

Perspectivas para las materias primas (T3 2018)

**Contenido tomado de nuestro informe trimestral recién publicado [Panorama Global de Scotiabank](#) (p. 50–54).

LA OPEP+ AUMENTA LA PRODUCCIÓN, MIENTRAS LOS METALES ADOPTAN TRAYECTORIAS DIVERGENTES

- Los precios de las materias primas siguen beneficiándose del fuerte crecimiento económico y las condiciones cada vez más apretadas que existen en las capacidades de producción aguas arriba y las cadenas de suministro correspondientes.
- Aunque por el lado de la oferta los fundamentos continúan siendo favorables para la mayoría de las materias primas, el principal riesgo para nuestras perspectivas es sin lugar a dudas la escalada rápida de las tensiones comerciales que está provocando Estados Unidos. El rumbo actual de la política comercial de la Casa Blanca representa una amenaza clara e inminente para la economía global y los precios de las materias primas industriales. Los metales corren el riesgo de verse más afectados que los productos energéticos.
- La OPEP+ anunció que incrementará su producción efectiva en 600–1,000 kbpd durante el segundo semestre de 2018 para aliviar parte de la estrechez que impulsó los precios del crudo a un máximo de \$80/bbl a principios de junio.
- Tomando en cuenta la nueva trayectoria prevista de la oferta de la OPEP+ y las condiciones más ajustadas que obligaron al grupo a elevar la producción antes de lo esperado, incrementamos nuestras previsiones sobre el precio del petróleo para 2018/19. Según nuestras nuevas proyecciones, el crudo Brent se situará en un promedio de \$74/bbl en 2018 y \$77/bbl en 2019. El WTI se quedará rezagado frente al Brent debido a la capacidad limitada de la red de oleoductos entre Cushing, Oklahoma, y los centros de exportación de la costa estadounidense del golfo de México.
- El panorama de los metales se presenta desigual: los metales base continúan por una senda alcista debido a la oferta minera cada vez más apretada, los productos básicos a granel se debilitan y el oro se mantiene en un rango estrecho.

ENERGÍA: LA OPEP+ ANUNCIA UN RESPALDO DE LA OFERTA EN MEDIO DE UN MERCADO APRETADO

El precio del crudo Brent llegó a \$80/bbl a principios de junio antes de que Arabia Saudita y Rusia señalaran que tenían la intención de incrementar la producción después de las reuniones de la OPEP+ del 22-23 de junio. Pese a las declaraciones y noticias contradictorias y discordantes que circularon antes del encuentro de los grandes productores mundiales de petróleo, **la OPEP+ anunció que el grupo aumentará su producción efectiva en 600–1,000 kbpd durante el segundo semestre de 2018**. Tomando en cuenta esta oferta adicional de la OPEP+ y el crecimiento robusto del consumo que dio pie a este incremento, seguimos pensando que los mercados del petróleo se mantendrán en una situación de déficit leve hasta finales de 2019 y que los precios estarán bien respaldados durante los próximos dos años. **En consecuencia, prevemos ahora que el crudo Brent se ubicará en un promedio de \$74/bbl en 2018 y \$77/bbl en 2019 (gráfico 1), mientras que el WTI se quedará un poco rezagado (\$68/bbl en 2018, \$71/bbl en 2019), debido a los cuellos de botella cada vez más crónicos que existen en la infraestructura de transporte del petróleo hacia los centros de exportación de la costa estadounidense del golfo de México.**

La OPEP+ incrementa la producción para contrarrestar el sobrecumplimiento involuntario del acuerdo

Tras las reuniones del 22 y 23 de junio, la OPEP+ anunció un incremento nominal de su producción total de 1 MMbpd (gráfico 2), con el objetivo de aliviar parte de la estrechez

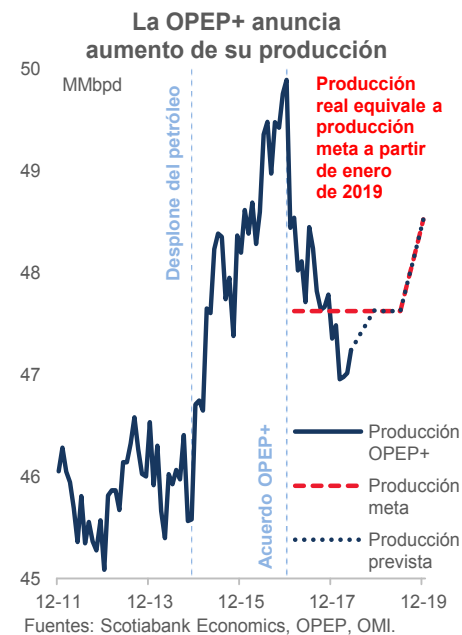
CONTACTOS

Rory Johnston
 416.862.3908
 Scotiabank Economics
rory.johnston@scotiabank.com

Gráfico 1



Gráfico 2



reciente del mercado que impulsó el precio del Brent hasta los \$80/bbl a principios de junio por primera vez desde 2014. Sin embargo, aunque el mercado reciba quizás el bombeo de más de 1 MMbpd de crudo por parte de productores como Arabia Saudita y Rusia de aquí a fin de año, esta decisión fue simplemente necesaria por el debilitamiento de la producción en el resto de la alianza, cuyo cumplimiento total de los límites de producción supera ahora el 150% (gráfico 3). La producción venezolana, que ha bajado en más de 500 kbpd de un año a otro, está cayendo en picada, la producción de México y Angola está disminuyendo más de lo acordado, y las sanciones estadounidenses contra Irán podrían restar unos 400 kbpd del volumen de exportaciones del régimen para fines de 2018. Si el cumplimiento de la OPEP+ vuelve al 100%, en realidad nos situaríamos nuevamente en la trayectoria que ya habíamos previsto en nuestro informe de marzo para el segundo semestre de 2018, es decir, una reducción de 1.8 MMbpd con respecto al nivel de octubre de 2016, en vez del promedio de 2.7 MMbpd que veníamos estimando desde el inicio del año. Seguimos pensando que el mercado necesitará más oferta de la OPEP+ el próximo año y que se elevará el tope general del cartel en unos 900 kbpd durante el segundo semestre de 2019.

Es importante destacar que no se trata de un aumento del nivel meta de producción del grupo, sino más bien de un intento por compensar la pérdida involuntaria de producción que están registrando países como Venezuela (gráfico 4). El “alza” busca llevar nuevamente la producción de la OPEP+ a un nivel cercano al recorte original de 1.8 MMbpd que se acordó a finales de 2016 y entró en vigor en enero de 2017. La disposición clave de la declaración oficial del grupo es “nivel de conformidad general”, aunque los miembros discrepan sobre su verdadero significado. Algunos, especialmente Irán, argumentan que el acuerdo se refiere a la conformidad individual, y que el aumento de 1 MMbpd de “barriles de papel” distribuido proporcionalmente entre toda la alianza equivaldría a un incremento “real” de 500 kbpd de la producción, dado que algunos miembros no pueden bombear más por motivos técnicos o políticos. Otros miembros, como Arabia Saudita y Rusia, que cuentan con una abundante capacidad excedentaria, lo interpretan como un tope general de la producción, que permitiría a quienes sí pueden aumentar el bombeo “ocupar” la cuota de quienes no pueden.

Como los productores con capacidad extra son los que determinarán el verdadero resultado de este aumento de la oferta, lo más probable es que se imponga la interpretación del tope general. Así pues, el posible bombeo suplementario se acercará más a los 1 MMbpd que a los 500 kbpd estimados por Irán. Esta interpretación del tope general protege también al mercado (teóricamente) contra la mayor caída prevista de la producción venezolana o la pérdida posible de barriles iraníes debido a la futura reactivación de las sanciones estadounidenses, pues los productores como Arabia Saudita estarían en su derecho de ocupar los espacios que otros dejarían libres. Ahora bien, según nuestras proyecciones, para que los productores con capacidad adicional puedan elevar el bombeo hasta los 1 MMbpd, las exportaciones iraníes tendrían que verse hasta cierto punto afectadas. Actualmente se espera que el volumen iraní disminuya en unos 400 kbpd para finales de año, pero esta cifra podría ser menor debido en parte a las tensiones comerciales entre Washington y Pekín.

Después de la reanudación de las sanciones estadounidenses contra Irán por el programa nuclear del régimen, el mercado ha intentado calcular cuánta producción se perderá en vista de las restricciones de acceso, que afectan sobre todo a los clientes europeos. En un principio, habíamos previsto que podrían perderse unos 400 kbpd de la oferta de Irán por las sanciones de Estados Unidos, pues supusimos que China y la India no aumentarían en gran medida sus importaciones de crudo iraní aunque los proveedores estuvieran dispuestos a ofrecer descuentos atractivos. Sin embargo, la escalada de las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos complica las cosas, más aún cuando la última ronda de aranceles de represalia por parte de China incluye un gravamen de 25% sobre los productos energéticos estadounidenses. Sabiendo que Estados Unidos vende actualmente unos 350 kbpd de crudo a China, resulta lógico pensar que los importadores chinos tendrían ahora mayores incentivos para abastecerse de crudo iraní. Con esto, el primer golpe de Estados Unidos en esta pelea terminaría teniendo más bien un efecto secundario positivo para Pekín en medio de las ásperas relaciones diplomáticas entre las dos potencias. Cabe esperar que esto agrave aún más el descuento del que sufre el crudo WTI, porque un cierto volumen de barriles tendrá que ser desviado hacia otros consumidores, con mayores costos de transporte y menores beneficios.

Gráfico 3

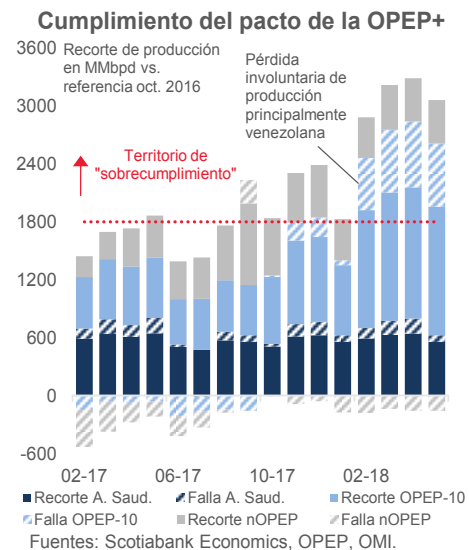


Gráfico 4

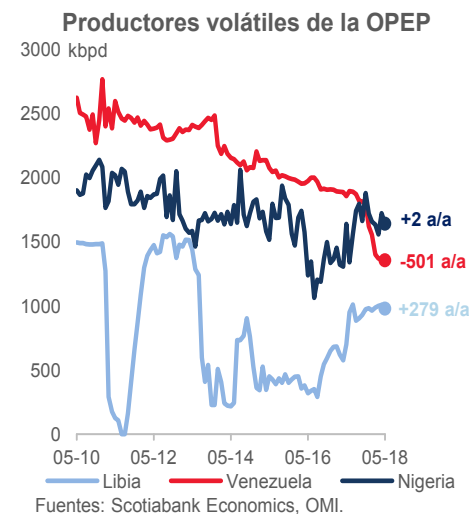
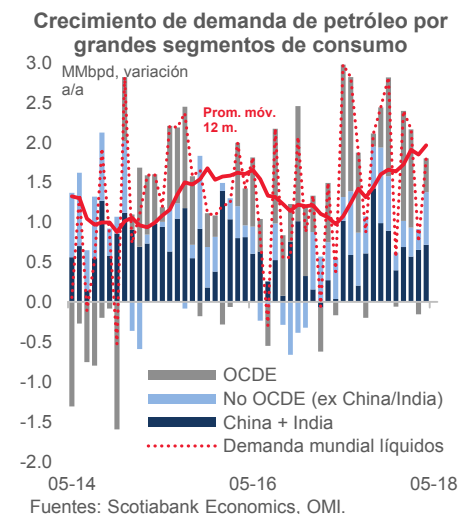


Gráfico 5



La demanda sólida ha sido el verdadero salvador del precio del petróleo

La mayoría de los análisis se enfocan en la evolución del lado de la oferta dentro de la ecuación del mercado, pero en realidad la demanda ha sido el gran protagonista de la historia, con el apoyo que ha venido brindando a los precios desde hace un año. De hecho, si bien el crecimiento de la producción se ha mantenido en un nivel bastante sólido gracias a la expansión continua de la zona de los esquistos de Estados Unidos, la demanda se ha disparado y se ubica actualmente en unos 2 MMbpd (promedio móvil de 12 meses, gráfico 5), o casi el doble del ritmo que el mercado consideraría normal. Este crecimiento de la demanda es generalizado, aunque China, la India y los países asiáticos no miembros de la OCDE siguen siendo consumidores clave, con todo y los esfuerzos recientes para disminuir los subsidios al precio del petróleo en la región. Sin embargo, las posibilidades de que el alza del precio del petróleo afecte la actividad económica global o de que el avance de la economía mundial se vea entorpecido por factores como las disputas comerciales inclinan a la baja la balanza de riesgos para el ritmo actual de crecimiento de la demanda de petróleo. Aun así, a largo plazo, seguimos esperando que el consumo muestre un incremento vigoroso de aproximadamente 1.6–1.7 MMbpd una vez que se establezca la economía global y se disipen algunos de estos riesgos políticos recientes.

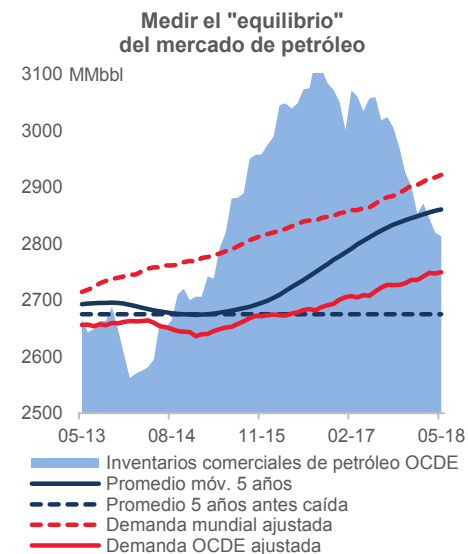
¿Dónde está el equilibrio del mercado petrolero?

A medida que los precios del petróleo se recuperan y la OPEP+ sube la producción para aliviar parte de la apretada oferta al contado, tanto los contratos de futuros como el grupo de productores están reaccionando a los análisis que darían a entender que el mercado petrolero se ha “reequilibrado” o al menos que estaría a punto de llegar nuevamente a un estado de “equilibrio”. Aunque no existe un indicador oficial de este equilibrio, la mayoría de los actores del mercado (entre ellos, la dirigencia de la OPEP+) utiliza la evolución tendencial de los inventarios comerciales de petróleo de la OCDE como parámetro de la salud del mercado. Las estadísticas sobre los inventarios de la OCDE son transparentes y relativamente oportunas en comparación con los movimientos de entrada y salida de crudo de los patios de tanques en países no pertenecientes a la organización, por lo que sirven como barómetro confiable, si bien incompleto, del mercado.

Cualquier parámetro del equilibrio del mercado debe tomar en cuenta los déficits o superávits acumulados, en vez de simplemente basarse en los déficits o superávits al contado. Para incluir las entradas y salidas acumulativas de los almacenes de existencias, muchos utilizan como medida el nivel de desviación de los inventarios comerciales de la OCDE con respecto a su promedio de cinco años. La OPEP+ ha señalado que está haciendo seguimiento a este parámetro como fuente principal de datos del mercado para su toma de decisiones. Sin embargo, como muestra el gráfico 6, el promedio de cinco años es un objetivo móvil que últimamente ha sido más fácil de alcanzar debido a la sobreoferta prolongada del periodo posterior a 2014. En este sentido, conviene analizar también los inventarios en comparación con el nivel en que se encontraban antes del desplome del mercado (2010–2014) o calculando por cuánto tiempo podrían cubrir la demanda de la OCDE o global. Todos estos indicadores nos dan una buena perspectiva del estado actual del mercado petrolero y, aunque algunos no pintan un panorama tan alentador como el simple promedio móvil de cinco años, todos apuntan a un mercado estrecho o a las puertas de la estrechez, lo que confirma el sentimiento alcista que prevalece hoy en día.

METALES: LOS METALES BASE EXHIBEN UN BUEN DESEMPEÑO POR LA DEMANDA SOSTENIDA Y LA APRETADA OFERTA MINERA

Los mercados de los metales han sentido de manera generalizada el efecto negativo de la retórica comercial belicosa y el aumento de las barreras arancelarias, pero los fundamentos enrumbarán a los tres mercados principales (metales base, a granel y preciosos) en tres trayectorias muy diferentes de ahora en adelante. Los metales base han de tener el mejor rendimiento, gracias a la demanda robusta y una oferta minera cada vez más estrecha. Mientras tanto, los productos básicos a granel deberían estabilizarse en una trayectoria de precios más bajos, debido a la demanda estancada o en disminución y una oferta marítima y de bajo costo relativamente abundante. Entre los dos grupos de metales industriales, los metales preciosos se mantendrán sin muchas fluctuaciones, con el oro atrapado en un rango estrecho, aunque la plata, cuyo desempeño ha sido inferior a las expectativas, debería subir como resultado del incremento de la demanda industrial.

Gráfico 6


Notas: "antes caída" se refiere al periodo 2010-14; la cobertura de la demanda OCDE/mundial fue de un promedio de 29.5/57.8 días en 2010-14; los ajustes usan la demanda prom. móv. 12 meses con la misma cobertura.

Fuentes: Scotiabank Economics, AIE, OMI.

Gráfico 7


Fuentes: Scotiabank Economics, LME.

Metales base: Con buen impulso por la demanda sólida y la oferta minera estrecha

Los metales base están aprovechando el viento de cola de la fuerte expansión global, el estrechamiento de la oferta minera y toda una serie de factores específicos, como las negociaciones laborales y el entusiasmo que generan los vehículos eléctricos (VE). Después de años de desempeño mediocre, el níquel es un buen ejemplo de esta tendencia. Una oferta cada vez más deficitaria ha hecho que se consuma ya más del 20% del exceso de inventarios que estaba reprimiendo los precios. Las perspectivas para el cobre son también cada vez más propicias, por lo que hemos mejorado nuestras previsiones.

El mercado del níquel ha sido uno de los de mejor desempeño del año, luego de una década de exceso de oferta y disminución de los precios. El precio del níquel en la Bolsa de Metales de Londres (LME) ha subido en un 75% desde junio del año pasado y se ubica ahora en más de \$7/lb, debido a la cada vez mayor déficit de la oferta y la caída rápida de los inventarios en bolsa (gráfico 7). Aunque los inventarios siguen estando en un nivel alto cuando se comparan con los demás metales base, las existencias en bolsa han disminuido en 20% durante el último año. Además de estos fundamentos favorables, el interés por el níquel se ha visto impulsado por las predicciones alentadoras sobre la demanda de baterías para VE. De cualquier forma, el mercado del níquel sigue dependiendo todavía principalmente del acero inoxidable, y los déficits que están surgiendo se deben a los factores clásicos, como la debilidad de la oferta tras los bajos precios y el fortalecimiento de la demanda a raíz de la aceleración generalizada del crecimiento económico global. **Aunque mantenemos nuestras perspectivas optimistas para el mercado del níquel, creemos que los precios oscilarán en torno a la marca de \$7/lb durante los próximos 18 meses, con un promedio de \$6.50/lb para 2018 y \$7.00/lb para 2019.** A corto plazo, no obstante, los riesgos están sesgados a la baja, en vista de la rapidez del alza reciente del níquel y el recrudescimiento de los conflictos comerciales (muchos de los productos incluidos en los aranceles recíprocos entre China y Estados Unidos contienen níquel, normalmente como acero inoxidable).

Según nuestras proyecciones, el cobre se situará en un promedio de 3.10/lb en 2018 antes de subir a \$3.25/lb en 2019 debido al incremento gradual del déficit de la oferta (gráfico 8), aun cuando los precios están superando ahora estos niveles por los temores de una nueva huelga en la mina Escondida de Chile, el proyecto de extracción de cobre más grande del mundo. Se espera que solo esta mina produzca el 5% del volumen global de mineral de cobre en 2018. El año pasado, la ruptura de las negociaciones llevó a una huelga de 44 días en lo que terminó siendo el conflicto laboral más largo de la historia moderna chilena. En aquel momento, el sindicato logró utilizar una disposición legal para prolongar el contrato actual hasta julio de 2018. Si bien la interrupción del año pasado no pareció impulsar mucho el ya pujante mercado del cobre, actualmente los balances físicos son mucho más estrechos, de modo que una interrupción similar debería tener un efecto más pronunciado en los mercados al contado. Los precios del cobre entraron brevemente en una situación de backwardation tras el largo contango que habían mostrado los contratos desde 2016, lo que demuestra cuán apretados están hoy en día los mercados al contado. Pese a las

Gráfico 8

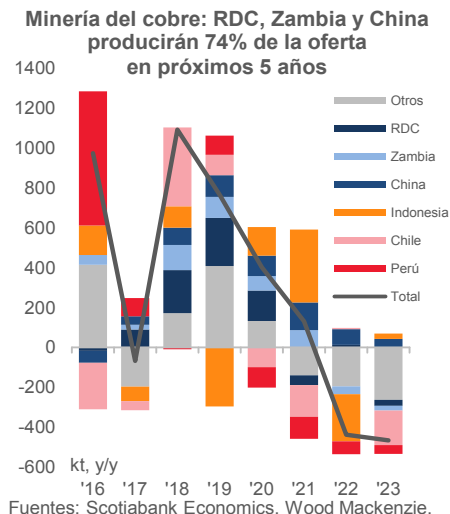


Gráfico 9

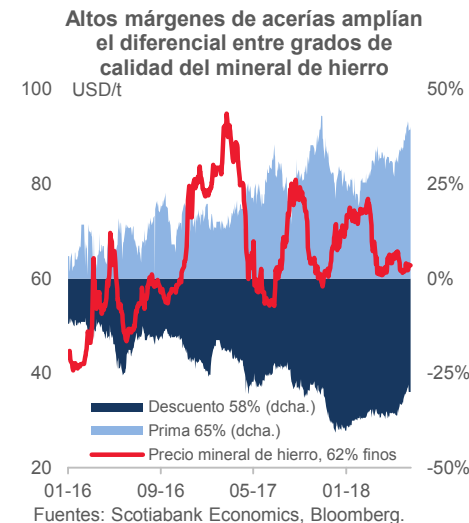


Tabla 1

Materias primas	2000-2016			Promedio Anual			
	Bajo	Prom.	Alto	2016	2017	2018p	2019p
Petróleo WTI (US\$/barril)	17	63	145	43	51	68	71
Petróleo Brent (US\$/barril)	18	66	146	45	55	74	77
WCS - WTI Discount* (USD/bbl)	-43	-17	-6	-14	-13	-23	-23
Gas natural Nymex (US\$/millones de btu)	1.64	4.94	15.38	2.55	3.02	2.93	2.90
Cobre (US\$/libra)	0.60	2.35	4.60	2.21	2.80	3.10	3.25
Zinc (US\$/libra)	0.33	0.81	2.10	0.95	1.31	1.45	1.45
Níquel (US\$/libra)	2.00	7.26	24.58	4.36	4.72	6.50	7.00
Aluminio (US\$/libra)	0.56	0.86	1.49	0.73	0.89	0.95	1.00
Mineral de hierro (US\$/tonelada)	17	67	187	58	72	63	60
Carbón metalúrgico (US\$/tonelada)	39	127	330	114	187	190	160
Oro, London PM Fix (US\$/onza)	256	869	1895	1,251	1,257	1,311	1,300
Plata, London PM Fix (US\$/onza)	4.07	14.67	48.70	17.14	17.05	18.00	19.00

* 2008-16 promedio.

Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.

preocupaciones recientes, no creemos que habrá otra huelga laboral en Escondida este año; el sindicato y la gerencia deberían llegar a un acuerdo durante el verano.

De la misma manera, nuestros pronósticos para el zinc siguen siendo positivos, debido a la estrechez continua de la oferta y el nivel cada vez más bajo de los inventarios en bolsa, aunque se espera que la demanda se vea afectada por la búsqueda de sustitutos más baratos y la moderación de la construcción en China. El zinc depende más de la demanda del sector de la construcción que otros metales como el cobre y el níquel por sus fuertes vínculos con la industria del acero, y es el único metal base que no parece gozar de la demanda de mercados de exportación proveniente de la industria manufacturera china. En consecuencia, **disminuimos nuestras expectativas con respecto al precio máximo del zinc y ahora prevemos que se ubique en un promedio de \$1.45/lb en 2018 y \$1.45/lb en 2019.**

Productos básicos a granel: El estancamiento de la demanda del sector siderúrgico pone en primer plano los criterios de calidad

El panorama para los productos básicos a granel muestra menos dinamismo que para el resto de los metales. La demanda del sector siderúrgico se ha estancado y la eficiente oferta marítima continúa siendo abundante. Es necesario que el precio del mineral de hierro baje más para desplazar fuera del mercado la oferta de alto costo y baja calidad (principalmente en China) y generar espacio para un mayor crecimiento de la oferta de Australia y Brasil, que dominan el mercado con su producto de bajo costo y alta calidad. El carbón de coque se enfrenta también a desafíos similares, pero los precios se han visto respaldados por varias interrupciones del suministro australiano, como el ciclón Debbie el año pasado y la amenaza continua de una reducción de capacidad ferroviaria en Queensland.

Según nuestras previsiones, el precio del mineral de hierro rondará los \$60/t durante la próxima media década, dentro de una tendencia que distará mucho del entusiasmo del mercado por los metales base. Sin embargo, pese a estas perspectivas flojas, la importancia que está cobrando la calidad del mineral pone de manifiesto una tendencia fundamental en el universo general de los metales. La política de racionalización del exceso de capacidad que adoptó Pekín ha eliminado, con los cierres de varias plantas, más de 250,000 toneladas de capacidad de fundición ilegal o ineficiente. A esto se le suma la política ambiental de "cielo azul" de las autoridades chinas, que obligó a diversas industrias, entre ellas las fundiciones de acero, a operar con menor capacidad en los meses de invierno a fin de luchar contra el smog endémico que sufren las principales ciudades de la costa. Así, en poco menos de un año, China ha eliminado 250,000 toneladas de capacidad anual de fundición de acero y ha obligado a muchas de las fundiciones restantes a reducir su producción, con lo que la curva global de fundición del acero se ha encogido considerablemente y los márgenes han subido. El aumento de los beneficios eleva la tasa de utilización en el resto de la industria de fundición, que busca maximizar la productividad con una capacidad limitada. En estas condiciones, las fundiciones preferirán el mineral de mayor calidad (65% > 62% > 58%) porque podrán sacar más acero de cada tonelada de mineral procesado, y la prima o descuento natural entre los distintos grados se irá ampliando cada vez más (gráfico 9).

El precio elevado del carbón de coque agudiza aún más el diferencial de precios entre la calidad del mineral de hierro, ya que los grados más bajos necesitan más coque por tonelada de acero. **Aunque creemos que el carbón de coque se replegará nuevamente hacia los \$150/t durante los próximos dos años, los precios se han visto impulsados por toda una serie de perturbaciones del suministro australiano,** como las inundaciones provocadas por el ciclón Debbie y, más recientemente, la posible imposición de límites al volumen de material transportado por las líneas ferroviarias regionales. La disputa que mantienen Aurizon, el principal transportista ferroviario de mercancías de Australia, y la Queensland Competition Authority (QCA), que regula las actividades de Aurizon, gira en torno al máximo de ingresos que se pueden obtener de la red de carbón del centro de Queensland. La QCA estableció un límite inferior a lo que estaba previsto en el plan de negocios de Aurizon (A\$3,900 millones en vez de los A\$4,900 millones que la empresa había estimado). Aurizon ha declarado que intentará cumplir los límites reduciendo el volumen de carbón que transporta en sus redes ferroviarias. Esta reducción podría afectar el suministro de unos 20 Mt de carbón de coque por vía marítima, más de los 16 Mt que se vieron afectados por el ciclón Debbie en abril de 2017, cuando los precios superaron los \$300/t.

Metales preciosos: La plata tendrá un mejor desempeño que el oro, atrapado en un rango estrecho

La plata ha de tener un mejor rendimiento que el oro durante el horizonte de previsión, pues el repunte de la actividad industrial le ayudará a cerrar la brecha con el metal dorado, que seguirá atrapado en un rango estrecho. **Nuestras perspectivas para el oro no han cambiado: se estima que los precios oscilarán en torno a los \$1,300/oz por el resto de la década.** Por un lado, el alza de las tasas de interés a nivel mundial genera vientos en contra para el precio del oro, ya que sube el costo de oportunidad de mantener lingotes de oro sin devengo de intereses. El repunte reciente e inesperado del dólar estadounidense ha sido otro obstáculo para el oro. Por otro lado, las fuerzas impulsoras provienen de lo que parece ser una secuencia interminable de riesgos políticos, el rendimiento nulo o en declive de los mercados accionarios y la reanudación anticipada de la trayectoria bajista del dólar estadounidense.

Mientras tanto, la plata ha estado por debajo de las expectativas, al mantenerse en un promedio de menos de \$17/oz en comparación con nuestras proyecciones de un aumento de los precios hacia los \$19/oz. Pensamos que gran parte de la debilidad actual de la plata se debe a la atonía sostenida de la demanda física que provocó la iniciativa de desmonetización de la India en 2016, así como al hecho de que los contratos de plata no han logrado atraer la misma demanda de valores refugio que ha sustentado al oro. A largo plazo, la recuperación de la demanda de lingotes físicos y el incremento del consumo industrial harán que el mercado se vuelva cada vez más apretado, desplazando con ello a los especuladores, que por ahora mantienen sus posiciones cortas netas. **Según nuestras previsiones, el precio de la plata se ubicará en un promedio de \$18/oz este año y subirá luego a \$19/oz en 2019,** gracias a la naturaleza doble de su demanda como metal precioso e industrial.

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.