

## Paquete Económico y Presupuesto

### Reacción de los mercados:

El jueves de la semana anterior (el día previo a la presentación del Paquete Económico), la agencia de calificación crediticia Moody's modifico las perspectivas de la calificación crediticia de México a negativa, desde estable. El comunicado donde se anuncia este cambio en las perspectivas de la calificación de México sugiere que uno de los factores primordiales del cambio de perceptiva fue la lectura por parte de la agencia que el marco institucional del país ha visto un deterioro tras una serie de reformas realizadas por el gobierno, que incluyen la Reforma Judicial y la eliminación de órganos autónomos. Adicionalmente, tras la presentación del presupuesto, algunos de los supuestos tras estos son materialmente más optimistas que el consenso de mercado (i.e. los supuestos de crecimiento económico). Tras esto, podría ser previsible que los mercados reaccionaran de manera negativa a los dos eventos. Sin embargo, aun cuando la curva de deuda soberana de México se empinó y las tasas de interés subieron, a la vez que el peso se debilitó, ambas reacciones fueron moderadas. En nuestra opinión, la moderada reacción obedece a lo siguiente:

- Mientras la calificación crediticia de México con Fitch está al borde de la pérdida de grado de inversión (BBB-), con Moodys (Baa) y S&Ps (BBB) el país tiene aún un "escalón" de espacio para moverse antes de poner en riesgo el grado de inversión.
- La mayor parte de la tenencia de bonos mexicanos por extranjeros está en manos de inversionistas pasivos que siguen índices de países con grado de inversión (i.e. WGBI, etc) y al ser pasivos, no reaccionan hasta que los bonos sean excluidos del índice o reajuste su ponderación. La otra cubeta de tenedores extranjeros son principalmente inversionistas que gestionan índices de países emergentes (ELMI+, GBI EM, etc), que aun cuando estos si son primordialmente activos, estos índices si permiten invertir en países sin grado de inversión (i.e. incluyen Colombia y Brasil) y por lo tanto la dinámica de calificación crediticia es menos relevante.
- Adicionalmente, el movimiento por parte de Moody's ya estaba por lo menos parcialmente anticipado, después de que la calificadora señalara que la reclasificación de Pemex y CFE implicaba una convergencia entre la calificación de estas empresas y el soberano tras la reclasificación de ellas como empresas públicas en vez de empresas productivas del estado.

Hacia adelante, habrá que esperar la respuesta al presupuesto por parte de Fitch y S&Ps, así como del mercado. Típicamente, tras la presentación del Paquete Económico es necesario esperar unos días hasta que los elementos del documento sean digeridos y analizados.

Gráfica 1. USD/MXN



Gráfica 2. Curva Bonos M



### Dinámica de Aprobación del Presupuesto

El viernes 15 de noviembre, el secretario de Hacienda Rogelio Ramírez de la O, entregó a la Cámara de diputados el Paquete Económico 2025, el cual incluye los siguientes documentos:

**1. Criterios Generales de Política Económica**

**2. Iniciativa de Ley de Ingresos de la Federación**

**3. Propuesta de Presupuesto de Egresos de la Federación**

Los siguientes pasos son, que la Cámara de Diputados apruebe la ley de Ingresos antes del 15 de diciembre y que la Cámara de Senadores lo ratifique antes del 31 de diciembre. Por su parte el Presupuesto de Egresos (únicamente facultad de la Cámara de Diputados), tiene hasta el 31 de diciembre para aprobarlo.

Los detalles de cada documento se presentan a continuación:

#### 1. Criterios Generales de Política Económica (CGPE):

Presenta los lineamientos de política económica y fiscal para 2025 (para consultar el documento hacer click [aquí](#)) cuyas proyecciones macroeconómicas sirven como base para realizar las estimaciones de los ingresos y gastos del gobierno. Lo más destacado es que dichas proyecciones se encuentran más optimistas respecto al consenso del mercado. La Tabla 1 presenta un resumen de las principales variables.

Tabla 1. Proyecciones macroeconómicas 2025			
2025	CGPE	Pre-criterios GPE	Scotiabank / market
PIB	(2.0 - 3.0)	(2.0 - 3.0)	1.0
Inflación	3.5	3.3	3.8
Tipo de cambio fin del periodo (MXN/USD)	18.500	18.00	21.30
Tasa de interés fin del periodo (CETES 28d)	8.00	7.00	8.09*
Precio de la mezcla mexicana (\$/b)	57.8	58.4	64.07**
Producción petrolera (mbd)	1,891	1,877	1749***

Fuente: SHCP; Scotiabank, Banxico, Bloomberg

\* Estimado Banxico

\*\*Precio actual de la mezcla

\*\*\*Cifras a septiembre 2024

Cifras al 15 de Noviembre

### Puntos positivos:

Proyección de inflación y tasas de interés: Estimados en línea con los pronósticos del mercado, aunque todavía estos datos no incorporan las posibles políticas inflacionarias que podría implementar Trump durante los primeros meses de su mandato. En este sentido, creemos que los riesgos al alza sobre la inflación en México incrementan, los cuales de materializarse afectarían la conducción de la política monetaria a lo largo de 2025. En este sentido, y derivado del incremento en la incertidumbre en México y por lo tanto en el riesgo país, resulta difícil imaginar un diferencial entre las tasas de interés objetivo entre México y Estados Unidos menor a 550 puntos base. Lo anterior, imprime presión a un Banxico menos agresivo en el ciclo de recortes durante el próximo año.

Precio de la mezcla mexicana: El pronóstico presentado en el paquete parece conservador, tomando en cuenta que los riesgos al alza con relación a las tensiones geopolíticas han aumentado, por lo tanto, estas podrían presionar al alza los precios del petróleo. Lo anterior, beneficiaría a las finanzas de Pemex y por lo tanto a las finanzas públicas de México.

### Puntos preocupantes:

Proyecciones del PIB: Las proyecciones de la Secretaría de Hacienda relacionadas al crecimiento económico resultan más positivas a las de los analistas. Lo cual pone en entredicho los niveles de recaudación, Requerimientos Financieros del Sector Público con relación al PIB y el nivel de deuda pronosticada para el siguiente año. Es importante resaltar que el presupuesto contempla otra relevante caída en la inversión pública (a 2.3% del PIB), lo cual no favorece una visión optimista sobre el crecimiento.

Tipo de Cambio: Proyección del tipo de cambio un tanto optimista, más tomando en cuenta la depreciación mostrada en los últimos meses como resultado del incremento en incertidumbre ante eventos importantes que se han ido materializando a lo largo del tiempo. Además, la expectativa de la imposición de aranceles por parte del gobierno estadounidense a las importaciones mexicanas podría generar una mayor depreciación en el tipo de cambio en los próximos meses.

Producción petrolera: Creemos que las proyecciones de producción petrolera siguen siendo muy optimistas considerando la reforma energética y que el 54% de la producción nacional tiene que provenir por parte del gobierno, lo cual limitará la producción total de crudo en el país.

Por otro lado, la SHCP dio a conocer las sensibilidades (elasticidades) de ingresos y egresos para 2025, en donde destaca que un cambio de 1% en el crecimiento resulta en una variación de 26 mil millones de pesos en los ingresos. De igual forma, el efecto de un incremento de 1 dólar en el precio del crudo resultaría en un incremento en los ingresos por petróleo de 13.1 mil millones de pesos. Adicionalmente, incluyeron el efecto de una depreciación en el tipo de cambio de 20 centavos, lo que implicaría una disminución de 4.9 mil millones de pesos. Por su parte, un incremento de 100 puntos base en las tasas de interés, resulta un aumento del costo de la deuda de 33.8 mil millones de pesos.

Como resultado de lo anterior y tomando en cuenta estas sensibilidades publicadas en los CGPE, calculamos que un crecimiento del PIB de 1% para el próximo año podría implicar una caída en los ingresos de entre \$52.8 y \$105.6 miles de millones de pesos. Por su parte, si la política monetaria no es tan agresiva como se anticipa y solo Banco de México recorta 100 puntos base su tasa de interés de referencia el próximo año, en lugar de 200 puntos base, esto podría impactar negativamente el costo financiero en 33.80 miles de millones de pesos. Lo cual representa una disminución de conjunta de entre \$86 y \$139 mil millones de pesos.

Tabla 2. Sensibilidad de Ingresos y Egresos en 2025	
	Miles de millones de pesos
<b>Efecto de un incremento de medio punto real de crecimiento económico sobre los ingresos tributarios</b>	26.40
<b>Efecto de un dólar adicional en el precio del petróleo sobre los ingresos petroleros</b>	13.10
<b>Efecto de una apreciación de 20 centavos en el tipo de cambio promedio sobre:</b>	-4.90
<b>Ingresos petroleros (-)</b>	<b>-8.30</b>
<b>Costo financiero (+)</b>	3.40
<b>Efecto de un aumento de 50 mb de extracción de crudo sobre los ingresos petroleros</b>	18.70
<b>Efecto de un aumento de 100 puntos base en la tasa de interés sobre el costo financiero</b>	33.80
<b>Efecto de un aumento de 100 puntos base en la tasa de inflación sobre el costo financiero</b>	1.80

Fuente: SHCP

## 2. Iniciativa de Ley de Ingresos de la Federación (ILIF)

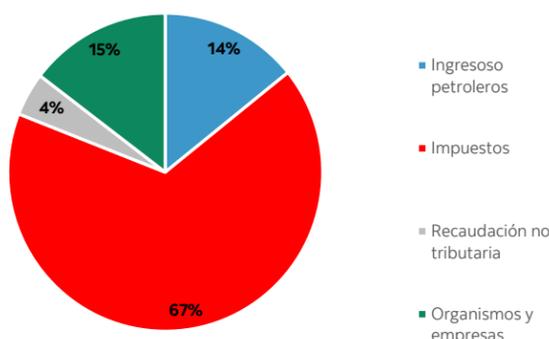
Presenta los ingresos gubernamentales esperados durante 2025 (para consultar el documento haga click [aquí](#)). De acuerdo en el documento, los ingresos presupuestales totales se estiman en \$8,056 miles de millones de pesos (mmp), de los cuales \$1,142 mmp corresponden a ingresos petroleros, \$6,914 mmp a ingresos tributarios. Con ello se prevé un incremento en 2025 de 3.0% de los ingresos tributarios, respecto a lo estimado en 2024. Este aumento proviene principalmente del esfuerzo del gobierno por eliminar evasiones fiscales, medidas para promover la digitalización y simplificación del pago de contribuciones, así como una expectativa de mayor crecimiento para 2025. (Tabla 3)

Tabla 3. Iniciativa de Ley de Ingresos 2025 (Miles de millones de pesos)			
	2025	2024 <sup>1</sup>	Cambio %
<b>Ingresos petroleros</b>	1,142	1,095	4.3
<b>Ingresos no petroleros</b>	6,914	6,606	4.7
Impuestos	5,296	5,141	3.0
Recaudación no tributaria	374	339	10.4
Organismos y empresas (IMSS, ISSSTE, CFE)	1,243	1,127	10.3
<b>Total (petroleros + no petroleros)</b>	8,056	7,701	4.6

Fuente: SHCP

<sup>1/</sup> Estimado

Gráfica 3. Distribución de los Ingresos



Fuente: Estudios Económicos Scotiabank, SHCP.

### Puntos positivos:

Resulta interesante el incremento propuesto de 10% a los ingresos por derechos, aprovechamientos y productos. Lo anterior como resultado de las propuestas de reformas a la Ley Federal de Derechos 2025, las cuales proponen ajustes, relacionados a migración, a las cuotas de derechos por obtención de documentos que acrediten la estancia a visitantes, así como cuotas aplicables a servicios en aeropuertos para pasajeros de vuelos internacionales. Por la parte de medio ambiente y recursos naturales, las propuestas de reforma proponen actualizar cuotas por el uso y aprovechamiento no extractivo de las áreas naturales protegidas. Finalmente, en el sector de la minería se propone incrementar los derechos especiales y extraordinarios sobre la minería de 7.5% a 8.5% y del 0.5% al 1% respectivamente.

### Puntos preocupantes

Ingresos petroleros: Consideramos realista que los ingresos de Pemex se contraigan. Sin embargo, nos preocupa el supuesto de que la producción revertirá la tendencia decreciente. Por su parte, resulta muy optimista pensar que los ingresos del gobierno relacionados con este rubro aumenten 29% respecto al estimado del año anterior, el cual ha sido revisado fuertemente a la baja respecto a lo aprobado por la LIF.

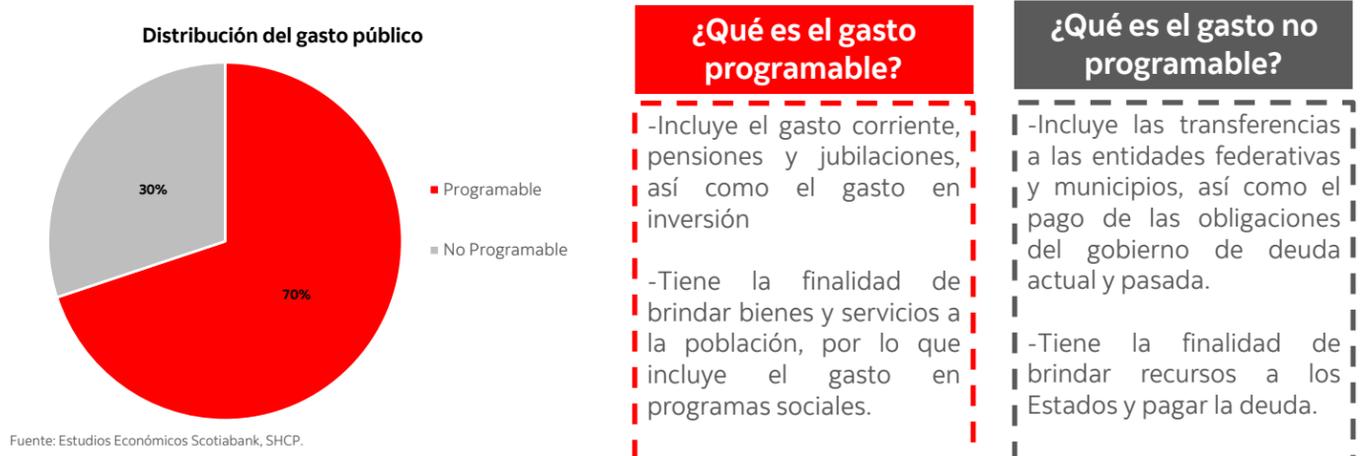
Ingresos tributarios: Se antoja muy complicado que la economía crezca 3% el próximo año, lo cual afectará directamente a la recaudación del ISR ante la desaceleración en la creación de empleo formal y del IVA ante un menor dinamismo del consumo. Adicionalmente, el estancamiento observado en las remesas, así como que estas se podrían ver afectadas por una política de deportaciones masivas, podrían contribuir a una menor recaudación. En este mismo sentido, la política del incremento en aranceles de a las importaciones de productos provenientes de países con los que México no tiene acuerdos comerciales, implementada en abril de 2024, anticipa un incremento de 8% respecto a 2024, el cual parece elevado, si consideramos que este arancel busca proteger la industria nacional.

Eficiencia en la recaudación: Durante la administración de López Obrador se demostró que este recurso ha funcionado. Sin embargo, no está claro que tanto espacio tienen para mejorar la recaudación.

## 3. Propuesta de Presupuesto de Egresos de la Federación (PPEF)

Presenta los gastos gubernamentales esperados durante 2025 (para consultar el documento hacer click [aquí](#)). Así, el gasto neto del gobierno para 2025 se propuso en \$9,226 mmp, el cual representa un incremento de 0.54% respecto al monto estimado en 2024. De dicho gasto, el 70% es programable y el 30% restante es no programable. La Gráfica 4 muestra dicha distribución, así como una explicación de lo que comprende cada tipo de gasto.

**Gráfica 4. Distribución de los egresos**



Respecto a la reasignación de gasto en ramos, como se puede observar en la tabla 4, la mayoría de los organismos registraron recortes, salvo el INE, en donde destaca la reducción de 18.4% en el presupuesto del Instituto Nacional de Transparencia, Acceso a la Información y Protección de Datos Personales. En este sentido, sobresale la disminución del 14.8% en los recursos de la Comisión Federal de Competencia Económica. Por su parte, sorprende el recorte a el INEGI, que seguramente se explica ya que en 2024 se llevó a cabo la elaboración de los censos económicos. No obstante, es una señal preocupante, ya que es una extraordinaria fuente para medir el desempeño económico nacional.

	2025	2024 <sup>1</sup>	Cambio %
Poder Legislativo	18,070	19,180	-5.8
Poder Judicial	85,026	88,398	-3.8
Instituto Nacional Electoral	40,476	39,376	2.8
Comisión Nacional de los Derechos Humanos	1,722	1,795	-4.1
Comisión Federal de Competencia Económica	688	807	-14.8
Instituto Federal de Telecomunicaciones	1,680	1,751	-4.1
Instituto Nacional de Transparencia, Acceso a la Información y Protección de Datos Personales	994	1,218	-18.4
Fiscalía General de la República	20,126	20,155	-0.1
<b>INEGI</b>	<b>12,245</b>	<b>14,851</b>	<b>-17.5</b>
<b>Tribunal Federal de Justicia Administrativa</b>	<b>3304.5</b>	<b>3445</b>	<b>-4.1</b>
<b>Total Organismos Autónomos + INEGI + TFJA</b>	<b>184,332</b>	<b>190,977</b>	<b>-3.5</b>

Fuente: SHCP

<sup>1/</sup> Estimado

Por el lado de los ramos administrativos, se presentó una caída de 7.8% respecto a los egresos estimados para 2024, en donde destaca que recortaron el presupuesto en 21 de 26 secretarías, sobresaliendo el fuerte decremento de casi el 44% en defensa y de más de 36% en el presupuesto en Seguridad y Protección Ciudadana, lo que no abona a los fuertes problemas relacionados a estos temas en el país. Adicionalmente, resaltan los recortes de 39.41% en la Secretaría de Medio Ambiente y Recursos Naturales, así como de 34% en Salud, sectores estratégicos para el desarrollo económico y social. Por otro lado, aumentaron el gasto en Infraestructura, Comunicaciones y Transportes en 72% a \$141 mil millones de pesos, mientras que mantuvieron prácticamente sin cambio el presupuesto de Educación Pública.

	2025	2024 <sup>1</sup>	Cambio %
Bienestar	579,883.9	567,061.3	2.26
Educación Pública 4/ 5/	450,887.9	443,858.9	1.58
Defensa Nacional	151,995.0	270,465.1	-43.80
Energía	138,307.4	201,393.2	-31.32
Entidades no Sectorizadas	174,623.0	143,864.3	21.38
Seguridad y Protección Ciudadana	70,422.2	110,339.1	-36.18
Salud 1/	66,693.2	101,114.1	-34.04
Infraestructura, Comunicaciones y Transportes	140,799.0	81,837.0	72.05
Agricultura y Desarrollo	73,616.7	77,260.7	-4.72
Marina	65,888.7	74,944.9	-12.08
Medio Ambiente y Recursos Naturales	44,370.5	73,232.4	-39.41
Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología e Innovación	33,295.9	34,581.2	-3.72
Trabajo y Previsión Social	27,830.2	29,819.4	-6.67
Hacienda y Crédito Público	25,626.3	29,525.1	-13.21
Cultura	12,081.5	17,467.3	-30.83
Desarrollo Agrario, Territorial y Urbano	38,048.0	13,427.9	183.35
Gobernación	10,304.8	11,330.9	-9.06
Relaciones Exteriores	9,294.2	10,419.4	-10.80
Economía	3,597.9	4,128.8	-12.86
Turismo	1,774.9	2,057.6	-13.74
Función Pública	1,699.0	1,706.2	-0.42
Tribunales Agrarios	891.8	999.8	-10.80
Oficina de la Presidencia de la República	867.6	963.4	-9.94
Comisión Reguladora de Energía	199.9	297.6	-32.83
Comisión Nacional de Hidrocarburos	173.3	258.1	-32.86
Consejería Jurídica del Ejecutivo Federal	149.6	171.5	-12.77
<b>Total</b>	<b>2,123,322.4</b>	<b>2,302,525.2</b>	<b>-7.78</b>

Fuente: SHCP

<sup>1/</sup> Estimado

En cuanto a al Gasto programable en Otros Ramos, aumentaron en 5.04% el presupuesto para entidades de control directo como el IMSS y el ISSSTE, mientras que recortaron el gasto para Pemex en 2.35% respecto a 2024.

	2025	2024 <sup>1</sup>	Cambio %
<b>Entidades de Control Directo</b>	<b>1,995,026</b>	<b>1,899,243</b>	<b>5.04</b>
Instituto Mexicano del Seguro Social	1,469,410	1,403,181	4.72
Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado	525,615	496,062	5.96
<b>Empresas Públicas del Estado</b>	<b>1,009,727</b>	<b>989,771</b>	<b>2.02</b>
Petróleos Mexicanos	464,255	475,412	-2.35
Comisión Federal de Electricidad	545,472	514,360	6.05
<b>Aportaciones, subsidios y transferencias</b>	<b>1,493,069</b>	<b>1,397,648</b>	<b>6.83</b>

Fuente: SHCP

<sup>1/</sup> Estimado

En los programas sociales destaca que se destina prácticamente el mismo presupuesto de Educación Pública que al programa de Pensión para Adultos Mayores, al tiempo que se destinará \$131 mil millones de pesos al programa de Becas Benito Juárez. Por otra parte, la nueva administración se enfocará en el desarrollo de infraestructura ferroviaria, con más de 7 obras en este sector.

**Tabla 7. Programas prioritarios sociales**  
(Millones de pesos)

Programa	PPEF 2025
Pensión para Adultos Mayores	483,427.6
Pensión para Personas con Discapacidad	28,961.4
Programas de Becas Benito Juárez	131,926.5
Beca Universal de Educación Básica Rita Cetina	78,840.7
Jóvenes Escribiendo el Futuro	12,163.5
Beca Universal de Educación Media Superior Benito Juárez	40,922.4
La Escuela es Nuestra	25,000.0
Jóvenes Construyendo el Futuro	24,205.0
Niñas y Niños	3,185.0
Sembrando Vida	39,100.0
Fertilizantes	17,500.0
Producción para el Bienestar	16,300.0
Precios de Garantía	12,500.0
Pesca	1,600.0
Programa de Vivienda Social	32,000.0
Apoyo a Mujeres de 60 a 64 años	15,000.0
Bienestar casa por casa	2,000.0
Preparatorias y Universidades para el Bienestar	3,000.0
<b>Total</b>	<b>835,705.5</b>

Fuente: SHCP.

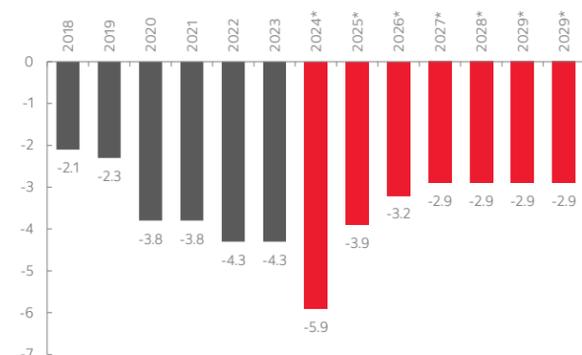
**Tabla 8. Programas prioritarios de inversión**  
(Millones de pesos)

Concepto	PPEF 2025
Tren Maya	40,000
Tren México - Querétaro	30,000
Tren Interoceánico	25,000
Tren AIFA - Pachuca	25,000
Proyectos para construir y conservar las obras hidráulicas de la	20,000
Proyectos prioritarios de construcción y mantenimiento de las vías	20,000
de comunicación y de transporte - SICT	
Tren Saltillo - Nuevo Laredo	10,000
Tren Querétaro - Irapuato	10,000
Tren Interurbano	6,000
Tren Lechería AIFA	3,000
<b>Total</b>	<b>189,000</b>

Fuente: SHCP.

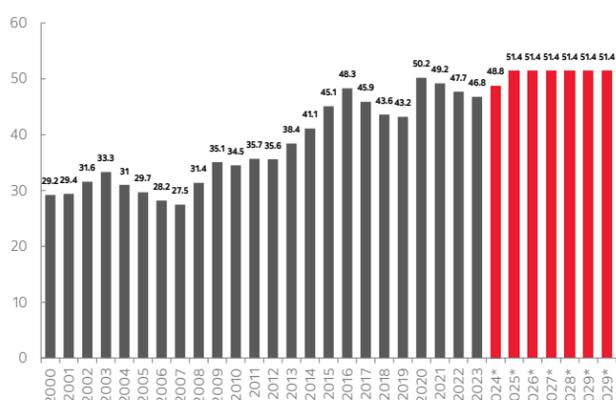
En resumen, el paquete económico 2025, dejó algunas dudas en cuanto a los supuestos macroeconómicos, así como en cuanto a las consecuencias de los fuertes recortes del gasto en sectores claves. Se ve poco probable que los Requerimientos Financieros del Sector Público finalicen el año en un déficit de 3.9% del PIB, ante una desaceleración en el consumo, menores remesas, y menor inversión, lo cual resultará en un menor crecimiento al anticipado por la SHCP. Lo anterior, impactará de forma negativa la relación deuda como proporción del PIB, poniendo presión a la sostenibilidad de esta, lo cual podría reflejarse en una reducción de la calificación crediticia de la deuda soberana, aumentando el costo de esta. En este sentido, será de suma importancia seguir de cerca la evolución del programa económico y estar atento a las posibles revisiones durante la publicación de los pre-criterios generales de política económica 2026, publicados en abril 2025.

**Gráfica 5. Requerimientos Financieros de Sector Público como % del PIB**



Años posteriores a 2023 representando estimaciones de SHCP.  
Fuente: Estudios Económicos Scotiabank, SHCP

**Gráfica 6. SHRFSP como % del PIB**



Años posteriores a 2023 representando estimaciones de SHCP.  
Fuente: Estudios Económicos Scotiabank, SHCP.

Publicación de Estudios Económicos México de Scotiabank – [Eduardo Suárez Mogollón](#); [Rodolfo Mitchell Cervera](#), [Miguel Angel Saldaña Blanco](#), [Brian Pérez Gutiérrez](#), [Cynthia Hernández González](#)

Visita nuestra [página](#) o [contáctanos](#).

**Scotiabank.**

Este documento, elaborado por la Dirección de Estudios Económicos, y dirigido exclusivamente a personas que radican en el territorio mexicano, es publicado con la única intención de proporcionar información y análisis con base en las fuentes que se consideran fidedignas y que, sin embargo, no garantizan su veracidad. Las opiniones, estimaciones y proyecciones contenidas aquí reflejan el punto de vista personal de los economistas y analistas de Scotiabank Inverlat señalados en el presente documento, no el de un área de negocio en particular y no necesariamente una opinión institucional. Dichas opiniones pueden modificarse de acuerdo con los cambios en las condiciones económicas, políticas y sociales, y no deben ser consideradas como una declaración unilateral de la voluntad, ni ser interpretadas como una oferta, sugerencia o invitación para comprar o vender valor alguno, o como una oferta, invitación o sugerencia para contratar los servicios de Scotiabank Inverlat. Asimismo, el presente análisis no puede ser entendido como una Asesoría de Inversiones ya que no constituye en forma alguna, una recomendación personalizada a quien lo recibe, por lo que la decisión de inversión sobre alguna o algunas emisoras(s) mencionada(s) en el presente análisis es responsabilidad exclusiva del cliente en función de su perfil de inversión. Este documento es de libre distribución de acuerdo a "Prácticas de Venta". La compensación de los analistas que elaboraron el documento depende, entre otros factores, de la rentabilidad y la utilidad generada por todas las áreas de Scotiabank Inverlat, pero no por un negocio o área de negocio en particular. La compensación de los analistas no se relaciona con una recomendación en particular; la compensación, entre otros factores, depende de la a seriedad de las estimaciones y recomendaciones contenidas en este documento. Los analistas no reciben compensación alguna por parte de las emisoras de los valores que se describen en este reporte. Asimismo, los analistas no percibieron compensación alguna de personas distintas al Grupo Financiero Scotiabank Inverlat o de sus subsidiarias y/o afiliadas con respecto a la elaboración de este reporte. Alguna de las empresas del Grupo Financiero Scotiabank Inverlat puede realizar inversiones por cuenta propia en los valores descritos en este reporte. Scotiabank Inverlat o alguna otra empresa del Grupo pueden tener alguna relación de negocios con las emisoras de los valores contenidos en este reporte (agente colocador, agente estructurador, representante común, asesor financiero, servicios financieros, etc.). La Dirección de Estudios Económicos es un área independiente de las áreas de negocio, incluyendo el área de Operaciones y de Banca de Inversión y, no recibe remuneración, directriz, o de cualquier forma, influencia alguna por parte de las áreas de negocio que pueda afectar en cualquier sentido las opiniones contenidas en este documento. Este documento no puede fotocoparse, ser utilizado por cualquier medio electrónico o bien ser reproducido por algún otro medio o método en forma parcial o total; tampoco puede ser citado o divulgado sin la previa autorización de la Dirección de Estudios Económicos de Grupo Financiero Scotiabank Inverlat, S.A. de C.V. Los servicios de Scotia Inverlat Casa de Bolsa no están disponibles para personas en los Estados Unidos de América, salvo Inversionistas Institucionales Mayores (Major Institutional Investors) o Corredores Registrados (Registered Broker Dealers).