

Tímida mejora de los mercados ante gradual apertura en países desarrollados

Frágil recuperación de los mercados globales. Los planes de reapertura y la estabilización de los contagios en países avanzados llevaron a un tímido repunte de los mercados globales. Sin embargo, sigue habiendo mucha incertidumbre respecto de la evolución de la enfermedad y no son descartables nuevas oleadas de contagio, por lo que la recuperación es todavía frágil.

Se comienza a visualizar fuerte impacto en el PIB mundial. La actividad de Estados Unidos, Europa y China del primer trimestre evidencia el severo efecto de la pandemia. En el segundo trimestre las cifras serán aún peores, dando cuenta de medidas de confinamiento más restrictivas.

Actividad en Chile se contrae de manera sustantiva en marzo. Con solo dos semanas de distanciamiento social, el Imacec de marzo ya reflejó un importante efecto en la economía local. Para abril esperamos una caída en la actividad de más de 10%.

Mercado laboral resiente las consecuencias del estallido social. La tasa de desempleo del trimestre móvil terminado en marzo (8,2%) fue el mayor registro desde agosto de 2010, dando cuenta de una débil creación de empleos en la primera parte del año. Aunque el empleo asalariado mantuvo dinamismo, se observa un significativo aumento de la informalidad.

Déficit fiscal alcanzará su mayor nivel en 40 años. El deterioro de las condiciones macroeconómicas y los paquetes de medidas para enfrentar la crisis redundarán en que el déficit del fisco alcance 8% del PIB durante este año. La revisión de los parámetros estructurales y el aumento del gasto implicarán que la meta fiscal no se cumpla durante al menos los próximos dos ejercicios.

CLAUDIO SOTO
Economista Jefe
claudio.soto.gamboa@santander.cl

GABRIEL CESTAU
Economista
gabriel.cestau@santander.cl

SINDY OLEA
Economista
sindy.olea@santander.cl

MIGUEL SANTANA
Economista
miguelpatricio.santana@santander.cl

FABIÁN SEPÚLVEDA
Economista
fabian.sepulveda@santander.cl

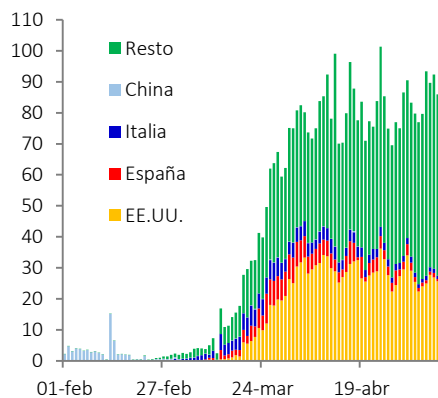
Planes de reapertura de economías desarrolladas impulsan los mercados globales

Frágil recuperación parcial de los mercados globales.

Durante abril, los mercados financieros exhibieron tímidas recuperaciones luego de las fuertes caídas de marzo. La estabilización del número de nuevos contagios en los países avanzados –y el descenso en algunos casos– ha alentado a algunos gobiernos a trazar planes de reapertura gradual de sus economías. Esto se suma a la paulatina normalización de las actividades en China, pese a los recientes nuevos casos reportados en Wuhan. También han contribuido los altos niveles de liquidez después de las inyecciones que realizaron los principales bancos centrales. Las plazas bursátiles globales tendieron a subir y las tasas de interés se han ajustado a la baja dando cuenta de las políticas monetarias ultra expansivas y, en el caso de las economías emergentes, un incremento del apetito por riesgo.

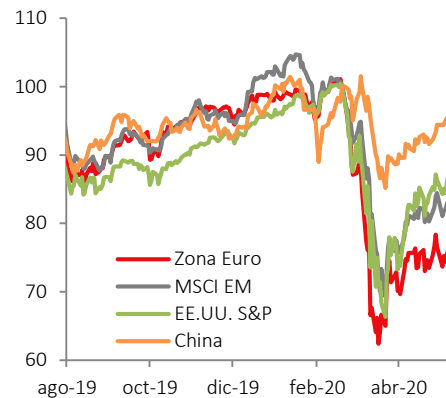
A pesar de lo anterior, la recuperación de los mercados es aún frágil. Sigue habiendo mucha incertidumbre respecto de la evolución de la enfermedad y no son descartables nuevas oleadas de contagio que podrían hacer retroceder los planes de desconfinamiento. Por lo demás, hasta que no exista un tratamiento satisfactorio o una vacuna, seguirá habiendo distanciamiento social y muchas actividades seguirán operando por debajo del nivel que lo hacían antes de la pandemia. A esto se agregan las dudas respecto del daño al tejido productivo, lo que condicionará la velocidad a la cual se podrán recuperar las economías.

Gráfico 1: Casos nuevos diarios de Covid-19 (miles de personas)



Fuente: Santander en base a datos de John Hopkins University.

Gráfico 2: Bolsas internacionales (Índice 100 = feb.20)

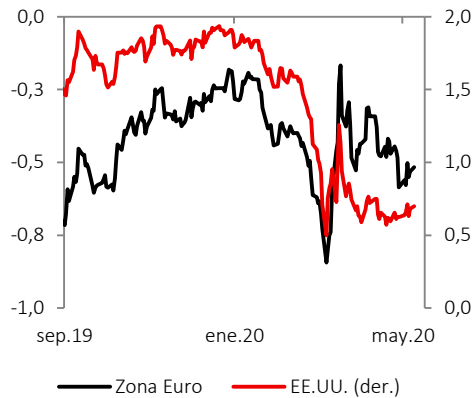


Fuente: Bloomberg y Santander.

El petróleo WTI se aleja de los valores mínimos alcanzados en abril.

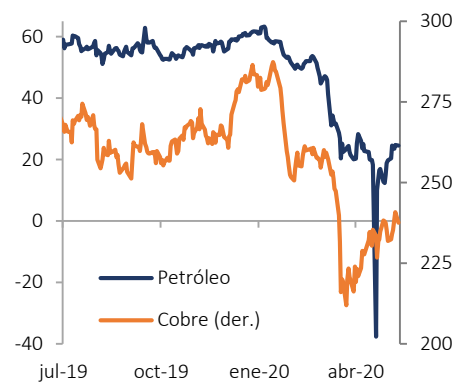
Al cierre del mes los precios de las materias primas tendieron a recuperarse, luego de semanas de alta volatilidad. En el caso del petróleo, a mitad de mes se produjo un hecho inédito, cuando un contrato futuro se cotizó a precios negativos. Más allá de factores técnicos, este fenómeno evidenció la fuerte contracción en la demanda por combustibles, que elevó los inventarios y agotó la capacidad de almacenamiento físico. Al cierre de este informe, el crudo se cotizaba en torno a US\$ 25 el barril, todavía lejos de los niveles alcanzados a inicios de marzo. Por su parte, y aunque con vaivenes, el precio del cobre mostró una trayectoria al alza y al cierre de este informe se ubicaba por debajo de US\$2,4 la libra, lo que corresponde a un incremento de más de 8% respecto de su cotización a comienzos de abril.

Gráfico 3: Tasas de bonos de gobierno 10 años (%)



Fuente: Bloomberg y Santander.

Gráfico 4: Precio commodities (US\$/bl., US\$/lb.)

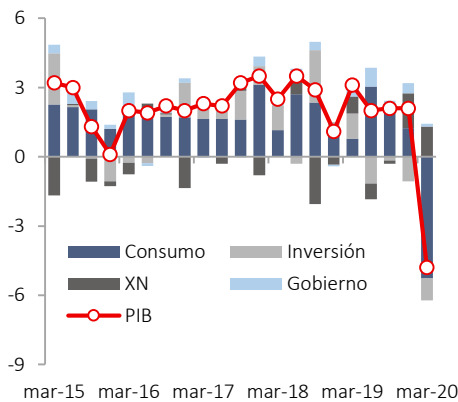


Fuente: Bloomberg y Santander.

Pese a paulatina reapertura, caída del PIB en EE.UU. en el segundo trimestre será más intensa que en el primero.

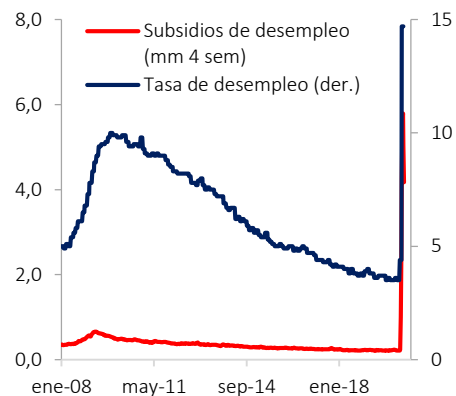
Por su parte, después de dos meses de actividad robusta en enero y febrero, la actividad en EE.UU. sufrió un desplome en marzo e hizo que el PIB del primer trimestre retrocediera 4,8% respecto del trimestre previo (anualizado). El consumo de los hogares fue el componente de la demanda más afectado (-7,6%), seguido por la inversión (-5,6%). En contrapartida, el sector externo presentó cierto dinamismo. En este contexto, el mercado laboral sufrió un fuerte debilitamiento. Las solicitudes al seguro de desempleo subieron más de 33,4 millones desde la tercera semana de marzo, incremento hasta ahora nunca antes visto. La tasa de desempleo, por su parte, alcanzó 14,7%, la mayor desde mediados de los años '80, aunque algo menos de lo que se esperaba.

Gráfico 5: PIB EE.UU. (t/t anualizado, %)



Fuente: Bloomberg y Santander.

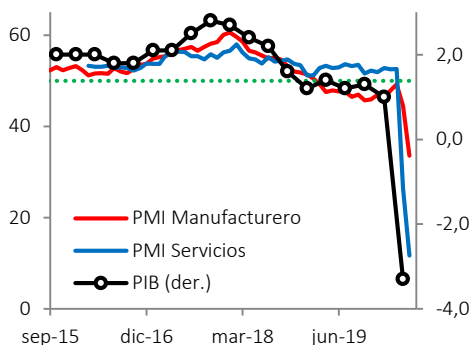
Gráfico 6: Mercado laboral EE.UU. (millones, media móvil 4 semanas; %)



Fuente: Bloomberg y Santander.

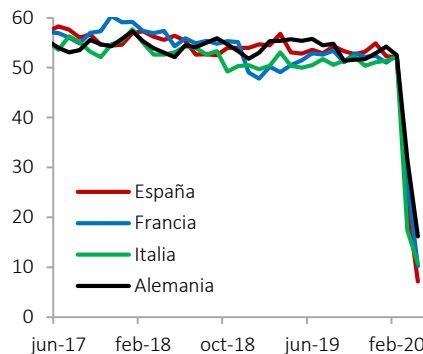
En su reunión de abril, la Reserva Federal (Fed) mantuvo su tasa de referencia en el rango 0%-0,25% y reafirmó las medidas no convencionales. En su comunicado, mantuvo el *forward guidance* de la reunión previa y puntualizó que la tasa se mantendrá en el nivel actual hasta asegurar que la economía está en camino de alcanzar sus objetivos de estabilidad de precios y empleo. Además, el presidente de la Fed, Jerome Powell, señaló que serán necesarias nuevas medidas –monetarias y fiscales– para asegurar una recuperación robusta.

Gráfico 7: PMI y PIB Zona Euro (Índice neutral = 50, var. anual %)



Fuente: Bloomberg y Santander.

Gráfico 8: PMI Servicios Europa (Índice neutral = 50)



Fuente: Bloomberg y Santander.

Contracción de la actividad de la Eurozona en 1T20 fue la mayor desde que existe el bloque.

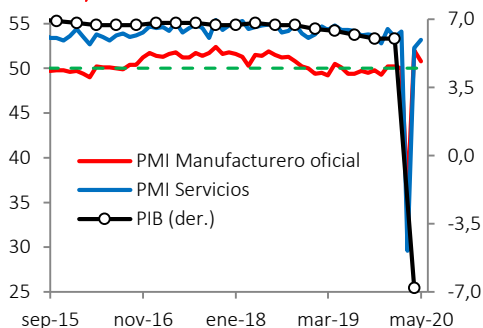
En la Eurozona, el PIB del primer trimestre tuvo una caída de 3,3% a/a (-14,4% t/t anualizada), su peor desempeño desde que existe el bloque. Francia e Italia entraron en recesión, mientras que España tuvo un retroceso trimestral de 5,2%, su peor desempeño desde los años '70. Estas contracciones se explican fundamentalmente por las medidas de aislamiento que solo operaron en las últimas semanas de marzo. Por lo mismo, la actividad del segundo trimestre –donde la intensidad de las medidas ha sido mayor–debió exhibir caídas de mayor magnitud. A diferencia de Estados Unidos, el aumento del desempleo ha sido moderado (7,4% en abril) y bastante por debajo de lo anticipado por las encuestas.

En este contexto, el Banco Central Europeo mantuvo inalteradas sus tasas de referencia –que se encuentran en terreno negativo desde 2014–, anunció medidas para ampliar la liquidez, introduciendo una nueva facilidad (PELTRO), y redujo en 50 pb la tasa de interés del TLTRO III.

China repuntaría en el 2T20, aunque la recuperación es frágil.

China tuvo una severa contracción durante el primer cuarto del año (-6,8% a/a), pero ya hacia marzo la economía estaba recuperando su dinamismo gracias a la relajación de las medidas de confinamiento. Aun así, la producción industrial de ese mes se contrajo menos de lo que anticipaban las encuestas (-1,1% a/a vs. -7,3% a/a esperado), aunque los PMI oficiales de abril se ubicaron levemente por sobre el pivote de expansión. Por su parte, las exportaciones de abril sorprendieron fuertemente al alza (3,5% vs. -15,7% esperado), impulsadas principalmente por insumos médicos. Así, es probable que durante el segundo trimestre se observe una recuperación importante de esta economía. Sin embargo, es difícil que esto se sostenga en la segunda parte del año, dada la debilidad de la demanda externa y una demanda interna que no se recuperará del todo durante el año.

Gráfico 9: PMI y PIB China (Índice neutral = 50, var. anual %)



Fuente: Bloomberg y Santander.

Gráfico 10: Sector externo China (var. anual %, media móvil 3m)



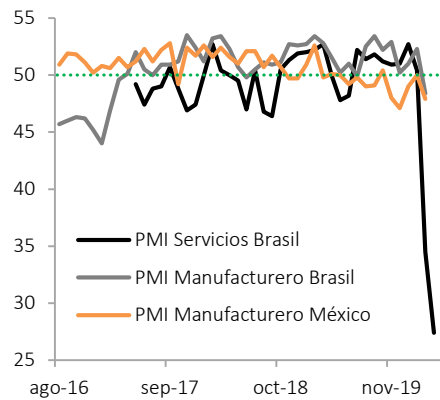
Fuente: Bloomberg y Santander.

Latinoamérica será una de las regiones más afectadas económicamente por el coronavirus.

En Latinoamérica, la epidemia continúa propagándose con fuerza y las perspectivas de deterioro de la economía para 2020 se acentúan. La actividad y la demanda se ven afectadas por las medidas de contención, a lo que se agrega un magro desempeño del sector externo, impactado por la desaceleración global y la caída en el valor de las materias primas. La región sufre, además, debido a las fragilidades de los sistemas públicos de salud, tensiones políticas internas y restricciones fiscales que hacen aún más complejo abordar la pandemia.

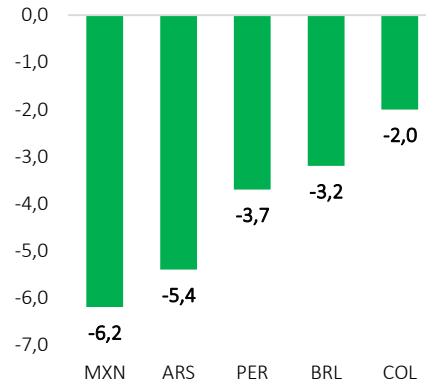
En México, el PMI manufacturero retrocedió hasta 50 puntos en marzo, y luego se ubicó en terreno negativo en abril (47,9) dando cuenta de la merma en la actividad. Además, el desplome del precio del petróleo y la rebaja de calificación por parte de Fitch –desde BBB hasta BBB-, solo un *notch* por encima del grado especulativo– anticipan un desafiante escenario para la conducción macroeconómica. En Brasil, los PMI de los sectores manufacturero y servicios también mostraron un fuerte retroceso en abril y alcanzaron mínimos históricos. La descoordinada respuesta a la pandemia de las autoridades y las tensiones entre el ejecutivo y el poder legislativo han generado preocupación en los mercados.

Gráfico 11: PMI Brasil y México (Índice neutral = 50)



Fuente: Bloomberg y Santander.

Gráfico 12: Proyecciones de crecimiento 2020 Latinoamérica (%)

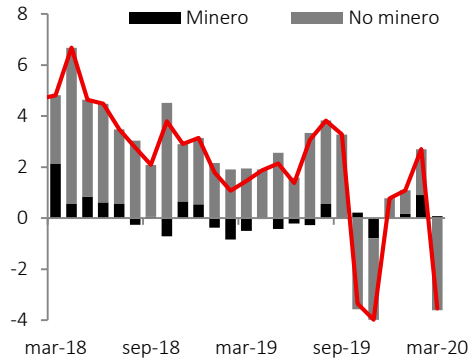


Fuente: Bloomberg y Santander.

Fuerte contracción de la actividad en Chile

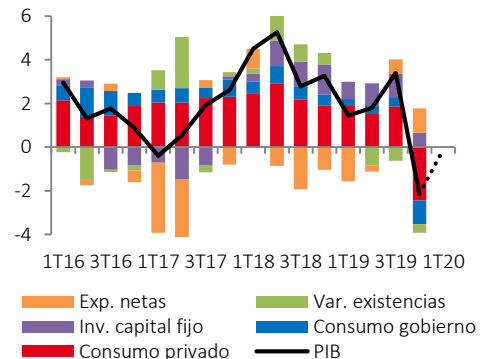
A pesar de que las medidas de confinamiento comenzaron recién a mitad de marzo, el Imacec del mes tuvo una fuerte contracción (-5,7% m/m desestacionalizado; -3,5% a/a), similar a la observada en octubre a raíz del estallido social. El retroceso estuvo explicado principalmente por las caídas en comercio y servicios, donde destacan las actividades más afectadas por el distanciamiento social, como educación, transporte y actividades de esparcimiento. Con esto, el PIB del primer trimestre habría tenido una expansión interanual nula (la cifra se publicará el 18 de mayo).

Gráfico 13: Imacec (var. anual, %)



Fuente: BCCh y Santander.

Gráfico 14: PIB trimestral (var. anual, %)

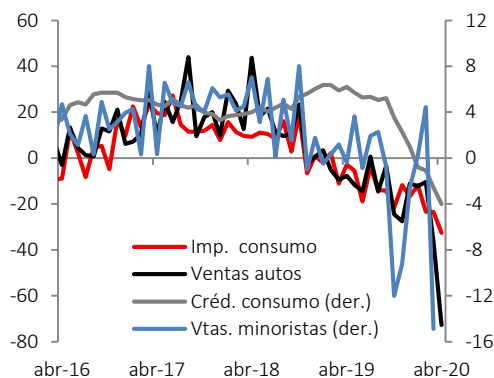


Fuente: BCCh y Santander.

En abril se observarán con mayor nitidez los impactos del distanciamiento social.

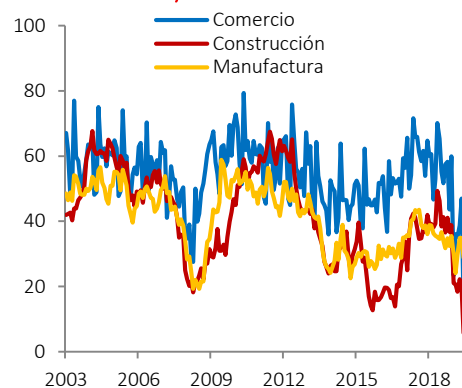
Varios indicadores apuntan a que en abril la contracción de la actividad y la demanda serán sustantivamente más intensos que en marzo. Las importaciones del mes tuvieron una caída interanual de más de 20%, muy incididas por el retroceso en las internaciones de bienes de consumo (-32,6% a/a, su mayor caída desde la crisis financiera), en tanto que las ventas de automóviles nuevos se desplomaron 72,8%. Por su parte, los indicadores de percepción de demanda del IMCE en construcción y comercio llegaron a sus mínimos históricos, al igual que el índice de confianza de los consumidores (IPEC). Por otro lado, la generación eléctrica tuvo un retroceso interanual modesto (-0,2%), mostrando que algunos sectores (principalmente, minería y algunas ramas manufactureras) han sufrido impactos menos intensos. Con ello, estimamos que el Imacec de abril habría tenido una contracción interanual de más de 10%.

Gráfico 15: Indicadores sectoriales (var. anual, %)



Fuente: ANAC, BCCh, INE y Santander.

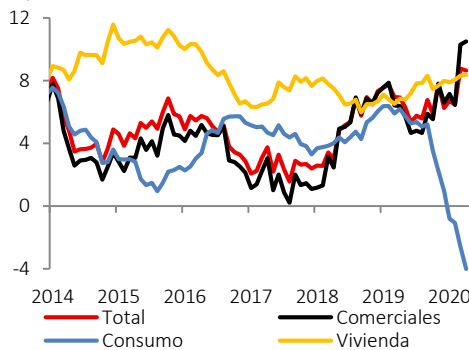
Gráfico 16: IMCE: Percepción de demanda por sector (Índice 50 = neutral)



Fuente: UAI-Icare y Santander.

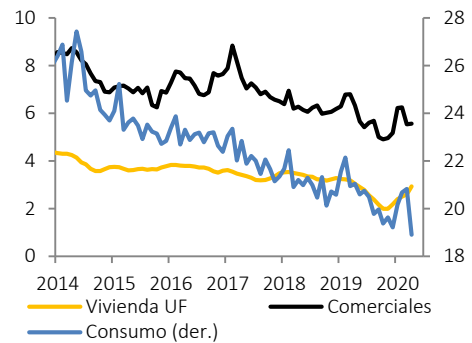
Hasta ahora, los datos crediticos muestran dinámicas divergentes. Las colocaciones de consumo siguen mostrando fuertes descensos, situación que se arrastra desde fines del año pasado. Por otro lado, las colocaciones comerciales han mostrado un importante repunte. De acuerdo con los antecedentes de la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del Banco Central, esto obedecería a un aumento en la demanda por parte de las grandes empresas, que han buscado asegurar su liquidez. Esto se da en un contexto donde, de acuerdo con la misma encuesta, las condiciones de oferta de crédito se han hecho más restrictivas y las tasas de interés promedio han mostrado comportamientos mixtos. Las tasas de consumo, luego de subir fuertemente, han vuelto a niveles mínimos históricos, en tanto que las tasas de créditos hipotecarios han tendido a subir, reflejando el mayor riesgo de la economía.

Gráfico 17: Colocaciones bancarias (var. real anual, %)



Fuente: BCCh y Santander.

Gráfico 18: Tasas de créditos (%)

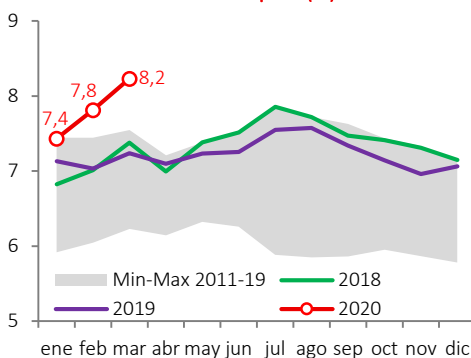


Fuente: BCCh y Santander.

Mercado laboral se resiente, dando cuenta del impacto rezagado del estallido social

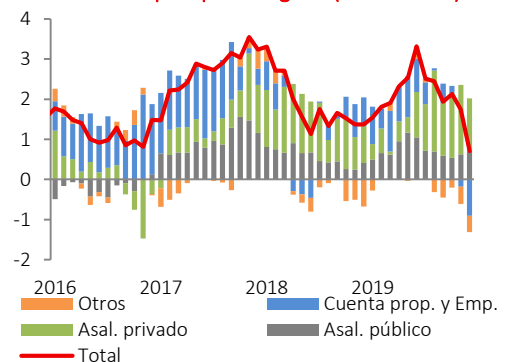
La tasa de desempleo subió de manera importante en el trimestre móvil terminado en marzo, alcanzando 8,2%, su mayor nivel desde agosto de 2010. Detrás de este resultado hubo una fuerte desaceleración en la creación de empleos (0,7% a/a versus 1,7% el trimestre móvil previo), junto con una fuerza de trabajo que mantuvo cierto dinamismo (1,8% a/a). Dado que el trimestre se vio afectado solo en su última parte por las medidas de confinamiento, el deterioro del mercado laboral se explicaría de forma importante por los efectos rezagados del estallido social que incidieron en los primeros meses del año. De hecho, la tasa de desempleo ya se había ubicado por sobre sus patrones habituales desde enero.

Gráfico 19: Tasa de desempleo (%)



Fuente: INE y Santander

Gráfico 20: Empleo por categoría (var. % anual)

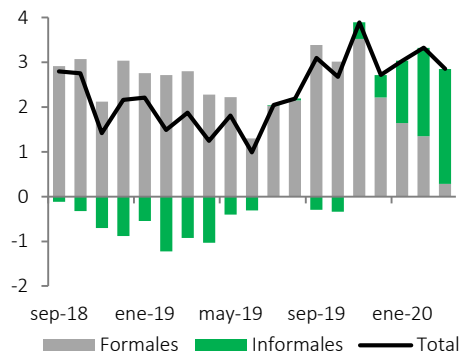


Fuente: INE y Santander

Importante aumento de la informalidad entre trabajadores asalariados.

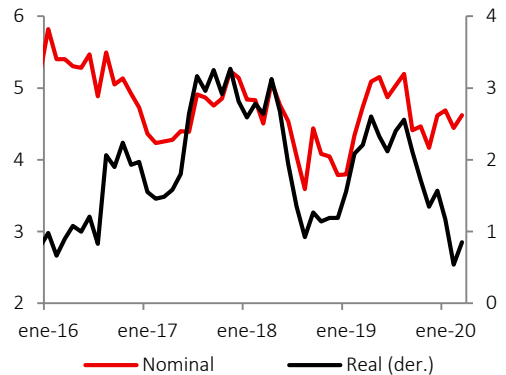
El empleo asalariado se mantuvo dinámico (2,9% a/a), pero hubo una merma sustantiva en la calidad de estos puestos de trabajo. En efecto, de los casi 180 mil nuevos puestos de trabajo de esta categoría, 162 mil son calificados como informales de acuerdo con el INE. Por otra parte, las remuneraciones en marzo registraron un aumento nominal de 1,1% m/m, impulsadas por el incremento de 6% del salario mínimo que comenzó a regir en dicho mes. Con este resultado, la variación real de las remuneraciones, que se venía desacelerando por los altos registros inflacionarios de los primeros meses del año, tuvo un leve repunte. El próximo reajuste del salario mínimo debiese ocurrir en septiembre, por lo que a mediados de año comenzarían las negociaciones entre el Gobierno y los representantes de los trabajadores para establecer el guarismo.

Gráfico 21: Empleo asalariado (var. % anual)



Fuente: INE y Santander

Gráfico 22: Índice de remuneraciones (var. % anual)

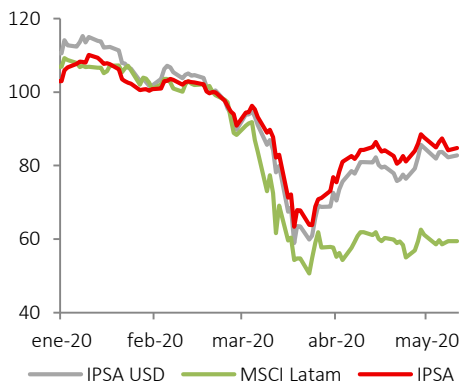


Fuente: INE y Santander

Activos financieros locales se recuperan en línea con la tendencia global

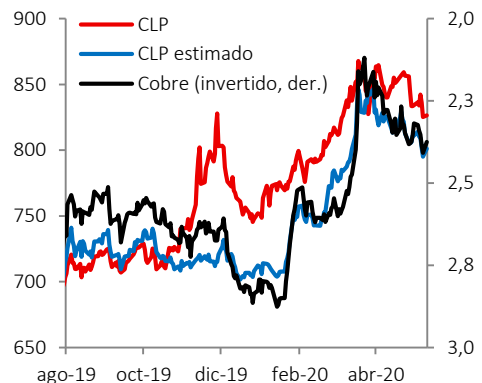
Siguiendo las tendencias globales, los mercados financieros locales presentaron un repunte durante abril. La bolsa, en particular, subió alrededor de 10%, por sobre el rendimiento de la mayoría de otros mercados latinoamericanos. El tipo de cambio, en tanto, cerró con una apreciación de más de 3%. Esta mayor fortaleza de la moneda se explica en parte por el aumento del precio del cobre y se da en un contexto donde el dólar a nivel global también tendió a ganar valor. Por su parte, los flujos de no residentes en el mercado *forward* se mantuvieron relativamente estables.

Gráfico 23: Mercado bursátil (Índice 100 = feb.20)



Fuente: Bloomberg y Santander

Gráfico 24: Tipo de cambio y cobre (\$/US\$, US\$/lb.)



Fuente: BCCh y Santander

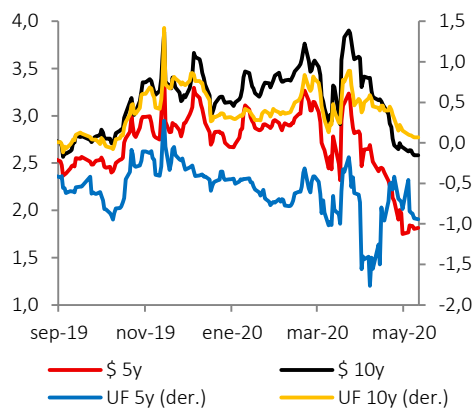
Las tasas de los bonos de gobierno tuvieron fuertes ajustes a la baja, mayores a los observados en otras economías emergentes. Los mayores retrocesos se presentaron en la parte larga, con caídas de casi 100 pb en las tasas a 10 años. De esta manera, la curva de rendimientos tuvo un aplanamiento considerable, en un contexto donde el premio por riesgo soberano mostró un tímido retroceso.

La caída en las tasas se explica por tanto por la orientación de la política monetaria, donde se espera que la TPM se mantenga en su nivel mínimo por mucho tiempo, como por el alto nivel de liquidez en el sistema –luego de las medidas no convencionales aplicadas por Banco Central– y por el ajuste a la baja en las expectativas de crecimiento a largo plazo.

Si bien es poco probable que las tasas vuelvan a presentar nuevas y abruptas caídas –excepto que se autorice al Banco Central a comprar bonos públicos en el mercado secundario–, estimamos que las tasas se mantendrán en torno a los niveles actuales por los menos de aquí a fin de año.

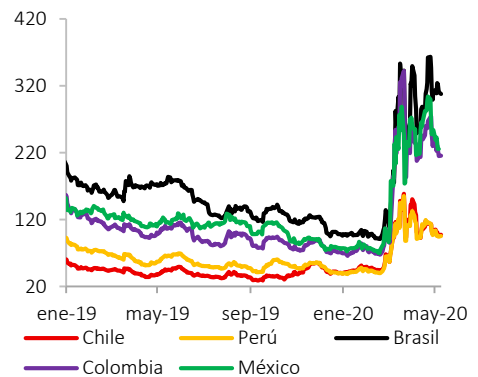
Las tasas se mantendrían en torno a los niveles actuales, dado que la normalización de la liquidez sistémica tomará tiempo.

Gráfico 25: Tasas de bonos locales (%)



Fuente: Bloomberg y Santander.

Gráfico 26: CDS Latinoamérica 5 años (pb)



Fuente: Bloomberg y Santander.

Variación nula del IPC en abril da cuenta de fuerte descenso en presiones inflacionarias

En línea con nuestra proyección, la variación nula del IPC en abril (3,4% a/a) dio cuenta de que las presiones inflacionarias han descendido de manera sustantiva debido a la pandemia. A las fuertes caídas en el precio de los combustibles, se agregan descensos muy significativos en vestuario y calzado y una serie de servicios personales. El INE destacó que, debido a la contingencia, la cantidad de precios imputados a los bienes y servicios que no pudieron medirse se incrementaron de manera notable, pasando desde 10% aproximadamente en periodos normales hasta cerca de 45%. El efecto que esto pudiese generar en el índice no es claro.

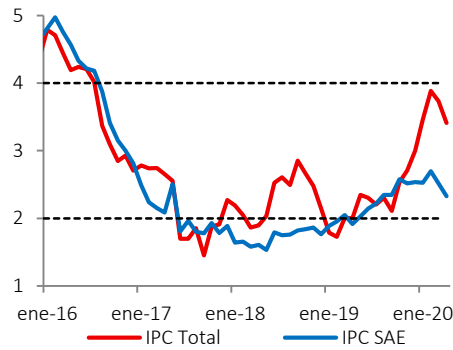
En el mes, los alimentos tuvieron nuevamente un fuerte incremento (1% m/m), por sobre la estacionalidad típica de esta época del año. Esto podría estar asociado a restricciones de oferta en algunos productos y aumentos transitorios en la demanda. Por el contrario, las divisiones de transporte (-0,8% m/m), vestuario y calzado (-3,2% m/m), educación (-0,4% m/m) y restaurantes y hoteles (-0,2% m/m) presentaron contracciones asociadas al desplome en la menor demanda.

El índice de difusión tuvo un retroceso sustancial (pasó de 63% a 48,5%), lo que denota menores presiones inflacionarias. Algo similar se observa en otros indicadores analíticos del IPC, donde el índice sin alimentos y energía (-0,1% m/m) continúa retrocediendo hacia la parte baja del rango del Banco Central. También destaca el retroceso en la variación mensual de los precios de transables (pasó de

0,3% m/m en marzo a solo 0,1% m/m), reflejando que el efecto de la débil demanda domina por sobre el impacto de la depreciación del tipo de cambio en estos precios.

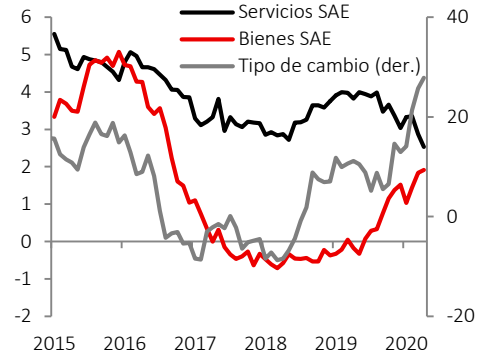
En base a lo anterior, proyectamos que las variaciones mensuales del IPC se mantendrán muy bajas en los próximos meses, con lo que la inflación continuará retrocediendo y cerrará el año en la parte baja del rango del Banco Central.

Gráfico 27: IPC general y SAE (var. anual %)



Fuente: INE y Santander.

Gráfico 28: Bienes y Servicios SAE y tipo de cambio (var. anual, %)



Fuente: INE, BCCh y Santander.

Banco Central evaluaría nuevas medidas no convencionales

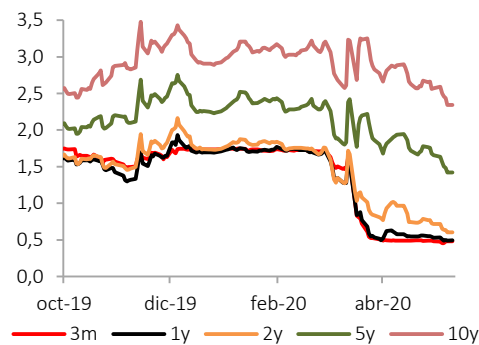
En su reunión de mayo, el Consejo del Banco Central –de forma unánime– dejó la Tasa de Política Monetaria (TPM) en su mínimo técnico de 0,5% y reafirmó que será necesario mantenerla en dicho nivel por un extenso periodo de tiempo.

Nuevas medidas cuantitativas podrían orientarse a ampliar las carteras de colaterales para acceder a la liquidez del Banco Central

El ente emisor enfatizó que, dada la ampliación de la brecha de actividad y el desplome en el precio del petróleo, y a pesar de la depreciación cambiaria, las presiones inflacionarias se mantendrán contenidas en el mediano plazo.

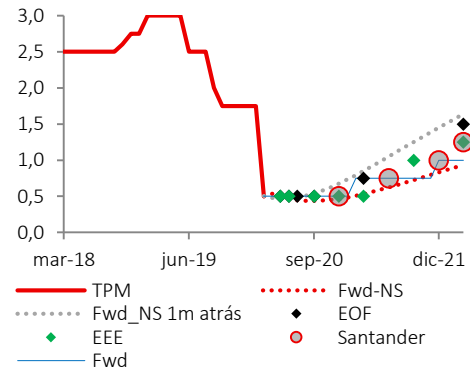
En el comunicado de su última reunión, el Consejo señaló que evaluará nuevas medidas no convencionales para dar un mayor estímulo monetario en caso de que la evolución de la economía así lo requiera. Dadas las perspectivas de una fuerte contracción de la actividad en el segundo trimestre y la incertidumbre respecto de la recuperación posterior, es altamente probable que el instituto emisor busque implementar nuevas acciones. Entre otras medidas, es factible que amplíe las carteras de colaterales para sus operaciones de liquidez y, con ello, fortalecer aún más el estímulo.

Gráfico 29: Tasas swap nominales (%)



Fuente: Bloomberg y Santander.

Gráfico 30: Expectativas de TPM (%)



Fuente: BCCh, Bloomberg y Santander.

Cifras fiscales se deterioran

El su Informe de Finanzas Públicas (IFP) del primer trimestre, el Gobierno actualizó sus proyecciones fiscales para 2020, incorporando tanto el mayor gasto derivado del Plan Económico de Emergencia frente al Covid-19 como el impacto de la crisis económica en los ingresos fiscales. Al respecto, el reporte corrige el crecimiento del PIB desde 1,3% a -2% y rebaja el precio promedio del cobre desde US\$ 2,80 a US\$ 2,36 por libra.

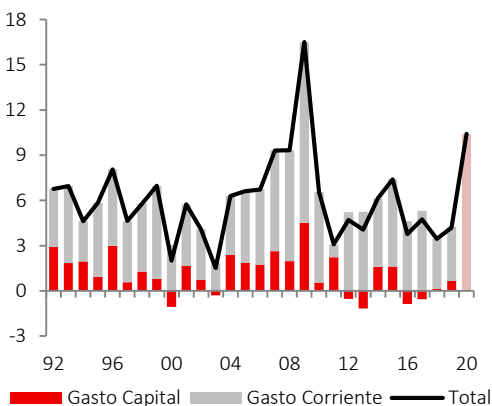
El peor escenario macroeconómico, sumado a las postergaciones tributarias y la rebaja del impuesto de Timbres y Estampillas, hacen que la proyección de ingresos para este año se reduzca en US\$ 6.770 millones respecto a lo estimado en enero, lo que implica una contracción real de casi 12% respecto a 2019. Si bien el Plan de Emergencia contempla desembolsos por cerca de US\$ 3.900 millones, una parte importante se financia con reasignaciones dentro del presupuesto vigente. Por lo mismo, el aumento del gasto respecto de lo proyectado en enero es de solo 2 pp, con lo que crecería 10,4% (versus 8,4% proyectado en enero).

Con todo lo anterior, el déficit efectivo del Gobierno llegará a un 8% del PIB (4,5% estimado en enero), su mayor valor en los últimos 40 años. Dada la alta incertidumbre que existe en la coyuntura actual, el Gobierno presentó además proyecciones basadas en distintos supuestos macroeconómicos. Así, por ejemplo, si el PIB tuviese una caída más sustantiva, del orden de 5%, y el precio del cobre promediase US\$ 2,2 por libra, el déficit podría llegar hasta 9,1% del PIB.

Déficit fiscal alcanzaría 8% del PIB, e incluso podría llegar a 9,1% del PIB.

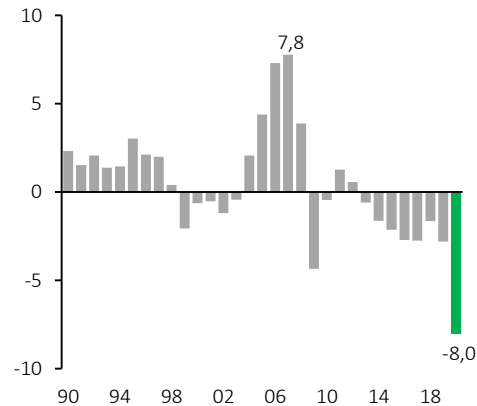
En este escenario, los comités de expertos para los parámetros de la regla fiscal –convocados de manera extraordinaria– revisaron a la baja el crecimiento tendencial de este año desde 2,8% a 1,8%. En tanto, el precio de referencia del cobre pasó de US\$ 2,86 a US\$ 2,73 por libra. Con ello, la estimación de los ingresos estructurales del Gobierno sufrió una importante merma lo que, sumado a mayores presiones de gasto, redundó en que en los próximos dos años las holguras fiscales serían negativas, y no se cumpliría la meta. Asimismo, la deuda treparía rápidamente y alcanzaría 40% del PIB en 2024.

Gráfico 31: Gasto fiscal (var. % anual)



Fuente: Dipres y Santander

Gráfico 32: Balance de gobierno (% de PIB)



Fuente: Dipres y Santander

CONTACTO



(56 2) 2320 1021

Accede a nuestros informes en:



<http://saladecomunicacion.santander.cl/estudios>

Este informe ha sido preparado solo con el objetivo de brindar información a los clientes de Banco Santander Chile. No es una solicitud ni una oferta para comprar o vender ninguna de las acciones o activos financieros que en él se mencionan, cuyas cotizaciones son esencialmente variables, por lo que no es posible garantizar que la rentabilidad presente o pasada se repita en el futuro. Esta información y aquella en la que está basada, han sido obtenidas de fuentes que estimamos confiables. Sin embargo, esto no garantiza que ella sea exacta ni completa. Las proyecciones y estimaciones que aquí se presentan han sido elaboradas por nuestro equipo de trabajo, apoyado en las mejores herramientas disponibles; lo que no implica que éstas efectivamente se cumplan. Todas las opiniones y expresiones contenidas en este informe no serán necesariamente actualizadas y pueden ser modificadas sin previo aviso. El resultado de cualquier operación financiera, realizada con apoyo de la información que aquí se presenta, requerirá de un análisis propio del cliente y será de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza.