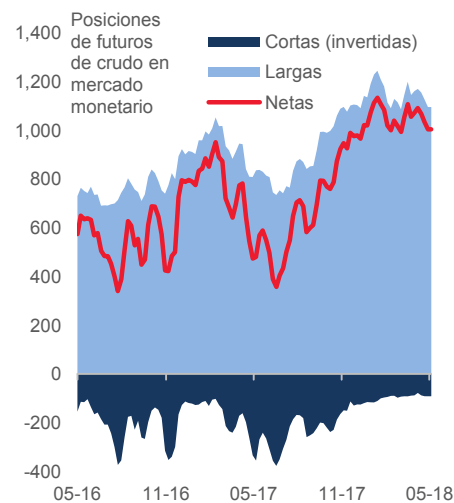
Es también probable que parte de la estrechez adicional a la que se llegue en el mercado como resultado de la salida de los barriles iraníes se alivie con la mayor producción de Arabia Saudita y sus aliados del Consejo de la Cooperación del Golfo (CCG), que han indicado estar dispuestos a incrementar el bombeo en caso necesario. Aunque es fácil imaginar esta situación en que no habría ningún cambio en las condiciones del mercado físico porque los barriles iraníes desplazados serían simplemente reemplazados por la producción de los otros miembros de la OPEP, no creemos que el mercado lo vea con tanta tranquilidad. Ya esperábamos que la OPEP+ comenzara a levantar sus límites de producción en el segundo semestre de 2019, y los estimados sobre la capacidad extra de estos productores se tornan bastante ajustados si a los barriles liberados en el marco del acuerdo de la OPEP+ se les suman otros 400 kbpd de reemplazo de la oferta iraní. Por consiguiente, **cualquier impacto que tenga a corto plazo el retiro de Estados Unidos del PAIC sobre los precios del crudo estará más que todo vinculado a la confianza y la percepción de un riesgo geopolítico más elevado, en vez de una verdadera pérdida de barriles en el mercado físico.** Los mercados se muestran bastante tensos: los administradores de fondos del mercado monetario apostaron considerablemente por un alza de los precios en los días previos al anuncio de Trump sobre el acuerdo con Irán (gráfico 5), de modo que cabe esperar que durante el verano se racionalicen estas posiciones demasiado sesgadas, a medida que el mercado disminuya sus temores por el impacto de las sanciones. **Sin embargo, a más largo plazo, es probable que la pérdida de producción iraní estreche aún más el balance del mercado,** porque el resto de la OPEP tendrá menos capacidad extra y la capacidad de producción iraní crecerá más lentamente debido a las restricciones para el acceso al capital y los demás servicios de la industria petrolera.

Gráfico 4

**Los barriles europeos corren más riesgo, pero China y la India dominan el comercio del crudo iraní**


Fuentes: Scotiabank Economics, TankerTracker.

Gráfico 5

**El mercado en máxima tensión**


Nota: Futuros y opciones; WTI y Brent.

Fuente: Scotiabank Economics, Nymex, CFTC.

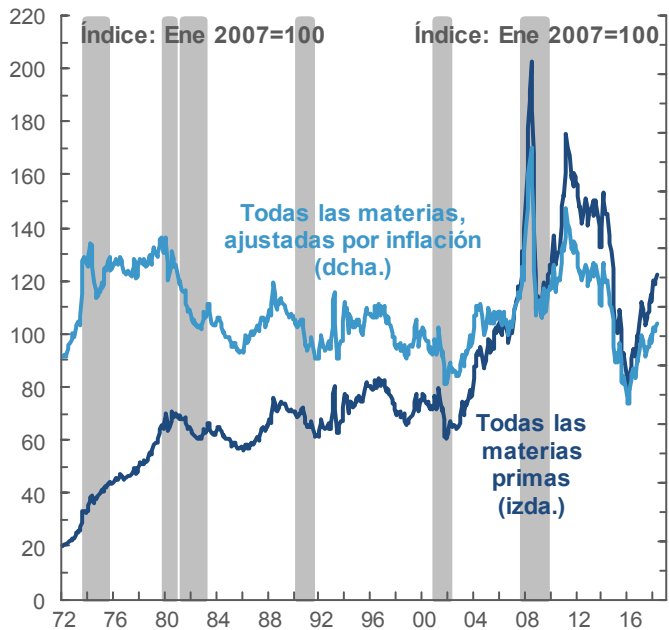
Petróleo exportado por Irán (kbpd)	Prom. 05/17 a 04/18	Impacto estimado de salida EE.UU. de PAIC (11/18)	Notas
Europa	516	-361	70% reducción
Japón y Corea del Sur	232	-46	20% reducción
China e India	1082	0	Sin impacto
Otros	298	0	Sin impacto
Exportaciones totales	2128	-408	19% reducción

Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg TankerTracker.

<b>Previsiones sobre los precios</b>		<b>2000–2016</b>			<b>2017</b>	<b>2018 acum</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>
		Mín prom mensual	Prom periodo	Máx prom mensual				
<b>Petróleo y gas</b>								
<b>Petróleo crudo</b>								
West Texas Intermediate	USD/bbl	19.40	62.70	134.02	50.85	64.56	65	68
North Sea Brent Blend	USD/bbl	19.06	65.53	134.56	54.75	69.32	70	73
Descuento* WCS - WTI	USD/bbl	-42.50	-16.85	-5.50	-12.74	-22.43	-22	-20
<b>Gas natural</b>								
Nymex Henry Hub	USD/MMBtu	1.81	4.94	13.46	3.02	2.81	2.80	2.85
<b>Metales y minerales</b>								
<b>Metales base</b>								
Cobre	USD/lb	0.62	2.35	4.48	2.80	3.14	3.10	3.25
Níquel	USD/lb	2.19	7.26	23.67	4.72	6.12	6.00	6.50
Zinc	USD/lb	0.34	0.81	2.00	1.31	1.51	1.60	1.60
Aluminio	USD/lb	0.58	0.86	1.39	0.89	1.00	0.95	1.00
<b>Productos básicos a granel</b>								
Mineral de hierro	USD/t	27	108	302	72	72	63	60
Carbón metalúrgico	USD/t	39	127	330	188	215	182	160
<b>Metales preciosos</b>								
Oro	USD/toz	261	869	1,772	1,257	1,329	1,310	1,300

\* Promedio 2008-16.

Índice Scotiabank de Precios de Materias Primas



Dólar canadiense vs. precios de materias primas

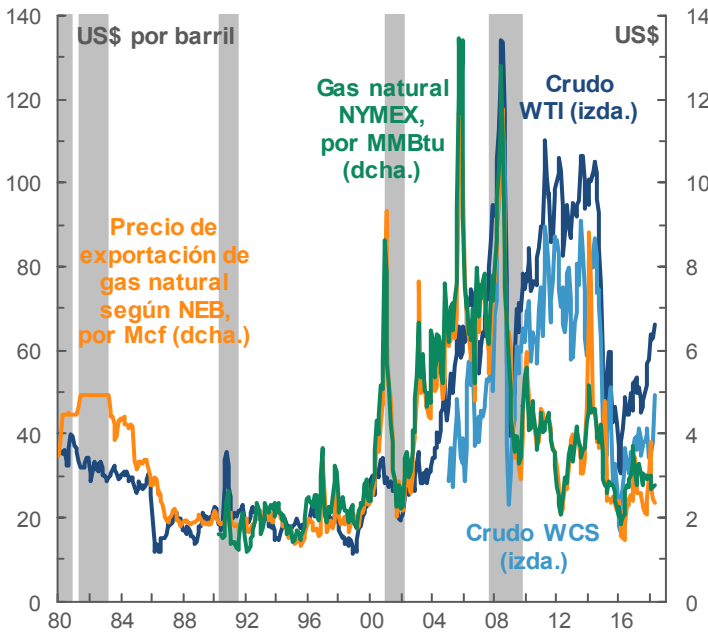
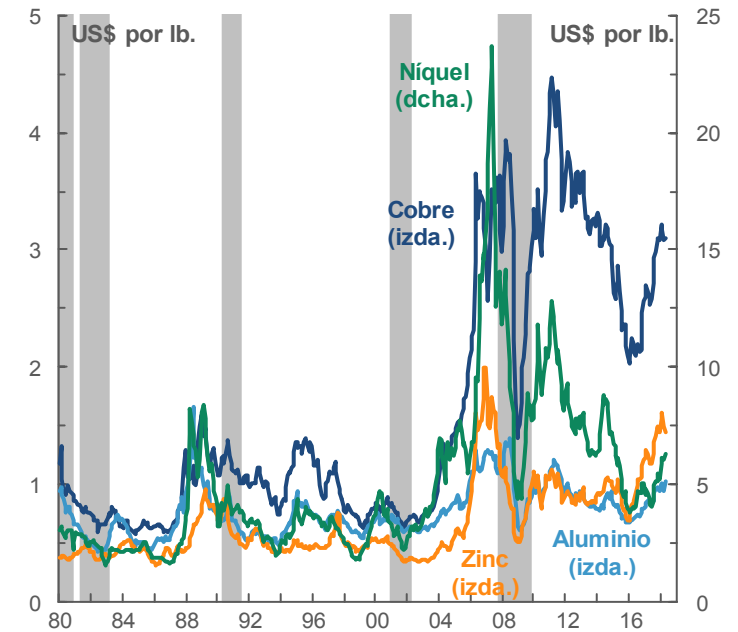
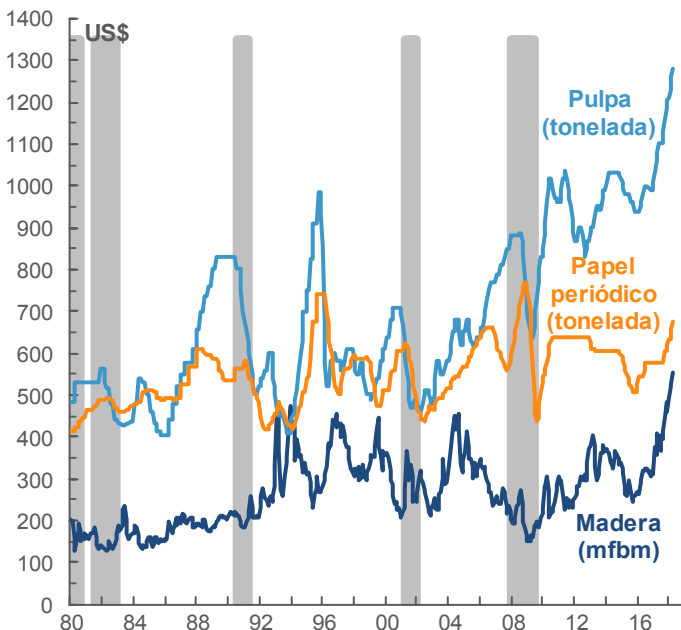
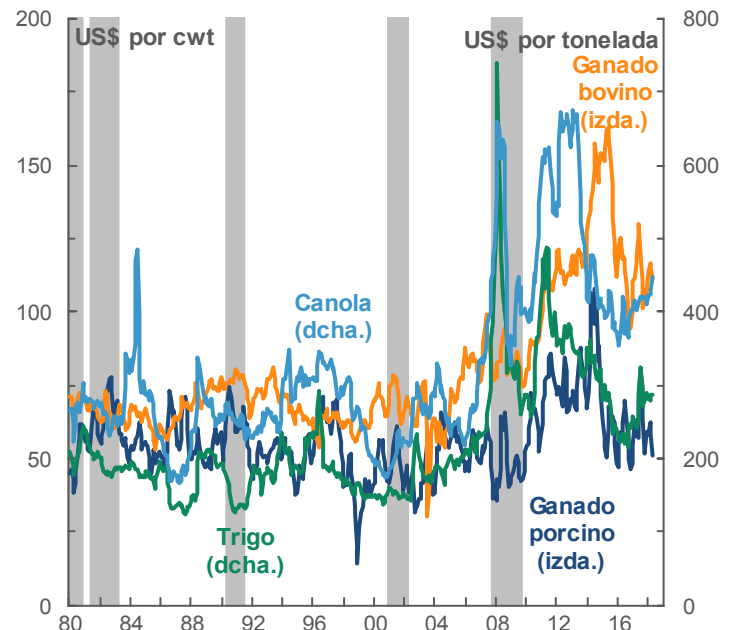


Índices Scotiabank de petróleo y gas y metales y minerales



Índices Scotiabank de productos forestales y agropecuarios



**Precios del petróleo y gas**

**Precios de los metales**

**Precios de productos forestales**

**Precios de productos agropecuarios**


**Notas técnicas**
**Índice Scotiabank de Precios de Materias Primas — Principales exportaciones canadienses  
Enero de 2007 = 100**

Este índice se ha diseñado para hacer seguimiento al precio al contado (*spot*) o de compraventa que se ha pagado en dólares estadounidenses por las principales materias primas y bienes manufacturados a base de recursos de Canadá en los mercados de exportación. La ponderación de cada componente se basa en el valor de sus exportaciones netas en 2010. Antes de enero de 2007, la ponderación de cada componente se basaba en su valor de exportación en 1995-97. Sin embargo, para el petróleo crudo y los productos de petróleo refinados, el papel no estucado en hojas y el cartón de revestimiento, se usaron las exportaciones netas. Puesto que Canadá importa una cantidad significativa de estos productos, usar solamente su valor de exportación sobreestimaría su importancia para el desempeño comercial del país.

Se incluyen los siguientes precios:

**PETRÓLEO Y GAS**

**Petróleo crudo y productos de petróleo refinados** (US\$ por bbl): Precio del crudo dulce ligero MSW en Edmonton (anteriormente crudo Edmonton Par) y del petróleo pesado Western Canadian Select en Hardisty, Alberta; diferenciales de precios con el WTI en los futuros próximos de Bloomberg.

**Gas natural** (US\$ por mcf): Precio promedio de exportación del National Energy Board.

**Líquidos de gas natural (propano, butano, etano y pentanos plus)** (US\$ por bbl): Precio del propano en Edmonton y Sarnia.

**METALES Y MINERALES**

**Cobre y productos** (US\$ por lb): Precio oficial de liquidación en efectivo en LME para cobre grado A.

**Zinc** (US\$ por lb): Precio de liquidación en efectivo en LME SHG; antes de septiembre de 1990, precio de los productores estadounidenses para el zinc de alto grado, entregado.

**Plomo** (US\$ por lb): Precio oficial de liquidación en efectivo en LME; antes de enero de 1991, precio de los productores estadounidenses para el plomo de grado común, entregado.

**Aluminio y productos** (US\$ por lb): Desde 1979, precio oficial de liquidación en efectivo en LME.

**Níquel** (US\$ por lb): Desde 1980, precio oficial de liquidación en efectivo en LME.

**Oro** (US\$ por oz): Desde el 20 de marzo de 2015, precio vespertino del oro LBMA.

**Potasa** (US\$ por tonelada): Cloruro potásico estándar, precio al contado FOB en Vancouver.

**Azufre** (US\$ por tonelada): Precio al contado en estado sólido, FOB en Vancouver.

**Carbón metalúrgico** (US\$ por tonelada): Precio al contado del carbón de coque duro de calidad superior, FOB en Vancouver.

**Mineral de hierro** (centavos de US\$ por dmtu): Precio al contado de finos con 62% Fe, CFR Qingdao, China; antes de enero de 2011, precio de contratos a plazo para concentrados con 66% Fe de Labrador/Quebec a Europa del Norte (FOB Sept-Iles).

**Uranio** (US\$ por lb): Precio al contado de U3O8 en los futuros próximos.

**Molibdeno** (US\$ por lb): Desde marzo de 1992, precio MW del operador para el óxido.

**Cobalto** (US\$ por lb): Precio MW del operador.

**PRODUCTOS FORESTALES**

**Madera blanda y productos madereros, 2x4 SPF (picea-pino-abeto) del oeste, N° 2 y superior** (US\$ por mfbm): FOB en fábrica.

**Tableros de virutas orientadas** (US\$ por millar de pie cuadrado): Región centro-norte de Estados Unidos, 7/16 pulgada.

**Celulosa kraft blanqueada del norte** (US\$ por tonelada): Precio de compraventa, entrega en Estados Unidos.

**Papel de periódico** (US\$ por tonelada): Precio promedio de compraventa, 48.8 gsm, entrega en el este de Estados Unidos.

**Papel especial de pasta mecánica** (US\$ por tonelada): Precio del papel supercalandrado A, 35 lb., entrega en Estados Unidos.

**Cartón de revestimiento** (US\$ por tonelada): Entrega en el este de Estados Unidos, con descuentos por zona.

**PRODUCTOS AGROPECUARIOS**

**Trigo y harina** (US\$ por tonelada): Precio de DNS N° 1 con 14% de proteína en Duluth, Minnesota; antes de abril de 2011, precio de CWRS N° 1 con 13.5% de proteína en St. Lawrence.

**Cebada** (US\$ por tonelada): Desde diciembre de 1994, precio de N° 1 en Lethbridge, Alberta.

**Canola y oleaginosas** (US\$ por tonelada): Precio de Canadá N° 1, Vancouver.

**Ganado bovino** (US\$ por cwt): Bueyes de más de 1,051 libras en Toronto; desde enero de 1993, promedio de Ontario.

**Ganado porcino** (US\$ por cwt): Índice 100 para cerdos en Toronto; desde enero de 1993, promedio de Ontario.

**Pescado y mariscos** (US\$ por lb): Precios del salmón coho (plateado) de la costa oeste y de la langosta del Atlántico; antes de 1986, filetes y bloques de bacalao.

**Índice Scotiabank de Precios de Materias Primas:  
Componentes y ponderaciones**

Componentes del índice	Valor exportaciones netas 2010 (millones de dólares)	Ponderación (%)
<b>ÍNDICE PETRÓLEO Y GAS</b>	<b>46,537</b>	<b>39.90</b>
Petróleo crudo y productos refinados	33,231	28.49
Gas natural y GNL	11,741	10.07
Líquidos de gas natural	1,565	1.34
<b>ÍNDICE METALES Y MINERALES</b>	<b>35,109</b>	<b>30.10</b>
Cobre	3,160	2.71
Zinc	1,255	1.08
Plomo	579	0.50
Aluminio	6,045	5.18
Níquel	4,246	3.64
Oro	4,678	4.01
Carbón	4,757	4.08
Mineral de hierro	3,346	2.87
Potasa	5,161	4.42
Azufre	457	0.39
Uranio	891	0.76
Cobalto	288	0.25
Molibdeno	246	0.21
<b>ÍNDICE PRODUCTOS FORESTALES</b>	<b>17,081</b>	<b>14.66</b>
Madera y productos madereros	4,673	4.01
Tableros de virutas orientadas	812	0.70
Pulpa	6,818	5.85
Papel periódico	2,734	2.34
Papel especial de pasta mecánica	1,971	1.69
Cartón de revestimiento	87	0.07
<b>ÍNDICE AGROPECUARIO</b>	<b>17,901</b>	<b>15.35</b>
Trigo y harina	4,693	4.02
Cebada y piensos	1,088	0.93
Canola y oleaginosas	5,398	4.63
Ganado bovino	1,640	1.41
Ganado porcino	2,378	2.04
Pescado y mariscos	2,704	2.32
<b>TOTAL</b>	<b>116,643</b>	<b>100.00</b>

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.