

## Perspectivas para las materias primas (T2 2019)

\*\*Contenido tomado de nuestro informe trimestral recién publicado [Panorama Global de Scotiabank](#) (p. 46-49).

- El crecimiento saludable de la economía global está creando condiciones sólidas para la demanda de materias primas hasta 2020, permitiendo así que los fundamentos retomen y redefinan las trayectorias específicas de los precios en los próximos años (gráfico 1).
- Ahora que la tendencia bajista en la que cayeron los activos de mayor riesgo a finales de 2018 se ha revertido durante el primer trimestre de este año, la mayoría de las materias primas (petróleo, cobre, oro) deberían cotizarse en torno a los niveles actuales por el resto de 2019.
- Los acontecimientos recientes y ciertas decisiones políticas nos obligan a modificar levemente las perspectivas tanto para el crudo Western Canadian Select (WCS), debido a las dificultades del plan de recortes de la producción del gobierno de Alberta, como para el mineral de hierro, tras las restricciones y controles más estrictos que se están aplicando a las represas de relaves en Brasil.

### LOS FUNDAMENTOS VOLVERÁN A SER EL FACTOR DETERMINANTE DE LAS MATERIAS PRIMAS A MEDIDA QUE EL PESIMISMO MACRO SE NORMALIZA

Los precios de las materias primas industriales repuntaron en el primer trimestre de 2019, mientras los mercados fueron dejando atrás el pesimismo y el sentimiento especulativo que hundieron los precios de las acciones y las materias primas en los últimos meses de 2018. Los contratos de petróleo y cobre han subido en 37% y 11%, respectivamente, desde los mínimos de finales de diciembre, y el S&P500, que también se desplomó en diciembre por el deterioro del sentimiento hacia los activos riesgosos, ha aumentado en 22%. Este repunte se ha producido a pesar de unos datos industriales relativamente débiles (por ejemplo, tres meses de contracción de la actividad manufacturera de China) y la disminución de los intercambios comerciales como consecuencia de la guerra comercial entre Estados Unidos y China (el volumen del comercio mundial cayó en 1.7% de un año a otro en diciembre, ver gráfico 2), lo que coloca a las materias primas, especialmente los metales como el cobre, en buena posición para ganar aún más terreno en 2019 si esas tendencias se normalizan. La recuperación actual de la economía global está avanzando en líneas generales conforme a la trayectoria que habíamos previsto anteriormente y, por lo tanto, hemos mantenido prácticamente sin variaciones nuestros pronósticos sobre las principales materias primas para este trimestre, a excepción de las modificaciones que hemos hecho en las perspectivas para el WCS y el mineral de hierro por la evolución de las políticas. Así pues, según nuestras previsiones, el precio del crudo WTI se situará en un promedio de \$59/bbl en 2019 (+\$1/bbl frente a nuestra previsión trimestral anterior) y \$61/bbl en 2020 (-\$1/bbl), el cobre se ubicará en un promedio de \$3.00/3.20 por libra en 2019/2020 (sin variaciones) y el oro se cotizará en un rango estrecho, en torno a \$1,300 por onza (sin variaciones).

### El crecimiento global es desigual, pero se inclina en gran medida hacia la dirección correcta.

Los indicadores de la actividad industrial difieren entre los grandes mercados: Estados Unidos exhibe una fortaleza continua, la actividad europea luce débil y las encuestas chinas finalmente muestran un repunte luego de tres meses consecutivos de contracción. Pese a este panorama heterogéneo, seguimos pensando que el crecimiento de la economía global está encauzado en una trayectoria sólida y que la desaceleración actual es un declive natural y posterior a un periodo de estímulos artificialmente altos. El elevado gasto fiscal que introdujeron las autoridades de Estados Unidos y China a finales de 2016 fue lo que propulsó todos los motores durante la aceleración global sincronizada de 2017 y el primer semestre de 2018. A partir de ese momento, la incertidumbre sobre la guerra comercial entre Estados Unidos y China, la política monetaria estadounidense y la caída fuerte que sufrieron los mercados accionarios a finales de 2018 fueron factores adversos que influyeron en el desempeño industrial mediocre del primer trimestre de 2019. Sin embargo, creemos que la actividad se recuperará en los próximos meses y que este repunte creará una demanda sostenida para los mercados de materias primas a largo plazo.

### CONTACTOS

Rory Johnston, Economista – Materias Primas  
 416.862.3908  
 Scotiabank Economics  
[rory.johnston@scotiabank.com](mailto:rory.johnston@scotiabank.com)

Gráfico 1  
**Tendencia alcista de las materias primas hasta 2020**

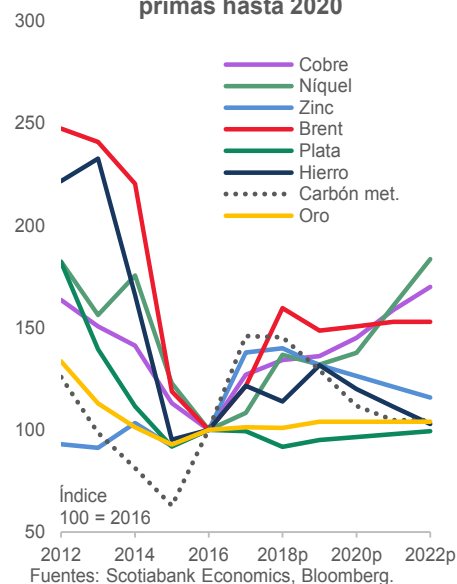


Gráfico 2  
**Producción industrial y comercio global en alza tras arranque débil**



**EL PETRÓLEO SE DISPARA POR LOS RECORTES DE LA OPEP, MIENTRAS EL SECTOR ESTADOUNIDENSE DE ESQUISTOS SE MODERA**

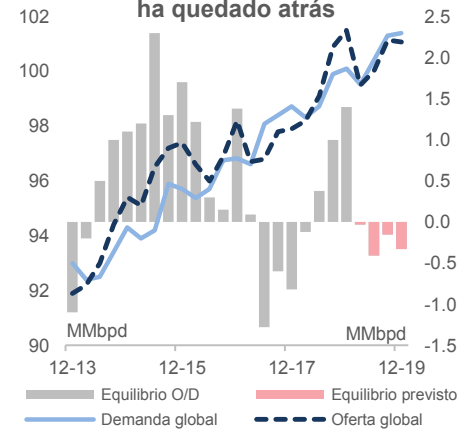
Los precios del crudo han rebotado a nivel mundial; tan es así que los contratos del WTI han subido en más de un tercio desde el cierre de 2018. El crecimiento de la demanda sigue siendo saludable, mientras la oferta se vuelve cada vez más apretada por la reducción considerable de la producción de la OPEP (voluntaria e involuntaria) y la moderación del ritmo del sector de hidrocarburos de esquistos en Estados Unidos. Según nuestros pronósticos, los mercados petroleros estarán en una situación de déficit leve durante el resto de 2019 (gráfico 3), lo que debería mantener los precios del WTI en alrededor de \$59/bbl en 2019 y \$61/bbl en 2020. Por su parte, el Brent ha de cotizarse con una prima de \$7–8/bbl frente al WTI durante el horizonte de previsión, debido a los continuos cuellos de botella que existen hacia las salidas a la costa estadounidense del golfo de México.

La demanda mundial de petróleo sigue aumentando con buen impulso y debería registrar un crecimiento interanual de 1.4 MMbpd en 2019, nada extraordinario o excepcional, pero lo suficientemente estable y sostenido para mantener el mercado en equilibrio hasta 2020. Las economías emergentes de Asia siguen impulsando este crecimiento; solo China y la India generarán más de la mitad del total. Más allá de la demanda total de crudo por parte de las refinerías de petróleo del mundo, los próximos años traerán cambios mucho más importantes para la demanda *relativa* de productos terminados, a medida que entren en vigor las nuevas normas sobre emisiones de la Organización Marítima Internacional (OMI 2020). Las nuevas regulaciones de la OMI reducirán el contenido de azufre permitido en el fueloil pesado que usa como combustible la flota mundial de aproximadamente 80,000 buques. Esto reducirá a su vez la demanda de combustible con alto contenido de azufre y estimulará la demanda de destilados intermedios (productos como el diésel o el gasóleo marino) que se consumen directamente o se mezclan con combustibles más tradicionales para disminuir el contenido de azufre de los combustibles de uso marino. Paradójicamente, este cambio incrementará la demanda de crudos pesados como el WCS, que se puede mezclar con crudos más livianos, entre ellos los que produce el sector de esquistos de Estados Unidos, para mejorar el rendimiento de los destilados intermedios en las refinerías de la costa estadounidense. En vista de la disminución de la oferta de crudo pesado procedente de Venezuela y México, este mercado más estrecho y ávido de crudos pesados ha resultado muy favorable para el precio del WCS, el principal crudo de referencia exportado por Canadá.

Mientras tanto, el crecimiento de la oferta mundial de petróleo se está desacelerando, después del avance excepcionalmente fuerte que tuvo a finales de 2018, a medida que la OPEP+ recorta la producción y el ritmo de expansión del sector de esquistos de Estados Unidos se suaviza. La producción de la OPEP+ cayó en los primeros meses de 2018, como resultado de los recortes organizados que se implementaron para defender los precios y la pérdida aguda e involuntaria del suministro venezolano (gráfico 4). Las dificultades de producción de la industria petrolera venezolana se agravaron considerablemente en marzo, cuando semanas de apagones eléctricos intermitentes afectaron los sistemas de producción y exportación petrolera del país, dejando además sin electricidad a la gran mayoría de la población. Los problemas del suministro eléctrico seguirán perturbando la producción, mezcla y exportación del crudo venezolano, ya que el gobierno no posee ni el capital ni la experiencia técnica necesaria para reparar realmente la red eléctrica del país. En el sector de esquistos de Estados Unidos, el crecimiento de la oferta sigue siendo el más alto del mundo (gráfico 5), pero el ritmo de avance se está suavizando, pues los productores deben alejarse de los pozos más óptimos y el número de taladros de perforación en los campos se ha estancado.

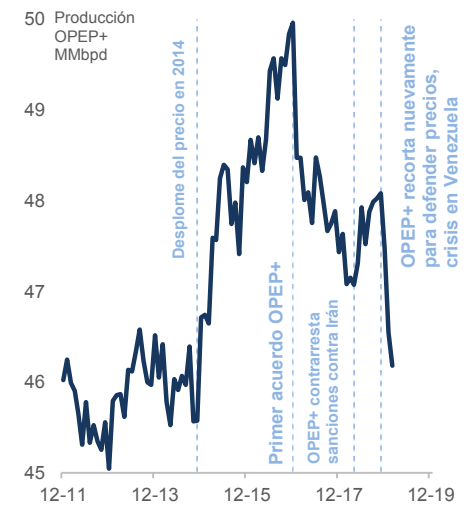
El petróleo del oeste de Canadá sigue cotizándose con un descuento anormalmente bajo frente al WTI de Estados Unidos: menos de \$10/bbl. Recordemos que este diferencial se disparó el otoño pasado a más de \$50/bbl y que el costo de equilibrio para el transporte ferroviario de petróleo oscila en torno a los \$15/bbl. Si bien este aumento del precio del crudo canadiense debería ser motivo de celebración, lamentablemente pensamos que el diferencial actual es artificialmente estrecho y una señal concreta de que se ha recortado un volumen demasiado alto de producción para el ritmo al cual los inventarios pueden consumirse en realidad. Un número muy bajo de barriles está compitiendo por la capacidad de exportación disponible, lo que ha

**Gráfico 3**  
**La sobreoferta temporal de petróleo ha quedado atrás**



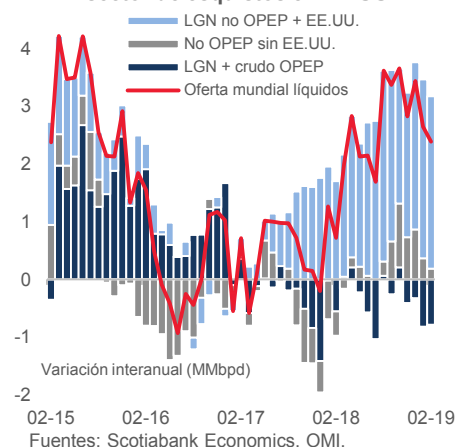
Fuentes: Scotiabank Economics, Scotiabank GBM, AIE, EIA, JODI, OPEP.

**Gráfico 4**  
**La OPEP+ recorta nuevamente la producción para defender los precios**



Fuentes: Scotiabank Economics, OPEP, OMI.

**Gráfico 5**  
**Disminuye oferta de petróleo por recortes OPEP+ y moderación del sector de esquistos en EE.UU.**



Fuentes: Scotiabank Economics, OMI.

elevado su precio (reduciendo con ello el descuento frente al WTI) y ha sacado del mercado gran parte de la recién adquirida capacidad de transporte ferroviario de petróleo. Los envíos de petróleo por tren disminuyeron en unos 30 kbpd en enero, tras los máximos récord de diciembre, y los datos de alta frecuencia de CN y CP Rail indican que los volúmenes continuaron cayendo continuamente en febrero antes de terminar estabilizándose (gráfico 6).

**La mala noticia es que la industria petrolera canadiense necesitará tantos vagones como pueda conseguir de aquí a finales de 2020**, sobre todo ahora que se ha postergado el inicio de la construcción del oleoducto Line 3 hasta la segunda mitad del próximo año. Aunque los diferenciales actuales entre el crudo liviano y pesado en la costa estadounidense del golfo de México dan a entender que el transporte ferroviario podría técnicamente resultar rentable con un descuento inferior a \$15/bbl respecto al WTI, cualquier brecha de menos de \$10/bbl sería inviable, de modo que los descuentos probablemente tendrán que superar el costo de equilibrio e instalarse bien dentro del rango de los \$15–20/bbl para que existan suficientes incentivos para la compra de vagones adicionales (gráfico 7). Con el ritmo previsto de crecimiento de la producción de las arenas petrolíferas, la demanda de transporte ferroviario podría llegar a los 500–600 kbpd para fines de 2020, antes del inicio del Line 3, muy por encima del récord de 355 kbpd de diciembre (ver aquí nuestro análisis detallado sobre el retraso del proyecto de este oleoducto). En respuesta a estos diferenciales inferiores a lo esperado, el gobierno de la provincia de Alberta anunció que incrementará el límite del programa de recortes de la producción cada mes, desde el inicio de la entrada en vigor de las restricciones, es decir, 75 kbpd de incremento en febrero-marzo y 25 kbpd en cada uno de los meses de abril, mayo y junio, para un relajamiento total de 150 kbpd durante el primer semestre de 2019, en comparación con el recorte original de 325 kbpd. Consideramos que este aumento de la capacidad de producción contribuirá a que el descuento del WCS regrese al punto óptimo de \$15–20/bbl para el transporte de petróleo por tren. Sin embargo, hemos modificado nuestro pronóstico de 2019 a fin de reflejar este estrechamiento anormal de la primera mitad del año. **Prevenimos ahora que el descuento del WCS será de un promedio de \$15/bbl en 2019 y \$21/bbl en 2020.**

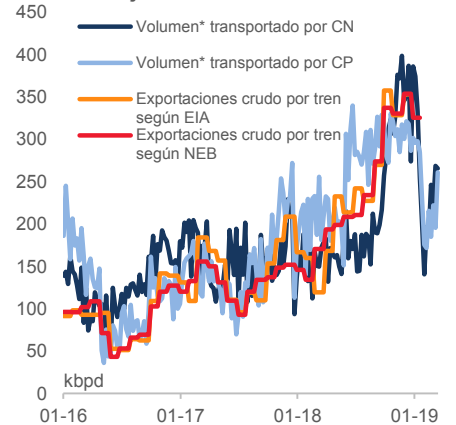
**METALES: LA DEBILIDAD DE CHINA QUEDA ATRÁS Y LOS FUNDAMENTOS RETOMAN EL CONTROL**

Los metales industriales se han liberado prácticamente por completo del pesimismo que afectó los precios en el segundo semestre de 2018. Se espera ahora que cada metal retome una tendencia más basada en sus fundamentos durante los próximos años. El precio de los metales base registró una caída desde el verano hasta finales del año pasado, en gran parte debido al sentimiento general negativo que se agravó con el primer fuerte ataque en la guerra arancelaria sin tregua que comenzaron a librar Estados Unidos y China. La desaparición gradual de este sentimiento permitirá que los precios de los metales vuelvan a estar definidos por su propia dinámica de oferta y demanda, creando así una divergencia entre los metales con mucho respaldo a largo plazo (ejemplo, el cobre) y aquellos en los que la fase más aguda de escasez por ahora ha quedado atrás (ejemplo, el zinc). Mantenemos los pronósticos para la mayoría de los metales en este trimestre, puesto que ya habíamos previsto una actividad económica global sostenida. Modificamos solo las perspectivas para el mineral de hierro, de manera de reflejar la pérdida prevista de la producción de Brasil después de los límites y controles más estrictos que se están imponiendo a las represas de relaves en el país.

Por su prominencia en el comercio global de materias primas, particularmente al ser la fuente de más del 50% de la demanda de la mayoría de los metales industriales, todos los ojos han estado puestos sobre China y el tema de las medidas de estímulo de Pekín. La actividad manufacturera pareció contraerse entre diciembre y febrero, pero los últimos datos de PMI muestran que retomó el crecimiento en marzo (gráfico 8). Aunque parte de este repunte se puede atribuir a factores estacionales, como el fin de las festividades del nuevo año lunar en febrero, el alza de las cifras de PMI es casi el doble del repliegue estacional típico.

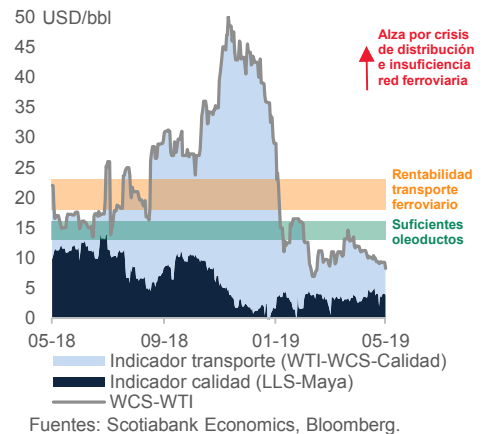
Las medidas moderadas de estímulo de Pekín han comenzado a dar sus frutos, pero las autoridades siguen destacando que esto no es como en 2008 o 2016, años en que el país recurrió a una inyección considerable de crédito para estimular la economía china y, a su vez, la economía global. Se ha hecho hincapié en que China no regresará a su antigua costumbre de alimentar los sectores tradicionales y muy orientados a la construcción. De cualquier forma, es

**Gráfico 6**  
Transporte ferroviario de crudo disminuyó en enero y posiblemente bajará aún más en febrero

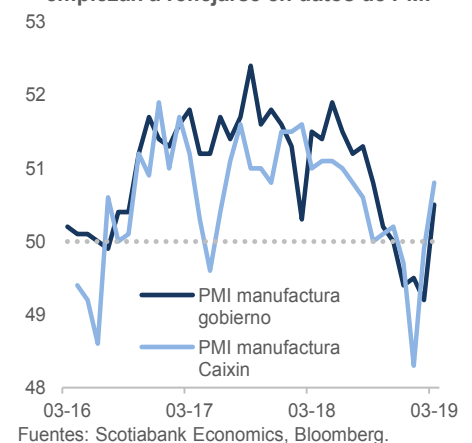


\*El volumen transportado por CN/CP se redujo en 300 kbpd debido a los ajustes por volumen estructural e intracuenca estimado. Fuentes: Scotiabank Economics, NEB, EIA, CP, CN.

**Gráfico 7**  
Diferencial del crudo canadiense es quizá todavía demasiado bajo para incentivar el necesario transporte por tren

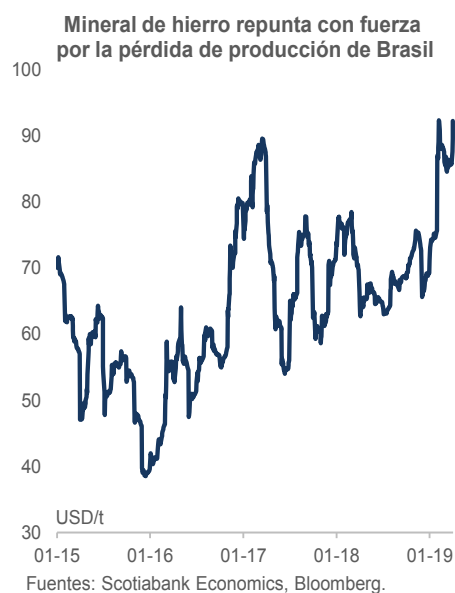


**Gráfico 8**  
Medidas de estímulo de China empiezan a reflejarse en datos de PMI



evidente que en esta fase específica de estímulos existe una fuerte tensión entre la tan reiterada meta de desendeudamiento y la necesidad política de estabilizar el crecimiento económico. A fines de 2018, un grupo de trabajo del gobierno chino estimó que las medidas ascenderían aproximadamente a RMB 1.2 billones, cifra que luego se revisó a casi RMB 2 billones. Esto da algo de respaldo a la idea de que el mecanismo de protección de Pekín, es decir, que China luchará contra toda debilidad de la demanda industrial global inyectando estímulos en su economía, sigue bien activo y listo para ser desplegado. Es probable que las autoridades chinas estén esperando a recibir más datos macroeconómicos en el segundo trimestre para ver qué tanto logró impulsar la economía esta primera ronda de estímulos, antes de intervenir con más medidas.

**Mientras los factores relacionados con la demanda siguen perdiendo peso en los mercados de los metales base, el mercado del mineral de hierro ha dado un giro radical: del tono circunspeto derivado del exceso de oferta y la caída de los precios se ha pasado a una fase de agitación e incertidumbre** tras la ruptura catastrófica de la represa de relaves de Brumadinho en Brasil el pasado mes de enero. Los contratos del mineral con 62% de contenido de hierro para el norte de China siguen estando elevados, en más de \$90 por tonelada, mientras que a finales de 2018 ni siquiera superaban los \$70/t. El nivel actual de los precios está muy por encima de nuestro pronóstico anterior de \$65/t para 2019–20 (gráfico 9). Se prevé que los ceses de operaciones que han ordenado los tribunales y organismos reguladores de Brasil reduzcan la producción de mineral de hierro de la compañía Vale en unos 75 Mt con respecto al estimado anterior de 400 Mt y un volumen total de comercio marítimo de aproximadamente 1,600 Mt. Es probable que otras minas brasileñas incrementen su producción y contrarresten así la caída de la oferta, puesto que la capacidad técnica de Vale es de casi 450 Mt, lo que teóricamente implica que existirían unos 50 Mt de capacidad extra. Aun así, **las perturbaciones y los costos del ajuste nos llevan a elevar nuestra previsión para el precio del mineral de hierro a \$77/t en 2019 y \$70/t en 2020.**

**Gráfico 9**

**Tabla 1**

Materias primas	2000–2017			Promedio Anual			
	Bajo	Prom.	Alto	2017	2018	2019p	2019p
Petróleo WTI (US\$/barril)	17	62	145	51	65	59	61
Petróleo Brent (US\$/barril)	18	65	146	55	72	67	68
WCS - WTI Discount* (USD/bbl)	-43	-16	-6	-13	-26	-15	-21
Gas natural Nymex (US\$/millones de btu)	1.64	4.83	15.38	3.02	3.07	2.90	2.80
Cobre (US\$/libra)	0.60	2.38	4.60	2.80	2.96	3.00	3.20
Zinc (US\$/libra)	0.33	0.84	2.10	1.31	1.33	1.25	1.20
Níquel (US\$/libra)	2.00	7.12	24.58	4.72	5.95	5.75	6.00
Aluminio (US\$/libra)	0.56	0.87	1.49	0.89	0.96	0.90	0.90
Mineral de hierro (US\$/tonelada)	27	108	302	72	70	77	70
Carbón metalúrgico (US\$/tonelada)	39	131	330	187	206	185	160
Oro, London PM Fix (US\$/onza)	256	890	1895	1,257	1,268	1,300	1,300
Plata, London PM Fix (US\$/onza)	4.07	14.80	48.70	17.05	15.71	16.00	17.00

\* 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.