

El aumento del descuento del WCS es favorable para el transporte de petróleo por tren

- El descuento que sufre el crudo Western Canadian Select (WCS) con respecto al WTI ha vuelto a subir y se ubica ahora en \$19/bbl, lo que finalmente refleja el costo del indispensable transporte ferroviario. Según nuestras proyecciones, el diferencial aumentará a poco más de \$20 el próximo año.
- Otra fuga de crudo y la resultante suspensión del servicio en el oleoducto Keystone demuestran la importancia y el valor del transporte flexible por tren. El oleoducto transportaba casi 600 kbpd de crudo (en su mayoría pesado) al momento del derrame y hasta ahora no se sabe cuándo se reanudará el servicio.
- El último presupuesto del gobierno de la provincia de Alberta dio más detalles sobre una de las promesas de la campaña electoral: la transferencia al sector privado de los contratos de transporte ferroviario de petróleo que firmó el gobierno anterior. Sin embargo, falta aún por ver cuándo se reflejará realmente esta capacidad en las cifras de exportación de crudo por tren.
- La invitación que extendió la OPEP a Brasil para unirse al cartel refleja tanto el aumento prometedor de la producción de este país como la posición más débil del grupo en un mercado dominado por la producción de hidrocarburos de esquistos de Estados Unidos.

Todo parece indicar que el descuento del WCS, que se ubica actualmente en \$19/bbl con respecto al WTI, se mantendrá en una senda alcista, después de pasar la mayor parte del año 2019 en menos de \$12–13/bbl una vez que Alberta comenzó su programa de recortes de la producción de petróleo el pasado mes de enero. Normalmente un descuento menor sería una noticia que celebrar, pero en este caso el diferencial ha reflejado una estrechez artificial del mercado y ha perjudicado el rendimiento económico del necesario servicio de transporte ferroviario de petróleo, que apenas ha resultado rentable. Por lo general, se necesita que el descuento esté entre \$15–20 por barril para que el transporte por tren sea rentable (en comparación con \$10–13/bbl para un despacho similar por oleoducto). El diferencial debe ser aún más elevado para justificar la inversión de capital en la necesaria expansión de capacidad que daría cabida a la producción de Alberta sin estar sujeta a ningún recorte, así como al crecimiento posible de esa producción hasta que los oleoductos adicionales entren en servicio.

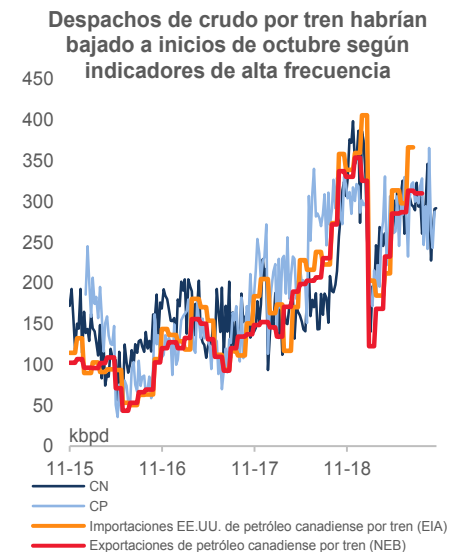
Otro valor del transporte ferroviario de petróleo radica en su flexibilidad como opción. Se puede utilizar como método de último recurso (razonable) antes de que el crudo quede realmente bloqueado sin opción de salida y los diferenciales se disparen. El valor de la capacidad ferroviaria (o mejor dicho, la falta de suficiente capacidad de este tipo) quedó claramente demostrado a finales de 2017 cuando un derrame en el oleoducto Keystone provocó la suspensión inmediata del servicio y la reducción de su capacidad por varios meses, lo que hizo que cientos de miles de barriles de crudo pesado se fueran acumulando en los tanques de almacenamiento de Alberta. El desafío que plantea este tipo de fallas en los oleoductos es que son, por naturaleza, imprevisibles e impredecibles, y difíciles de compensar en un sistema de distribución y transporte tan apretado e insuficiente como el del oeste de Canadá. **Esta realidad ha vuelto a ponerse en evidencia con la nueva fuga e interrupción del servicio que se produjo en el oleoducto Keystone en la noche del 30 de octubre y que aún no se ha resuelto.**

Las exportaciones de petróleo por tren llegaron a un máximo récord de más de 350 kbpd en diciembre de 2018, pero incluso esta marca impresionante no fue suficiente para evitar la rápida saturación de los tanques de almacenamiento, a plena capacidad. El programa de recortes de la producción buscó aliviar estas limitaciones de la red de transporte al permitir que el gran exceso de inventarios fuera consumiéndose antes de seguir acumulando más y más barriles. La reducción del suministro de 325 kbpd en enero alivió parte del cuello de

CONTACTOS

Rory Johnston, Economista – Materias Primas
416.862.3908
Scotiabank Economics
rory.johnston@scotiabank.com

Gráfico 1



Fuentes: Scotiabank Economics, NEB, EIA, CN, CP.
Nota: Los volúmenes de CN/CP corresponden al total de envíos, menos 300 kbpd de ajustes por demanda estructural.

Índice Scotiabank de Precios de Materias Primas

Septiembre 2019	(variación %)		
	M/M	A/A	Acum
Todas las materias*	1.5	1.2	-4.0
Industriales	1.7	1.6	-3.7
Petróleo y gas	3.6	3.7	-3.0
Metales y minerales	0.5	9.3	2.8
Productos forestales	1.0	-13.4	-14.7
Agropecuarias	0.1	-0.7	-5.7
Enero 2007 = 100			
2019			
	sep	ago	Prom acum
Todas las materias	112.4	110.8	114.6
Industriales	110.4	108.5	112.5
Petróleo y gas	87.9	84.8	91.0
Metales y minerales	127.6	127.0	127.0
Productos forestales	136.1	134.8	141.1
Agropecuarias	123.5	123.4	126.5

* Ponderaciones: petróleo y gas (39.9%), metales y minerales (30.1%), productos forestales (14.7%), productos agropecuarios (15.3%); notas técnicas detalladas en la página 6.

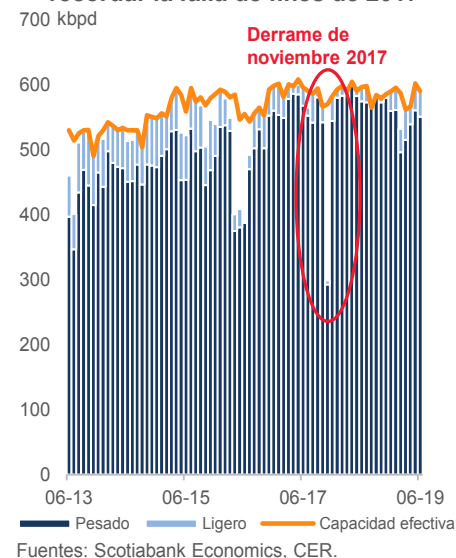
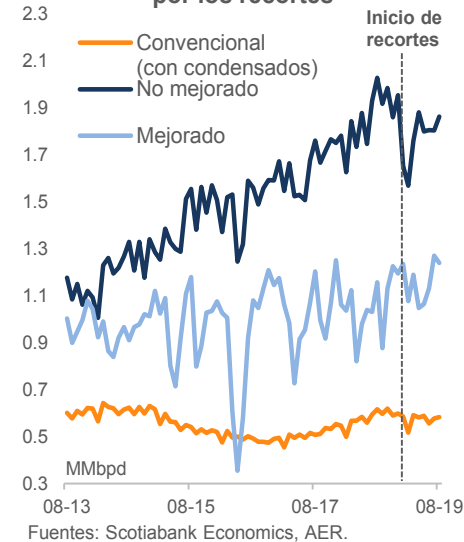
botella y liberó capacidad ferroviaria para consumir el excedente de inventario acumulado. Lamentablemente, esos primeros recortes terminaron siendo demasiado fuertes y abruptos, quizás debido a ciertos tropiezos en la liberación de los inventarios al ritmo necesario, con lo que el mercado de petróleo del oeste de Canadá se volvió excesivamente apretado y los diferenciales WCS-WTI cayeron a menos de \$10/bbl. Esto dejó los vagones de tren inutilizados en las terminales ferroviarias, sin cargamentos que despachar.

De hecho, los despachos de petróleo por tren se desplomaron a cerca de 130 kbpd en febrero para luego remontar a aproximadamente 300 kbpd, donde se han mantenido desde el mes de mayo, según datos del recién rebautizado Canada Energy Regulator (anteriormente el National Energy Board). El volumen de petróleo transportado por tren debe aumentar a la par que se va suavizando el programa de recortes, pero unos diferenciales artificialmente apretados están distorsionando las señales naturales de los precios. Los datos semanales de alta frecuencia de los transportistas CP y CN apuntarían incluso a una posible disminución de los envíos a principios de octubre (gráfico 1), justo ahora que el sector petrolero del oeste canadiense necesita que aumenten los despachos.

Debido a la estrechez evidente que ocasionó el programa de recortes, el gobierno de la provincia de Alberta decidió incrementar el tope de producción en 75 kbpd en el mes de febrero, frente al nivel inicial de 5.56 MMbpd. La cuota de producción fue subiendo en 25 kbpd por mes (excepto en julio) entre abril y octubre, mientras que en noviembre y diciembre se prevén incrementos menores para llevar la producción total a 5.81 MMbpd. Como resultado, para fin de año, los recortes se habrían moderado a 250 kbpd, en comparación con las primeras limitaciones que ascendían a 325 kbpd. Estamos entrando en la parte más delicada del proceso de relajamiento, porque cada incremento progresivo de la producción puede empujar nuevamente al mercado petrolero del oeste de Canadá hacia una situación de déficit de transporte. Como ocurre con muchas otras cosas, un pequeño déficit de transporte es buen signo (si transmite señales estables a los precios) en este contexto difícil, en el que un déficit de transporte demasiado grande puede provocar otra vez un alza brusca de los diferenciales, como a finales de 2018. A medida que la tendencia de consumo de los inventarios se invierta y las existencias vuelvan a aumentar, el diferencial del crudo canadiense se ampliará también, lo cual indicará a su debido momento que la capacidad de los oleoductos no es suficiente y que se necesitan servicios ferroviarios adicionales. Hasta ahora, la evolución de los inventarios ha sido favorable: durante los últimos seis meses, el nivel de existencias se ha reducido en casi 10 millones de barriles, para ubicarse en 65 millones de barriles al mes de agosto. Sin embargo, conviene recordar que la falla del oleoducto Keystone de noviembre de 2017 provocó una acumulación inicial de unos 8 millones de barriles de crudo (gráfico 2), lo que bastaría para deshacer gran parte del camino andado hasta el momento en cuanto al consumo de los inventarios gracias al programa de recortes, en caso de que la falla actual dure semanas y no días.

Los recortes han afectado de manera desproporcionada la oferta de bitumen no mejorado proveniente de las arenas petrolíferas (gráfico 3), que suele mezclarse con condensados más ligeros y se comercializa en el mercado como WCS. Los productores tradicionales que extraen toda una variedad de grados de crudo de las arenas petrolíferas operan generalmente empresas mucho más pequeñas que las operaciones de los productores de bitumen y han sido eximidos de la política de recortes de la provincia. La oferta de crudo sintético (es decir, mejorado) se ha mostrado también resiliente, porque los operadores de las plantas mejoradoras suelen tener una producción no procesada de menor valor, que se puede reducir para cumplir las exigencias del programa de recortes.

Pensamos que la provincia mantendrá al menos parte del programa de recortes (50–75 kbpd vs. 100 kbpd para finales de 2019) hasta que el oleoducto Line 3 entre en servicio a finales de 2020. El gobierno de Alberta, encabezado ahora por el llamado Partido Conservador Unido (UCP), dio más detalles sobre los contratos de transporte de petróleo por tren que firmó el gobierno anterior y que el nuevo primer ministro de la provincia, Jason Kenney, prometió transferir al sector privado. De hecho, el presupuesto del gobierno incluyó una provisión de \$1,500 millones destinada a “liberar” a los contribuyentes de Alberta de la obligación de financiar los contratos con sus impuestos, aunque en la mayoría de los comentarios públicos se ha indicado que esta cifra es un tope y que el monto de la cesión de contratos se situará posiblemente en el rango de \$800–900 millones. Según las autoridades, esta provisión compensaría la pérdida de \$1,800 millones que se prevé en el programa (ingresos de \$8,800 millones a un costo de

Gráfico 2
Cierre del oleoducto Keystone hace recordar la falla de fines de 2017

Gráfico 3
Producción de bitumen no mejorado es la más afectada por los recortes


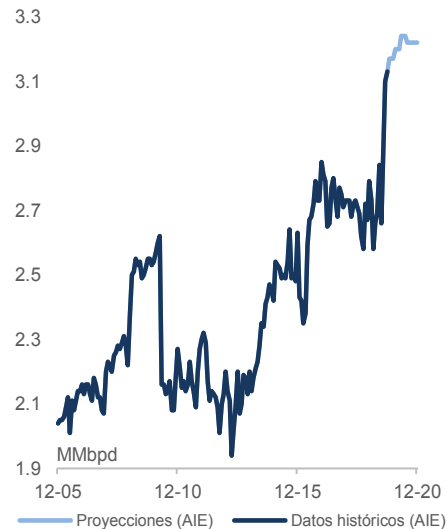
\$10,600 millones), cosa que se busca evitar con esta iniciativa. Como sucede con gran parte del programa de transporte ferroviario desde su creación, es difícil confirmar y justificar completamente estos estimados, pero sí podemos decir que en los últimos 4-5 meses el programa habría estado operando con pérdidas si se hubiera aplicado por completo, en vista de los diferenciales muy reducidos que predominaron en el mercado, como se mencionó anteriormente.

LA ATRIBULADA OPEP INVITA A UN NUEVO MIEMBRO

Arabia Saudita invitó a Brasil a incorporarse a la OPEP, un gesto que puede interpretarse como señal tanto del aumento de la producción de este último país como de la posición debilitada del cartel en un mercado dominado por el crecimiento de la producción de hidrocarburos de esquistos de Estados Unidos. El presidente de Brasil, Jair Bolsonaro, ha dado su apoyo a la propuesta que, si se concreta, colocaría a Brasil como el tercer productor en importancia de la OPEP, después de Arabia Saudita e Irak. La producción brasileña ha aumentado de casi 2 MMbpd en 2013 a más de 3.1 MMbpd para el mes de septiembre (gráfico 4), principalmente por la expansión de las operaciones en los prolíficos yacimientos presal de la costa. Además, el tipo de petróleo que se está produciendo es casi tan importante como el volumen, dado que los barriles que se extraen del yacimiento Lula en particular son de crudo dulce mediano, un grado muy valioso en el mercado actual cada vez más orientado al diésel. Falta aún por ver si: 1) Brasil aceptará la oferta y se unirá al cartel de productores; y 2) si el empujón político de incorporarse a la OPEP compensará la incongruencia natural de esta unión, considerando que Brasil espera poder seguir incrementando su producción.

Gráfico 4

Producción de petróleo de Brasil aumenta gracias al presal



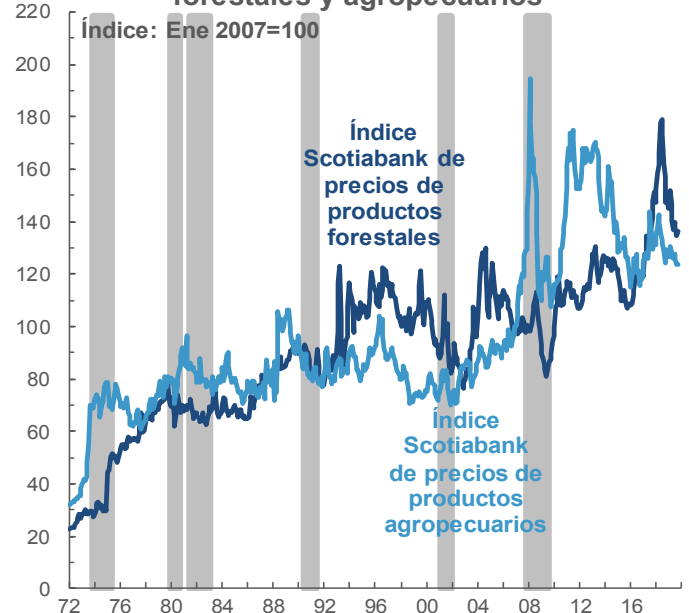
Previsiones sobre los precios		2000–2018			2019 acum	2019P	2020P	2021P
		Mín	Prom periodo	Máx				
Petróleo y gas								
Petróleo crudo								
West Texas Intermediate	USD/bbl	17.45	62.20	145.29	56.76	57	55	62
North Sea Brent Blend	USD/bbl	17.68	65.29	146.08	64.21	64	59	65
Descuento* WCS - WTI	USD/bbl	-50.00	-17.35	-5.50	-12.34	-13	-19	-24
Gas natural								
Nymex Henry Hub	USD/MMBtu	1.64	4.74	15.38	2.54	2.61	2.64	2.75
Metales y minerales								
Metales base								
Cobre	USD/lb	0.60	2.41	4.60	2.73	2.70	2.75	3.00
Níquel	USD/lb	2.00	7.06	24.58	6.27	6.50	7.50	8.00
Zinc	USD/lb	0.33	0.87	2.10	1.17	1.15	1.08	1.05
Aluminio	USD/lb	0.56	0.87	1.49	0.81	0.90	0.90	0.90
Productos básicos a granel								
Mineral de hierro	USD/t	39	101	194	95	90	72	65
Carbón metalúrgico	USD/t	39	135	330	185	184	150	150
Metales preciosos								
Oro	USD/toz	256	910	1,895	1,377	1,400	1,550	1,475

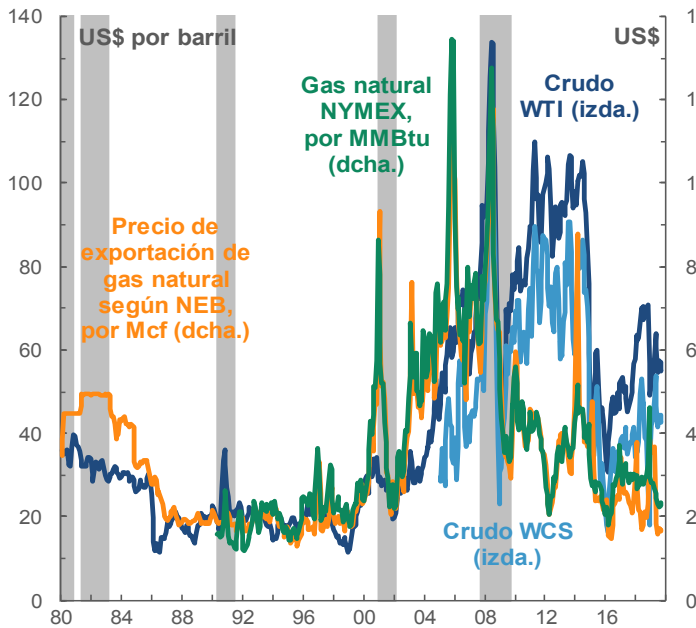
* Promedio 2008-17.

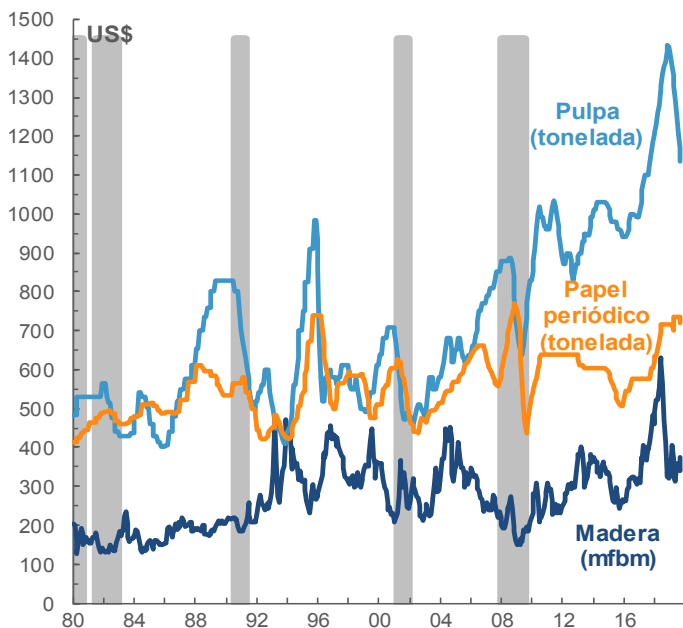
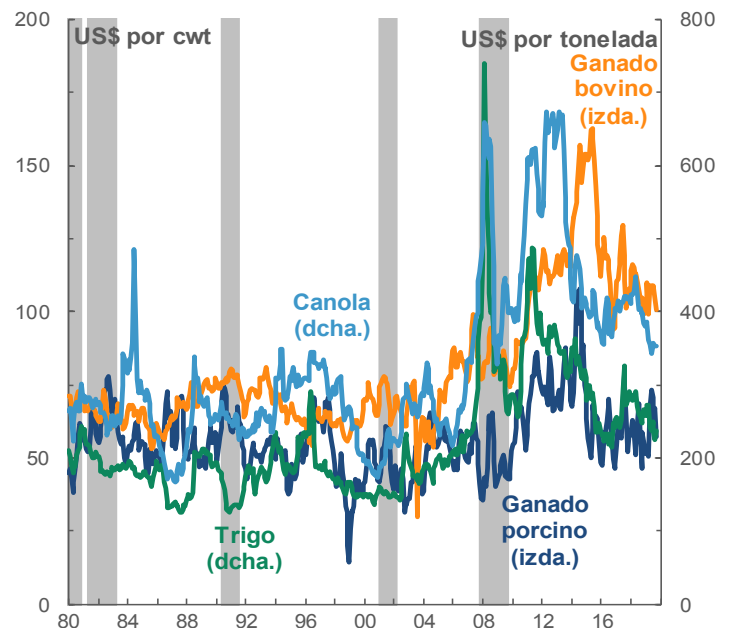
Índice Scotiabank de Precios de Materias Primas

Dólar canadiense vs. precios de materias primas

Índices Scotiabank de petróleo y gas y metales y minerales

Índices Scotiabank de productos forestales y agropecuarios


Precios del petróleo y gas

Precios de los metales

Precios de productos forestales

Precios de productos agropecuarios


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

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

Se incluyen los siguientes precios:

PETRÓLEO Y GAS

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

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

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

METALES Y MINERALES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

PRODUCTOS FORESTALES

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

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

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

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

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

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

PRODUCTOS AGROPECUARIOS

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

Cebada (US\$ por tonelada): precio al contado global de Saskatchewan; serie de datos históricos N° 1 en Lethbridge, Alberta.

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

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

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

Índice Scotiabank de Precios de Materias Primas:
Componentes y ponderaciones

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

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.

TM 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.