

## Perspectivas para las materias primas (T2 2018)

### EL PETRÓLEO AL ALZA, LOS FACTORES GEOPOLÍTICOS ADQUIEREN PROTAGONISMO

\*\*Contenido tomado de nuestro informe trimestral recién publicado [Panorama Global de Scotiabank](#) (p. 52–54).

- Las materias primas están aprovechando el viento de cola del fuerte crecimiento económico y la demanda industrial robusta de insumos (gráfico 1).
- Las perspectivas para el petróleo han mejorado y ahora se espera que el crudo WTI cierre el año 2018 en un promedio de \$65/bbl y luego suba a un promedio de \$68/bbl en 2019, aproximadamente un 15% más que el nivel que habíamos previsto en el mes de enero.
- Los metales base deberían seguir gozando del entorno más favorable (con excepción del mercado petrolero), gracias a la demanda sólida y una oferta minera cada vez más apretada.
- Los productos básicos a granel posiblemente se debilitarán como consecuencia de la desaceleración del mercado de la construcción en China, mientras que el oro se mantiene en un rango estrecho, atrapado entre el aumento de las tasas de interés y la depreciación del dólar estadounidense.

### EL MERCADO DE PETRÓLEO LUCE CADA VEZ MÁS APRETADO Y EL WTI PODRÍA SUPERAR LOS \$70 A PRINCIPIOS DE 2019

El mercado petrolero sigue estrechándose. Según los pronósticos más recientes, el crudo WTI se situará en un promedio de \$65/bbl en 2018 (en comparación con nuestra previsión de \$57 del mes de enero) y de \$68/bbl en 2019 (anteriormente \$60/bbl), mientras que el Brent conservará su prima de \$5/bbl frente al marcador norteamericano. Incluimos ahora también nuestras previsiones para el crudo Western Canadian Select (WCS), cuyo descuento frente al WTI se ampliará en 2018 y 2019 a \$22/bbl y \$20/bbl, respectivamente, debido a la falta de capacidad de distribución en la red de oleoductos. En adelante, el equilibrio entre la oferta y demanda mundial de petróleo se restringirá cada vez más, al punto que prevemos un déficit de la oferta hasta finales de 2019 (gráfico 2), en vista de la demanda global sólida y una mayor limitación de la oferta de la OPEP+, factores que contrarrestarán el crecimiento fuerte de la producción estadounidense. Cabe destacar que, si bien nuestra previsión sobre el precio del crudo a corto plazo ha subido en un 15%, no hemos modificado la proyección a largo plazo, que se mantiene en \$65/bbl para el WTI. De hecho, se espera que el precio vaya disminuyendo gradualmente después de llegar a un máximo a principios de 2019, pues la oferta estará cada vez más accesible y disponible. Mientras tanto, la estrechez actual del mercado físico se está agravando con el incremento de los riesgos por el lado de la oferta, como la posible anulación del acuerdo nuclear de Irán y la inestabilidad que están provocando las sanciones en Venezuela.

### Los esquistos de Estados Unidos: la principal fuente de crecimiento de la oferta global en adelante (y por mucho)

Todo indica que Estados Unidos será la única gran fuente de crecimiento de la oferta petrolera global en 2018–19. Frente al aumento sólido de la demanda mundial de petróleo que se prevé para los próximos dos años, de 1.5–1.7 MMbpd en términos interanuales, los productores estadounidenses de hidrocarburos de esquistos responderán bombeando unos 1.3 MMbpd más durante 2018–2019 (en términos interanuales), un crecimiento casi récord con respecto a casi todas las comparaciones históricas. Aunque este ritmo frenético de expansión deja muy poco espacio para que otros productores puedan colocar su oferta en el mercado, lo cierto es que la producción de prácticamente todas las demás regiones fuera de Estados Unidos, Canadá y la OPEP+ ha de estancarse o disminuir hasta el fin de nuestro horizonte de previsión.

Desde el inicio de 2018, Estados Unidos ha incrementado su producción de crudo en un promedio de 1.1 MMbpd de un año a otro. Si el WTI se mantiene en más de \$60/bbl, cabe

### CONTACTOS

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

Gráfico 1

#### La energía y los metales base impulsan las materias primas

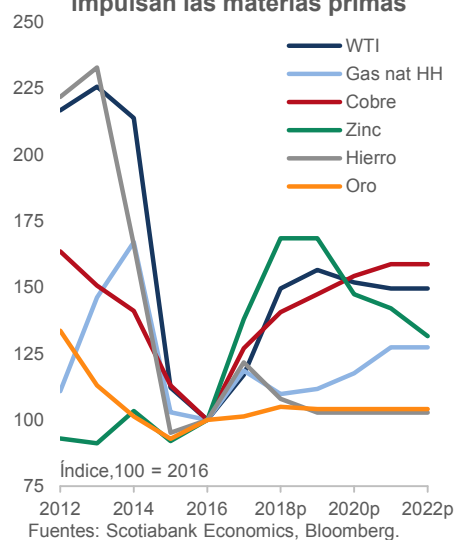
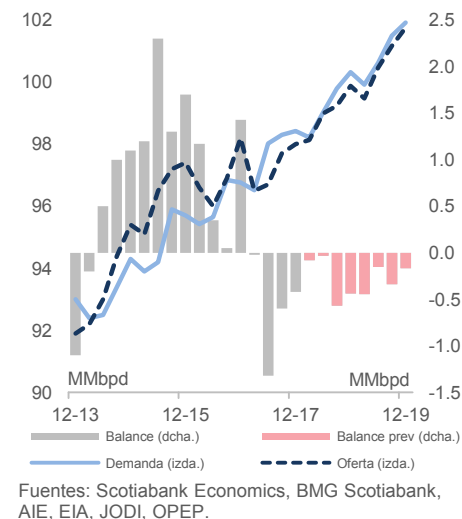


Gráfico 2

#### Oferta deficitaria de petróleo se mantendrá hasta fines de 2019



esperar que sigan aumentando las inversiones en la explotación de esquistos. Según una encuesta reciente de Dallas Federal Reserve, la mayoría de las regiones productoras de petróleo de roca compacta son actualmente rentables a un precio de \$47–\$55/bbl para el WTI, mucho menos del nivel que se anticipa para los precios en los próximos años. Sin embargo, el ritmo de crecimiento de la producción estadounidense dependerá en gran medida de la capacidad de toda la industria en sentido amplio y no solamente de las capacidades técnicas de los productores dedicados al área de la exploración y extracción. La demanda de mano de obra y de servicios como el bombeo a presión para los pozos, así como de los materiales necesarios (por ejemplo, la arena que se usa como agente apuntalante), ha incrementado el precio de los insumos y, con ello, los costos de producción. Aun cuando prevemos una inflación de costos moderada en el sector de los hidrocarburos de esquistos de Estados Unidos, se observan también señales tempranas que dan a entender que las estrategias de “valor sobre volumen” y “puesta en forma para los \$50” han resultado más poderosas y duraderas de lo que muchos temían: los estimados del flujo de caja de 2018 superan con creces el crecimiento previsto de los gastos de capital, porque el efectivo se está destinando a recompensar a los inversionistas o al pago de deudas.

El ritmo vertiginoso del crecimiento ha también consumido y saturado la capacidad regional de distribución hacia los centros de exportación, lo que ha tenido un impacto en los ingresos netos de ciertos productores y ha limitado el efecto del alza de los precios mundiales del crudo. La prueba más visible de esta presión sobre la infraestructura es el diferencial entre WTI y el Brent, que según nuestras previsiones fluctuará entre \$2–7/bbl a medida que la oferta satura periódicamente la capacidad de construcción de nuevos oleoductos entre el centro de Cushing, Oklahoma, y la costa estadounidense de Golfo de México, expansión que lleva ya cierto rezago. Estamos observando también descuentos entre el precio del WTI en Cushing y los contratos del WTI en Midland, lo que refleja mejor los precios de los que gozan realmente los productores de la prolífica cuenca Permian (gráfico 3) y será otro obstáculo más para un mayor crecimiento de la producción.

**La OPEP+ mantendrá su disciplina y suavizará gradualmente los límites de producción durante 2019**

El esfuerzo de la OPEP+ por acelerar el reequilibramiento del mercado petrolero mundial parece haber dado sus frutos, ya que los inventarios comerciales de la OCDE han caído rápidamente desde el inicio de los recortes conjuntos de la producción en enero de 2017. El cumplimiento del acuerdo ha sido impresionante desde el punto de vista histórico y el grupo ya está anunciando que prevé prolongarlo formalmente hasta mediados de 2019 como mínimo (actualmente está previsto que concluya en diciembre de este año). Los inventarios de la OCDE equivalen ahora en gran medida al nivel del promedio de cinco años, que la OPEP+ estableció como su principal parámetro de un mercado en equilibrio. Según se desprende de las comunicaciones actuales del grupo, los miembros estarían inclinados hacia una mayor restricción de la producción. Se han propuesto otros indicadores de un “mercado balanceado” para ajustarse al periodo de inventarios elevados de 2015–17, entre ellos, el promedio de siete años sin incluir el último periodo de sobreabundancia o el uso de un vínculo explícito con la demanda global (por ejemplo, los días de demanda).

Creemos que la OPEP+ mantendrá su actual disciplina de producción mucho más allá de 2019. Además, Riad y Moscú han estado dialogando públicamente sobre la posibilidad de prolongar el mecanismo de cooperación formal del grupo OPEP+ por un periodo de 10 a 20 años. Sin embargo, esta voluntad de cooperación no significa necesariamente que se mantendrán los límites actuales de producción: el crecimiento del consumo global en los próximos 18 meses superará el aumento de la producción no-OPEP+, lo que facilitará el relajamiento de los límites de bombeo de la OPEP+. Así pues, es probable que el número de barriles retirados del mercado baje a 0.9 MMbpd para finales de 2019, desde su nivel inicial de 1.8 MMbpd (gráfico 4).

**Se amplía el descuento del crudo canadiense por la capacidad insuficiente de la red de oleoductos**

Mientras los marcadores internacionales del precio del crudo continúan por su senda alcista, el descuento que sufre el Western Canadian Select (WCS) se ha ampliado significativamente por la falta de capacidad de la red de oleoductos (gráfico 5). Según nuestras previsiones, la demanda de capacidad de distribución será superior a la oferta hasta fines de la década y el descuento del WCS frente al WTI se mantendrá en \$22/bbl durante este año antes de reducirse levemente a \$20/bbl en 2019.

El desafío que enfrenta el sector petrolero del oeste canadiense se puede describir en forma más concreta como un forcejeo entre el aumento sostenido de la producción y la construcción rezagada y a ritmo entrecortado de nuevos oleoductos. En el transcurso del próximo año, varios proyectos han de acelerar su

Gráfico 3

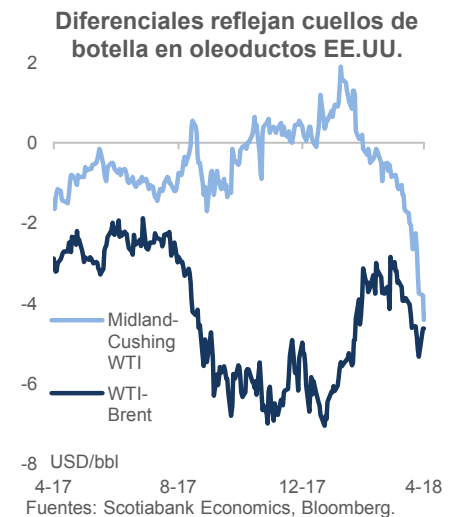
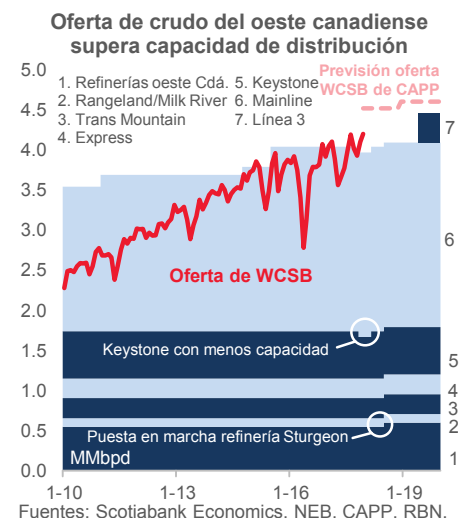


Gráfico 4



Gráfico 5



producción (Fort Hills y Horizon), lo que elevará la oferta canadiense en 200–300 kbpd (interanuales) durante 2018–19. La Línea 3 debería entrar en servicio en el segundo semestre de 2019, pero será necesario terminar el oleoducto Trans Mountain Expansion (TMX) o el oleoducto Keystone XL (probablemente a principios de la década de 2020) para que el descuento del WCS baje de su nivel actual artificialmente alto a menos de \$15/bbl, signo de una capacidad adecuada de la red de oleoductos. Para complicar el panorama a largo plazo, Kinder Morgan anunció recientemente que suspenderá toda inversión no esencial en el TMX hasta que se aclare el clima de negocios. Si el proyecto del TMX no ve la luz, toda la presión recaerá sobre el KXL, que se convertiría en el único oleoducto restante capaz de cubrir la demanda de distribución a principios de la próxima década. La situación dista de ser ideal y es un asunto de interés nacional que el TMX se construya cumpliendo el calendario establecido, es decir, a tiempo para evitar el déficit agudo de capacidad en 2021–22.

## LOS METALES Y MATERIALES SE VEN RESPALDADOS POR LA SÓLIDA DEMANDA INDUSTRIAL

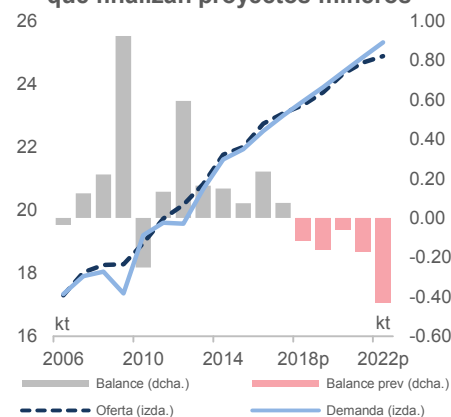
**Los metales industriales gozan de un viento de cola favorable, pues las fábricas del mundo entero están ávidas de insumos materiales para responder a la aceleración del crecimiento económico.** Dentro del universo de los metales en pleno auge generalizado, los metales base tendrán los mejores fundamentos, a medida que repunta la manufactura avanzada y la oferta minera se vuelve cada vez más apretada después de años de racionalización en la industria minera. Los productos básicos a granel, sostén de la industria siderúrgica mundial, gozan de episodios periódicos de fortalecimiento, pero deberían debilitarse gradualmente por la desaceleración de la producción de acero de China y la necesidad de racionalizar parte de la oferta minera de más alto costo (mineral de hierro chino). Por último, se espera que los metales preciosos se mantengan en un rango estrecho, limitados por el alza de las tasas de interés a nivel mundial, pero impulsados a la vez por el debilitamiento del dólar y el sentimiento de intensificación del riesgo en los mercados.

**El cobre finalmente ha bajado** de su máximo reciente de \$3.25/lb a cerca de \$3.00/lb, nivel que desde hace tiempo consideramos más acorde con los fundamentos actuales del mercado. Este año, y por primera vez desde 2010, los mercados del cobre deberían registrar un déficit de la oferta. Aunque creemos que se necesitarán más años de déficit para consumir los inventarios que no se transan en bolsa antes de que los precios puedan subir más, nuestras previsiones apuntan a una oferta deficitaria en cada uno de los próximos cinco años, escasez que seguirá en aumento a medida que se va agotando el suministro minero tras la finalización de los proyectos previstos (gráfico 6). El incremento reciente de los precios ha sido un factor atractivo que ha empujado un volumen adicional de metal hacia las bolsas mundiales y ha llevado los inventarios a su nivel más alto desde finales de 2013. Esto ha asustado a los inversionistas, con lo que las posiciones especulativas netas han caído a su nivel más bajo desde octubre de 2016, época en que justamente la mayor especulación empezaba a impulsar los precios. Esta racionalización del sentimiento alcista es un paso necesario para que el cobre pueda fortalecerse en forma mucho más sostenida durante los próximos años. **Según nuestras previsiones, los precios se ubicarán en un promedio de \$3.10/lb en 2018 y subirán a \$3.25 en 2019.**

**De todos los metales, el zinc es el que exhibe los fundamentos más sólidos.** En marzo de 2018, los costos de tratamiento estaban en el bajísimo nivel de \$19/t, signo de escasez aguda y continua de concentrados (gráfico 7). Ante las últimas entradas de suministros a los centros de almacenamiento de LME, algunos están dudando acerca de esta escasez, pero consideramos que estas entregas representan parte del volumen que estaba fuera de los grandes mercados y no un verdadero repunte de la oferta. **Según nuestras proyecciones, los precios del zinc se mantendrán en un promedio de \$1.60/lb durante 2018–19 antes de retroceder gradualmente a un precio de incentivo (a largo plazo) de \$1.00/lb a medida que llega la próxima oleada de suministros mineros, atraída por los mejores precios del metal desde la última oferta deficitaria de 2007.**

Gráfico 6

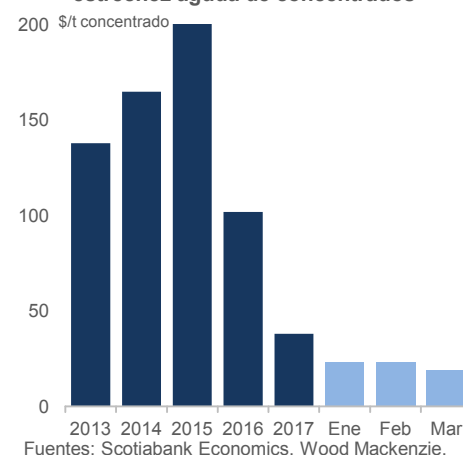
### Continuará déficit de cobre a medida que finalizan proyectos mineros



Fuentes: Scotiabank Economics, BMG Scotiabank, Wood Mackenzie.

Gráfico 7

### Costos de tratamiento de zinc apuntan a estrechez aguda de concentrados



Fuentes: Scotiabank Economics, Wood Mackenzie.

Tabla 1

Materias primas	2000–2016			Promedio Anual			
	Bajo	Prom.	Alto	2016	2017	2018p	2019p
Petróleo WTI (US\$/barril)	17	63	145	43	51	65	68
Petróleo Brent (US\$/barril)	18	66	146	45	55	70	73
WCS - WTI Discount* (USD/bbl)	-43	-17	-6	-14	-13	-22	-20
Gas natural Nymex (US\$/millones de btu)	1.64	4.94	15.38	2.55	3.02	2.80	2.85
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	1.60	1.60
Níquel (US\$/libra)	2.00	7.26	24.58	4.36	4.72	6.00	6.50
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	182	160
Oro, London PM Fix (US\$/onza)	256	869	1,895	1,251	1,257	1,310	1,300

\* 2008–16 promedio.

Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.

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.