

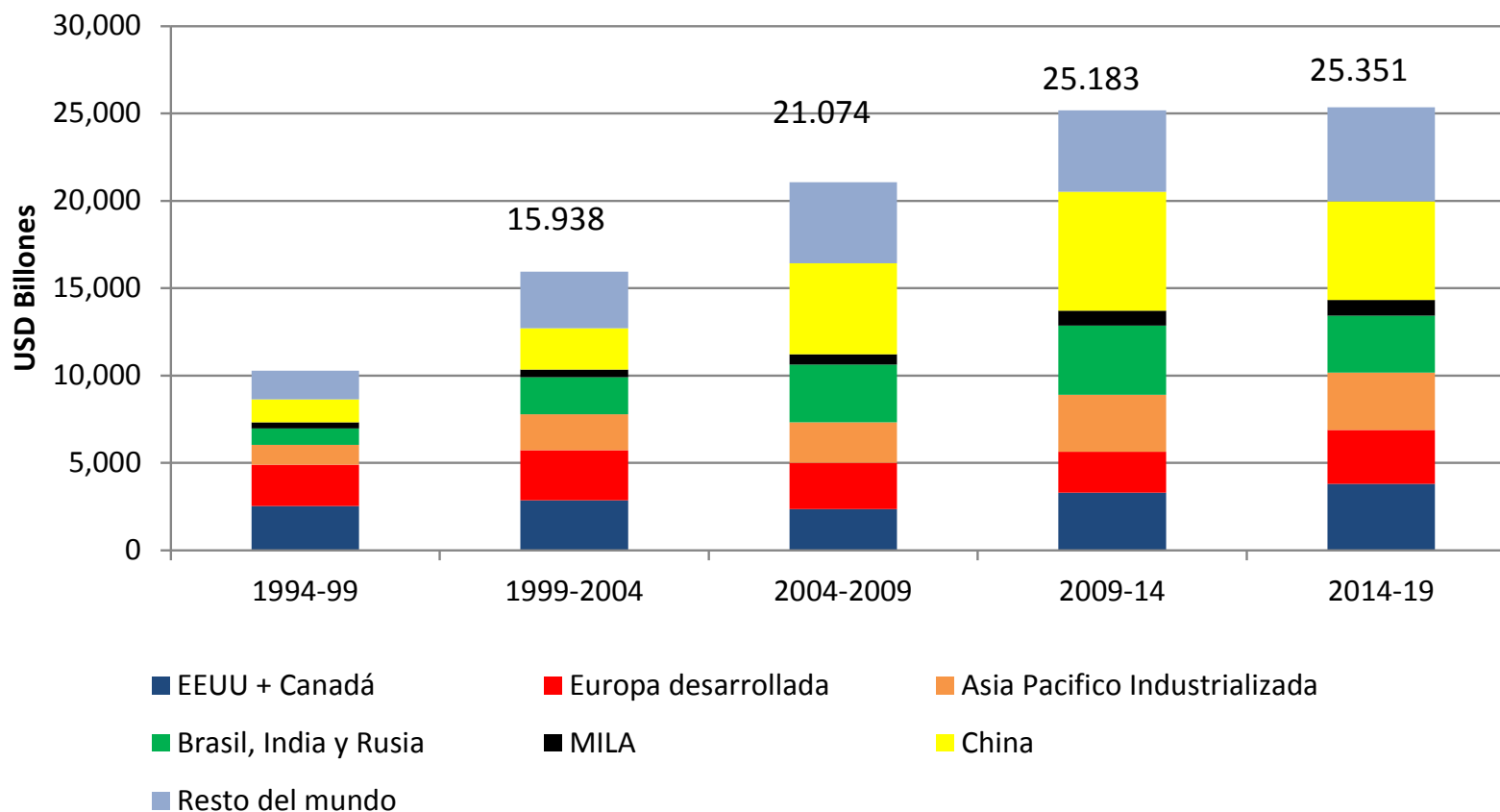
COMMODITIES Y MONEDAS: IMPACTO DE LA FRAGILIDAD FINANCIERA Y DE LA DESACELERACIÓN DE CHINA

Leonardo Suárez
Departamento de Estudios

Octubre 2015

Fuente : Larrain Vial y FMI

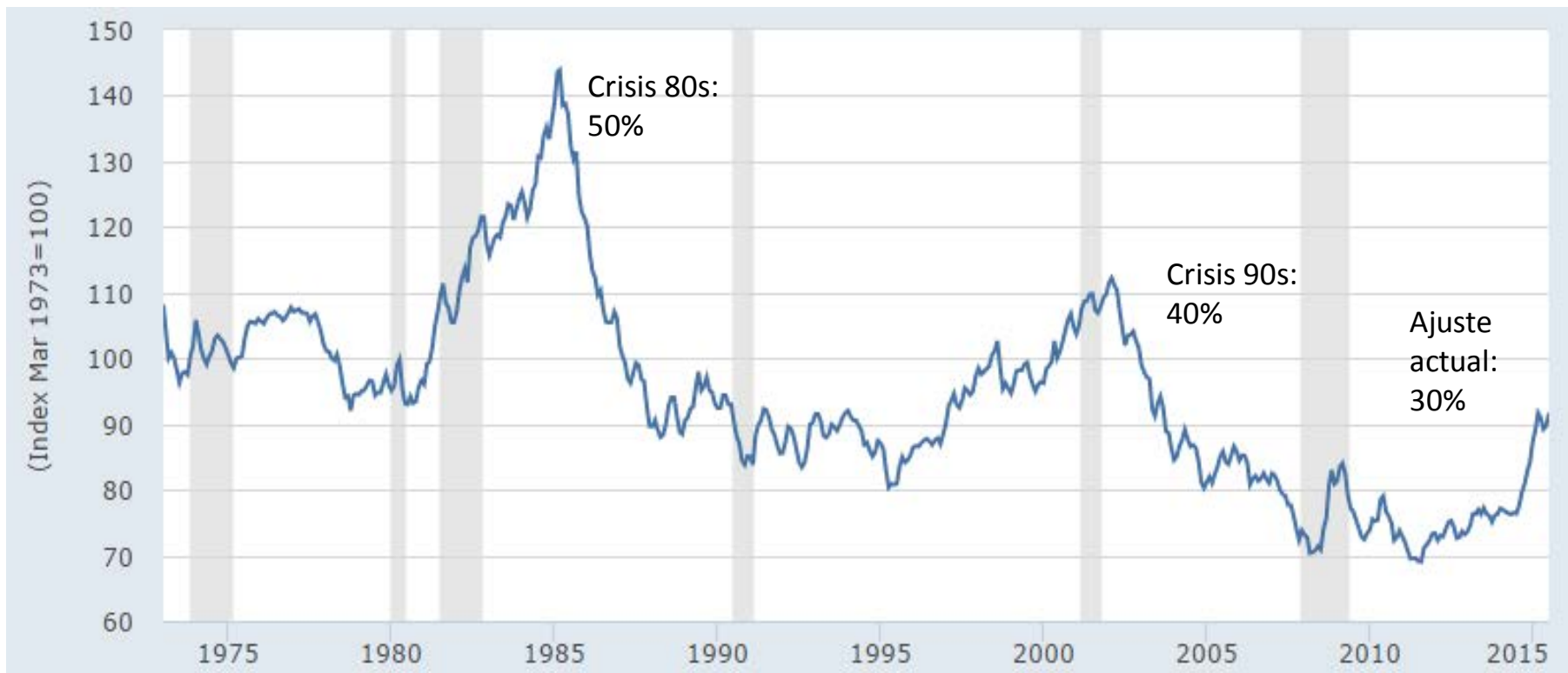
PIB Global: Crecimiento del valor agregado por lustro



Y la Fed no subiría su tasa de interés y si la sube, la decisión sería acompañada de un comunicado muy “dovish” respecto de la trayectoria futura de tasas, lo que podría acotar la apreciación del Dólar. En el mediano plazo, el Dólar sigue una trayectoria de “montaña rusa”. La pregunta es si esta fase cíclica de apreciación recién comienza, lo que depende de las expectativas de crecimiento global. Y la fortaleza del Dólar siempre presiona a las monedas, a las bolsas y a los bonos corporativos emergentes.

TIPO DE CAMBIO MULTILATERAL DE EE.UU.

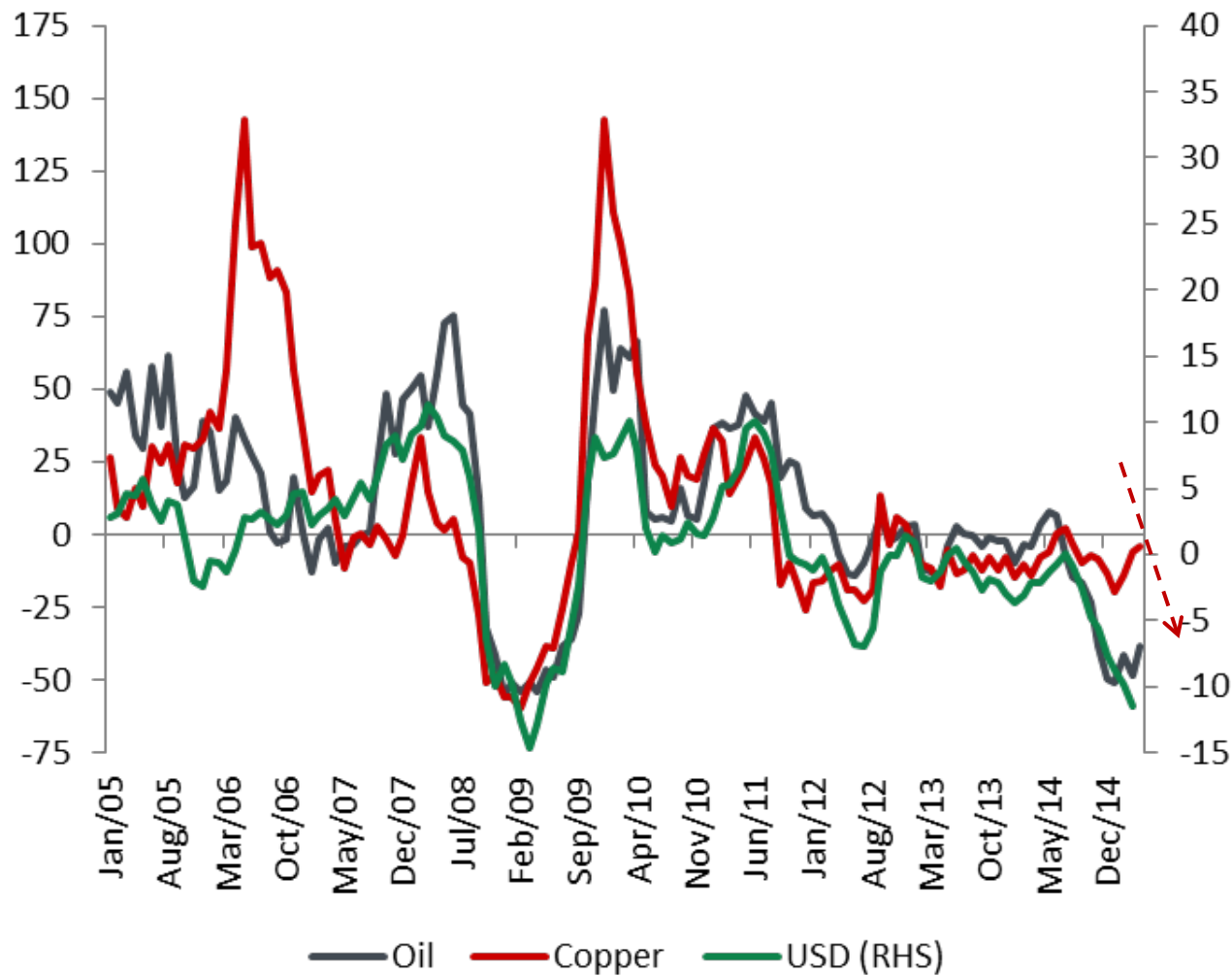
Fuente : Reserva Federal



El shock sobre precios de commodities: apreciaciones del USD impactan negativamente la demanda relativa

PRECIOS DE COMMODITIES Y DÓLAR GLOBAL (A/A %)

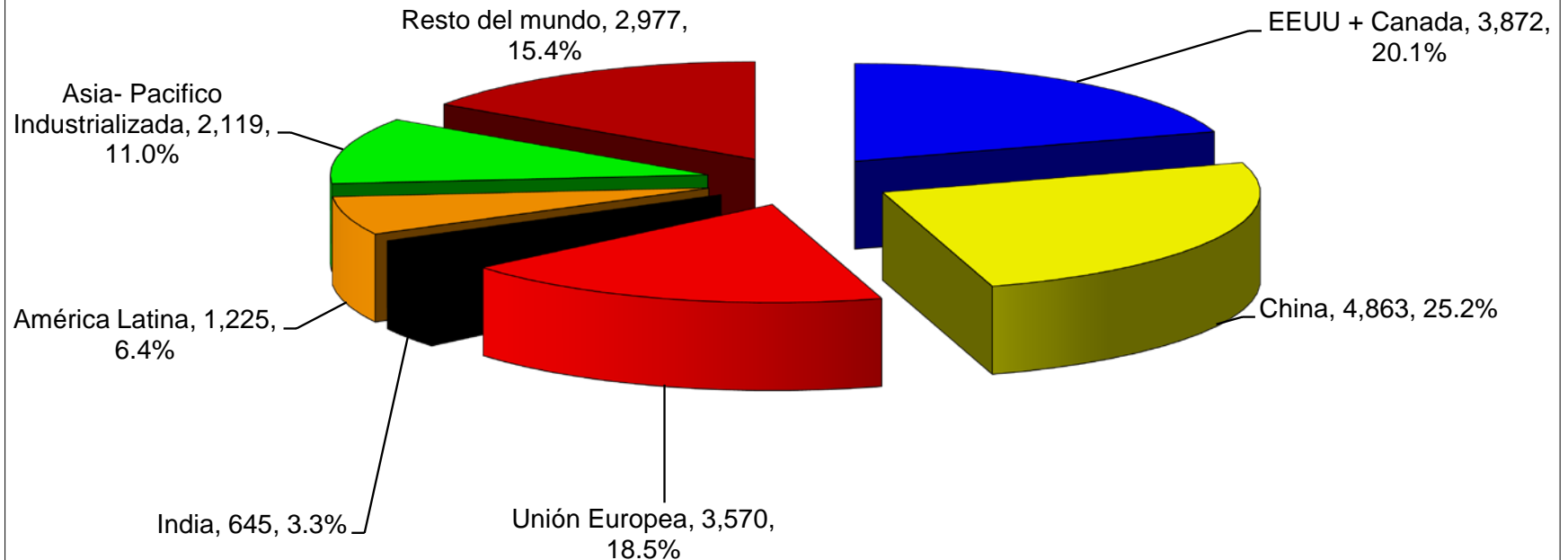
Fuente : Reserva Federal y Bloomberg



2014: Inversión fija global fue de USD 19,27 trillones.

China habría invertido USD 4,86 trillones en 2014, la cuarta parte del CAPEX global. Pero hoy está invirtiendo menos del 46% del PIB, contra 48% del PIB en 2012

2014: Inversión fija global: 19,27 trillones (24,94% del PIB Mundial) % de la inversión mundial en cada país / región.



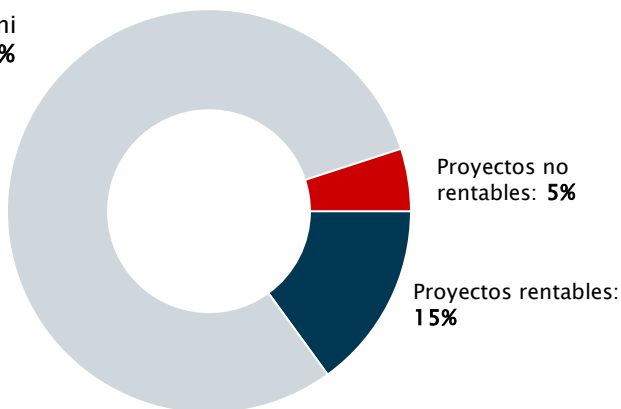
China está invirtiendo en proyectos más eficientes, menos intensivos en commodities metalúrgicos.

- *“El crecimiento de la demanda china por cobre y hierro ya es historia. En el futuro, ello no seguiría ocurriendo”* (ya nos dijeron eso en Beijing en 2006), nos dijo el Director de Inversiones del NDRC, la entidad que decide la inversión pública (USD 1,5 trillones en 2014) y “sugiere” a los privados dónde invertir.
- Además, gran parte de la inversión pública no se registra en el balance fiscal.
- La diferencia es que hoy –al revés de 2006– hoy hay un nuevo Gobierno. El factor clave hoy es que el sesgo “eficientista” del nuevo Gobierno implicaría que la demanda por cobre, hierro, zinc y estaño, crecería menos que el PIB en los próximos años, al revés de los últimos 20 años, en que creció más que el PIB. Y en 2014–15, la demanda por cobre creció menos del 2% anual.

Proyectos con cero retorno o los que pagan tan sólo los costos de operación (semi–rentables) representan el 85% de las inversiones

Fuente: LarrainVial

Proyectos semi rentables: 80%



Fastuoso Tren de alta velocidad de Beijing a Tianjin:

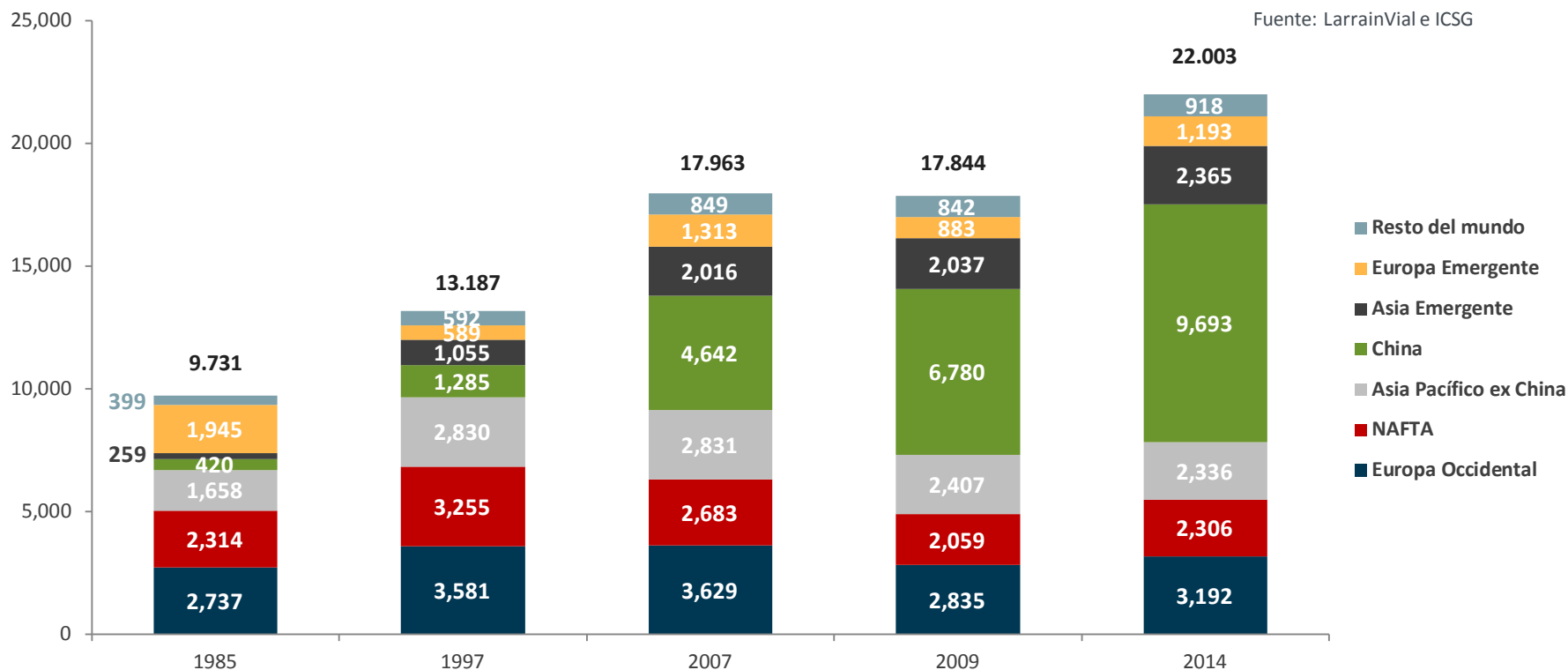
Pasaje de 55 Yuanes (USD 8,60) por un viaje de 140 Km, en media hora (300 Km/Hora). Un pago muy inferior al costo del servicio que se presta.



China NO es la “fabrica del mundo”... China es el dragón que se está tragando al mundo y la pregunta es si se está “atragantando”

- Mientras en 1985, casi el 70% de la demanda global se consumía en los países desarrollados, hoy, tan solo el 35% de la demanda se concentra en el primer mundo. Y el consumo de cobre en China pasó desde 4,3% de la demanda global en 1985, a 44% en 2014.
- El 85% del consumo chino de cobre se concentra en actividades asociadas a la demanda interna, infraestructura, telecomunicaciones, construcción y urbanización. Y en el futuro, el CAPEX en China se concentraría en proyectos más eficientes, menos intensivos en cobre y en acero.

Demanda global de cobre refinado: Distribución Regional (miles de TM)

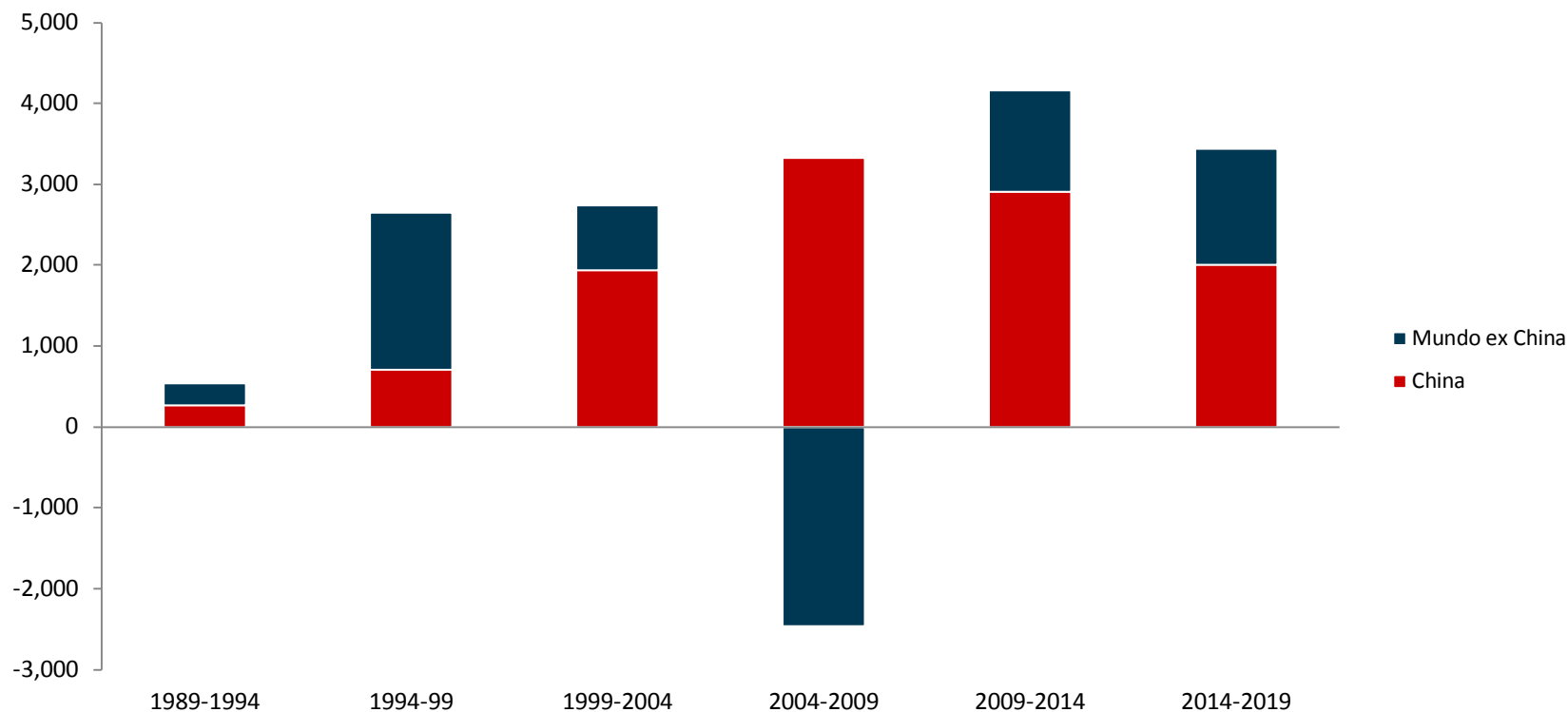


En el futuro, el CAPEX en China se concentraría en proyectos más eficientes, menos intensivos en cobre y en acero.

- Consumo marginal de cobre en China es descendente. A pesar de que el PIB nominal pasó desde USD 5,11 trillones en 2009 a USD 10,48 trillones en 2014, el aumento del consumo en 5 años fue inferior al del quinquenio anterior, lo que avala la tesis del fin del “super ciclo”.

Consumo marginal de cobre por quinquenio

Fuente: LarrainVial, FMI e ICSG

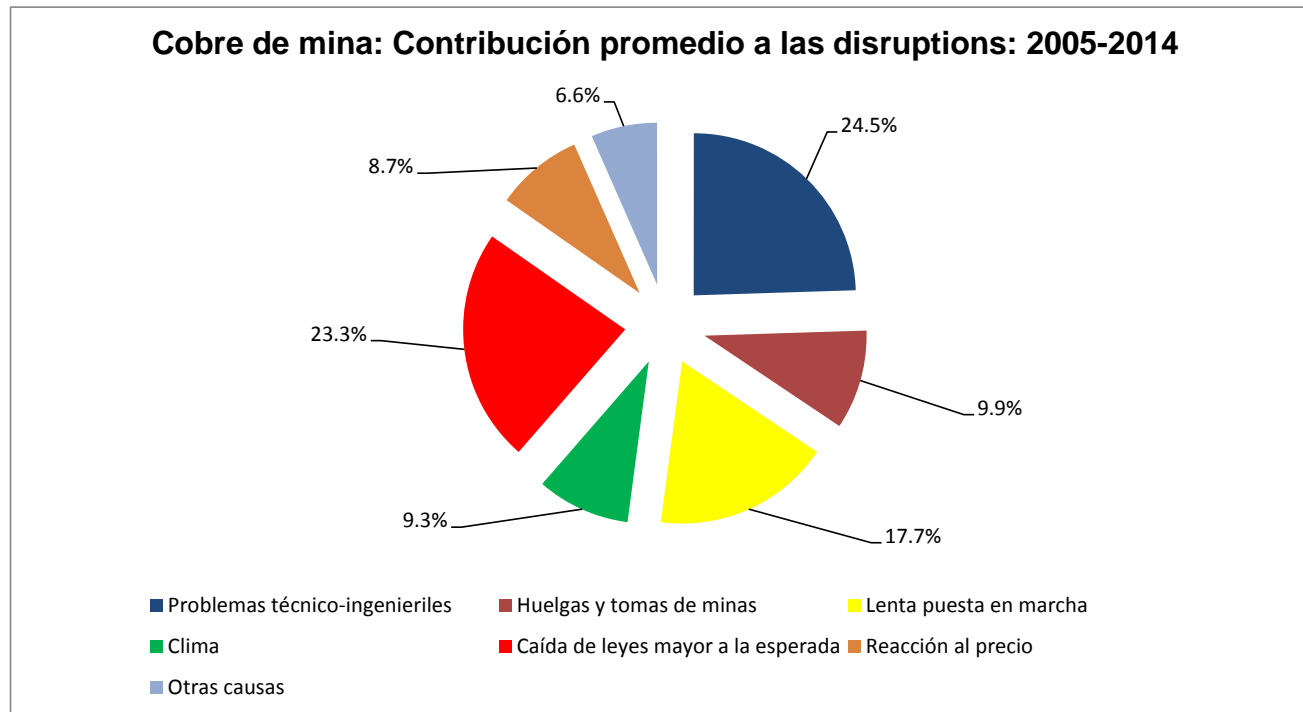




“Disruptions” en la minería condicionan una producción menor a la esperada.

- Caída de leyes mineras y ajuste del CAPEX y de los costos operacionales condiciona “disruptions”, que generan una producción minera menor a la esperada en los proyectos mineros en operación. Lo que pasa en el cobre es la norma en toda la minería: estaño, zinc, oro, plata, etc.

Fuente: LarrainVial y WoodMackenzie

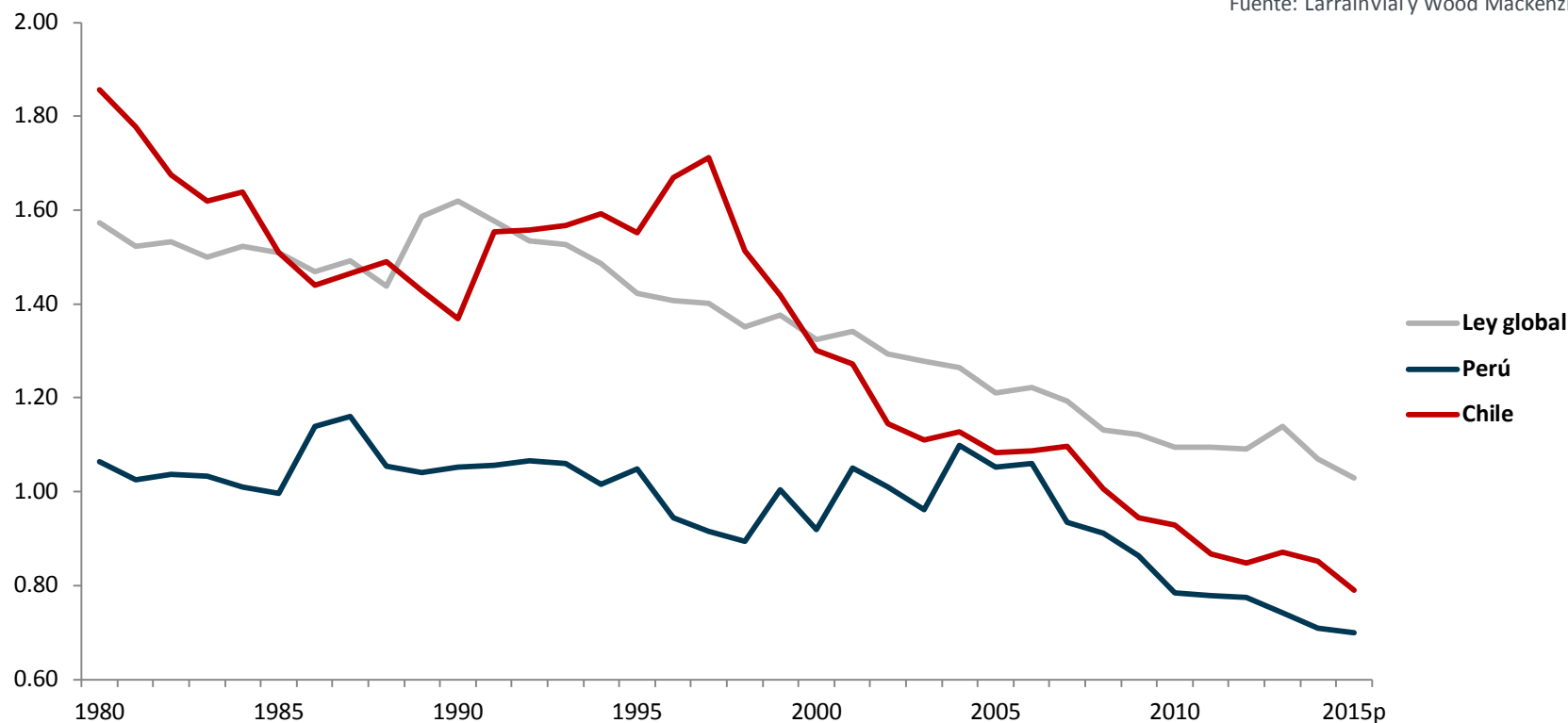


Envejecimiento de las minas y consecuente caída de las leyes de cobre son los factores más relevantes para explicar las sorpresas negativas por el lado de la producción minera

- Envejecimiento de las minas y consecuente caída de las leyes de cobre son los factores más relevantes para explicar las sorpresas negativas por el lado de la producción minera.
- Las sistemáticas “disruptions” han sido la norma en el pasado y seguirían siendo el patrón que gobernará la producción de cobre de mina en el futuro.

Leyes mineras del Cobre: 1980 – 2015 (%)

Fuente: LarrainVial y Wood Mackenzie



La moderación de la oferta induciría un inesperado déficit global de cobre de -61.000 TM

- En presencia de un ajuste del crecimiento de China sin crisis, Larraín Vial pronostica un equilibrio en el mercado global de cobre 2015, que incluso resiste una muy moderada alza del consumo de metal rojo de tan solo 1,2%, a 22,09 millones de TM en este año (aumento menor al proyectado por el consenso, que espera una demanda global de 22,5 millones de TM, con incremento del 3%).
- Este equilibrio entre oferta y demanda está respaldado incluso por un significativo ajuste la demanda china por cobre de 1,0%, un crecimiento nulo en Europa Occidental, una marginal reducción de -0,2% en Asia-Pacífico ex China, un aumento de la demanda de 1,0% en el NAFTA (1,8% de crecimiento en EEUU),
- El mercado dl zinc está más apretado aún.

Fuente: LarrainVial, ICSG y consultores mineros

Balance global de cobre 2012-2017. Miles de TM						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Demanda global de cobre						
Europa Occidental y EAU	2,975	3,012	3,192	3,202	3,266	3,351
% de variación	-5.8	1.2	6.0	0.3	1.5	2.6
Asia-Pacífico ex China	4,494	4,594	4,701	4,693	4,783	4,852
% de variación	-0.2	2.2	2.3	-0.2	1.9	1.4
China	8,365	9,411	9,693	9,790	10,083	10,436
% de variación	4.6	12.5	3.0	1.0	3.0	3.5
NAFTA (EEUU, Canadá y México)	2,220	2,307	2,306	2,329	2,399	2,447
% de variación	0.8	3.9	-0.1	1.0	3.0	2.0
Europa Emergente + Africa + América Latina	2,080	2,081	2,111	2,079	2,153	2,225
% de variación	-4.8	0.1	1.4	-1.5	3.6	3.3
Total demanda global de cobre	20,134	21,405	21,820	22,092	22,685	23,310
% de variación	0.5	6.3	1.9	1.2	2.7	2.8
Oferta global de cobre	20,229	21,004	21,750	22,076	22,694	23,307
% de variación	4.3	3.8	3.5	1.5	2.8	2.7
BALANCE GLOBAL DE COBRE	96	-401	-70	-16	10	-3

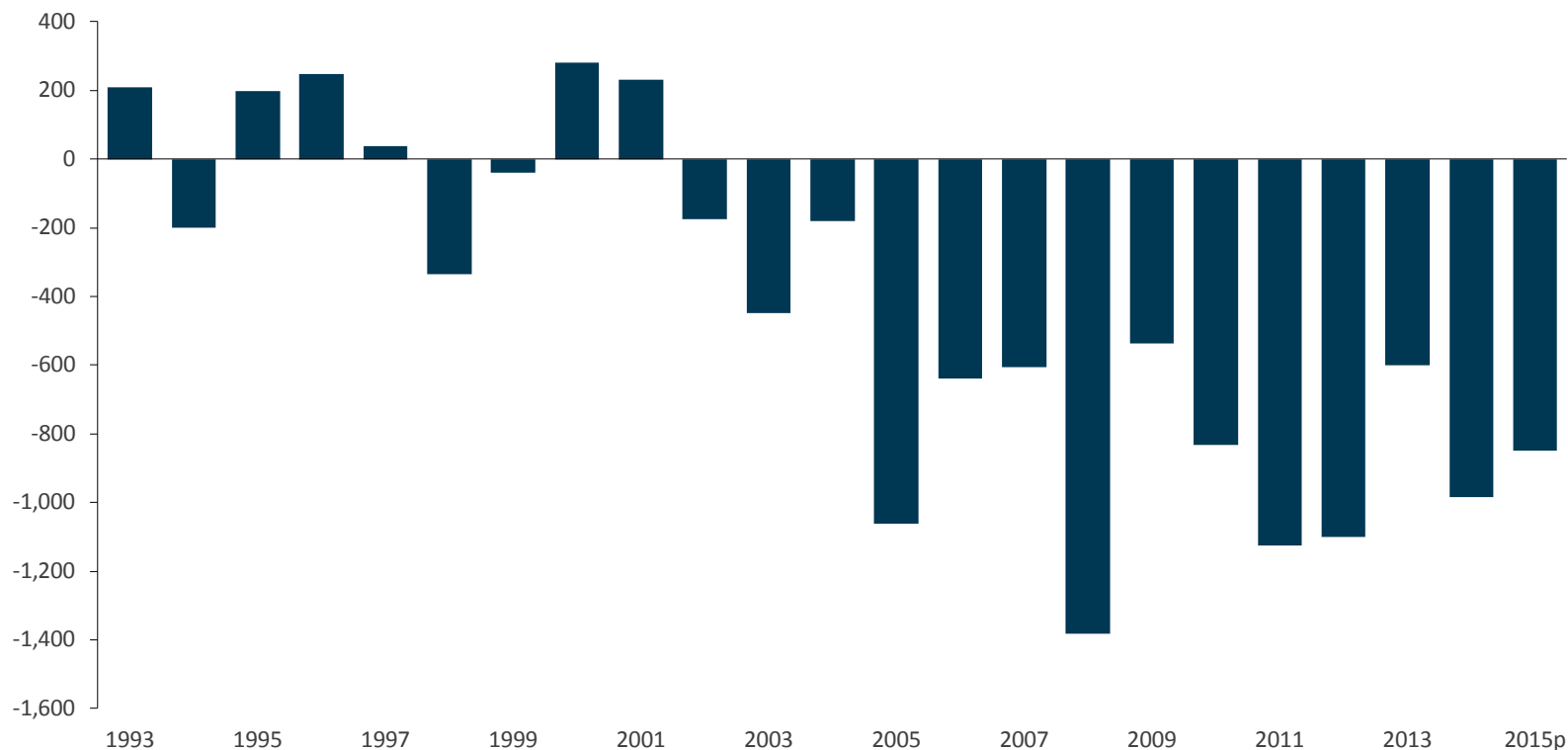
Fuente: Larraín Vial, ICSG y consultores mineros

El “conventional wisdom” señala que la producción global de cobre siempre es inferior a la esperada.

- A pesar de que pronosticamos un crecimiento del consumo global de cobre de solo 1,4%, inferior al 3,0% que espera el consenso, la moderación de la oferta induciría un inesperado déficit global de cobre de -61.000 TM, contra un superávit de 300.000 TM que espera el consenso.
- CAPEX de los proyectos cupríferos se cuadruplicó en 4 años, lo que comprimió la disposición de los bancos a financiarlos

Brecha entre producción efectiva y esperada

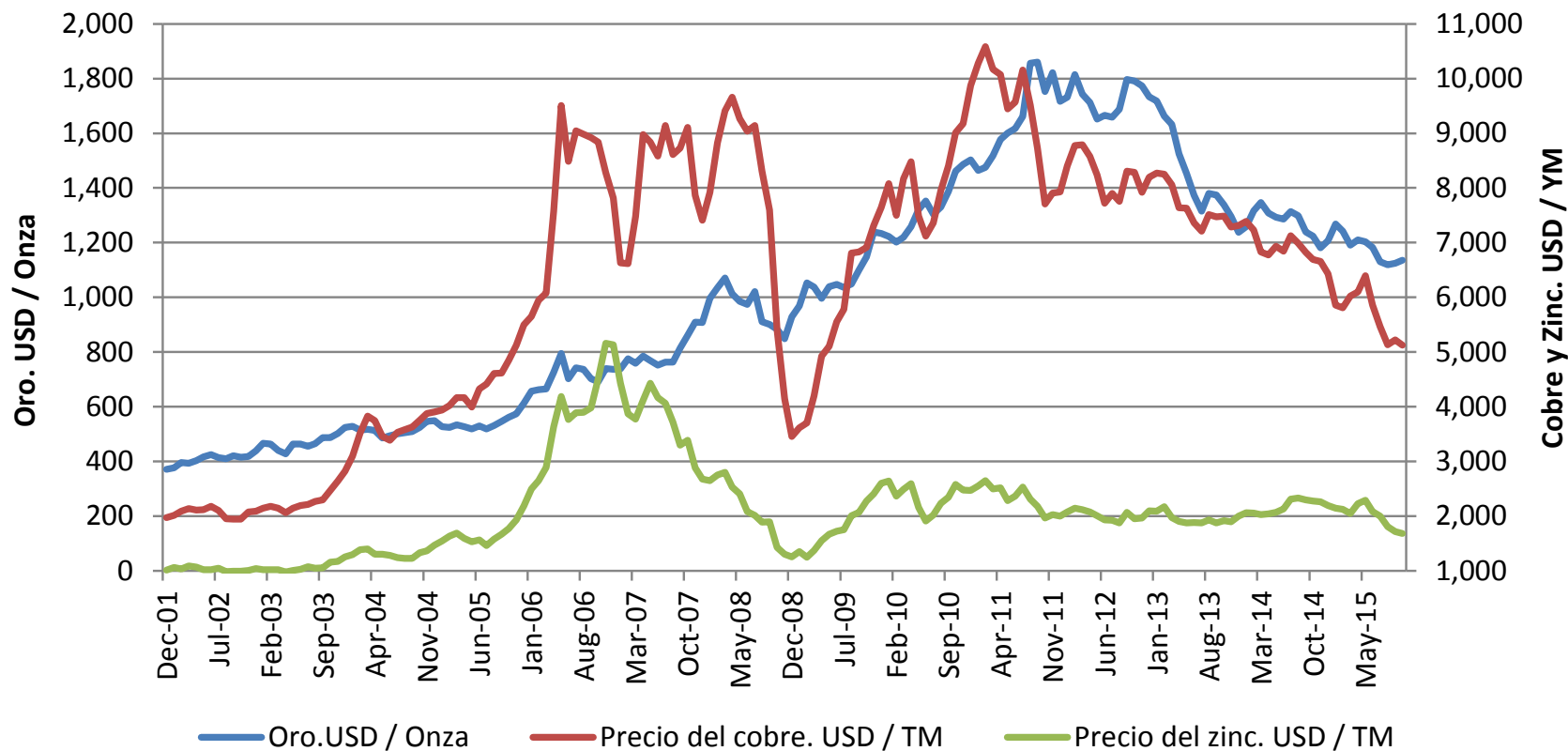
Fuente: LarrainVial y Wood Mackenzie



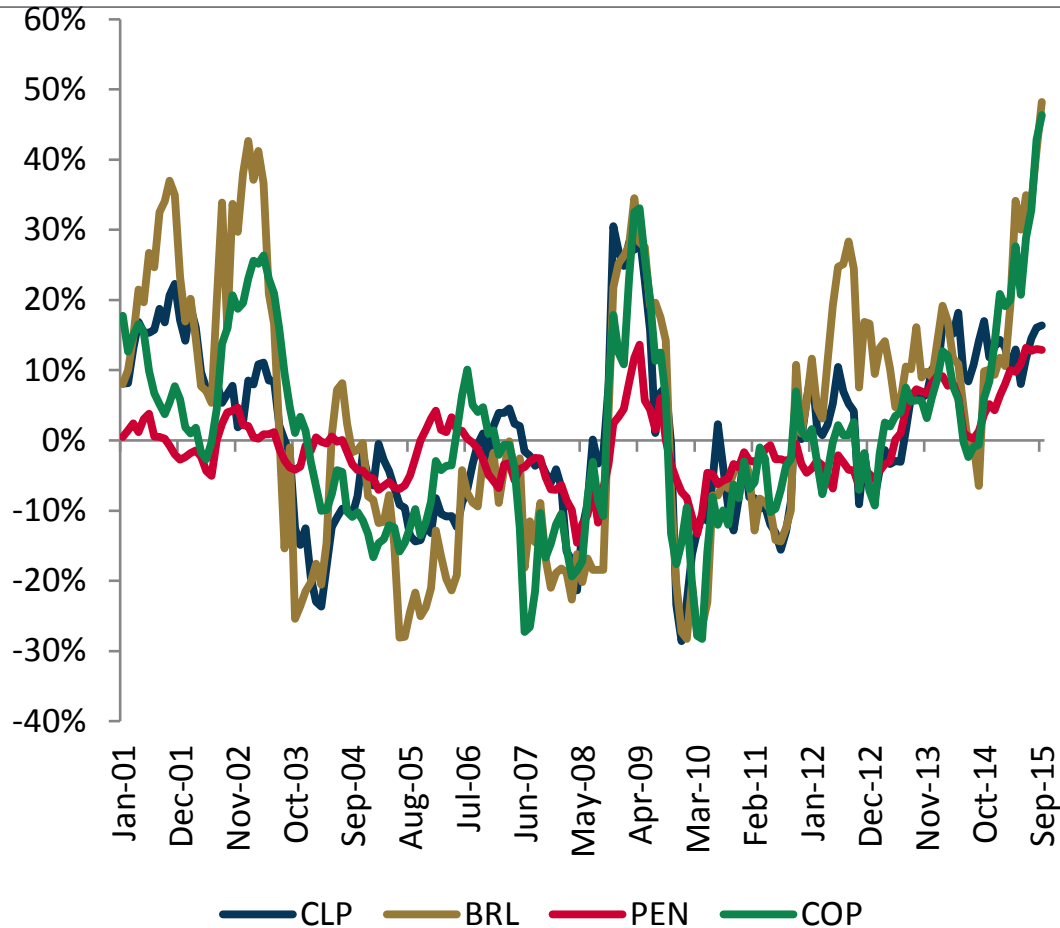
La tendencia para el futuro escenario de los commodities metalúrgicos es binario, pero las señales fundamentales apuntan a que estaríamos tocando piso. El petróleo –sin embargo- seguiría presionado, gracias a que el exceso de oferta impediría un repunte.

Fuente: Bloomberg

Commodities: en un tobogán o en vías de tocar piso?



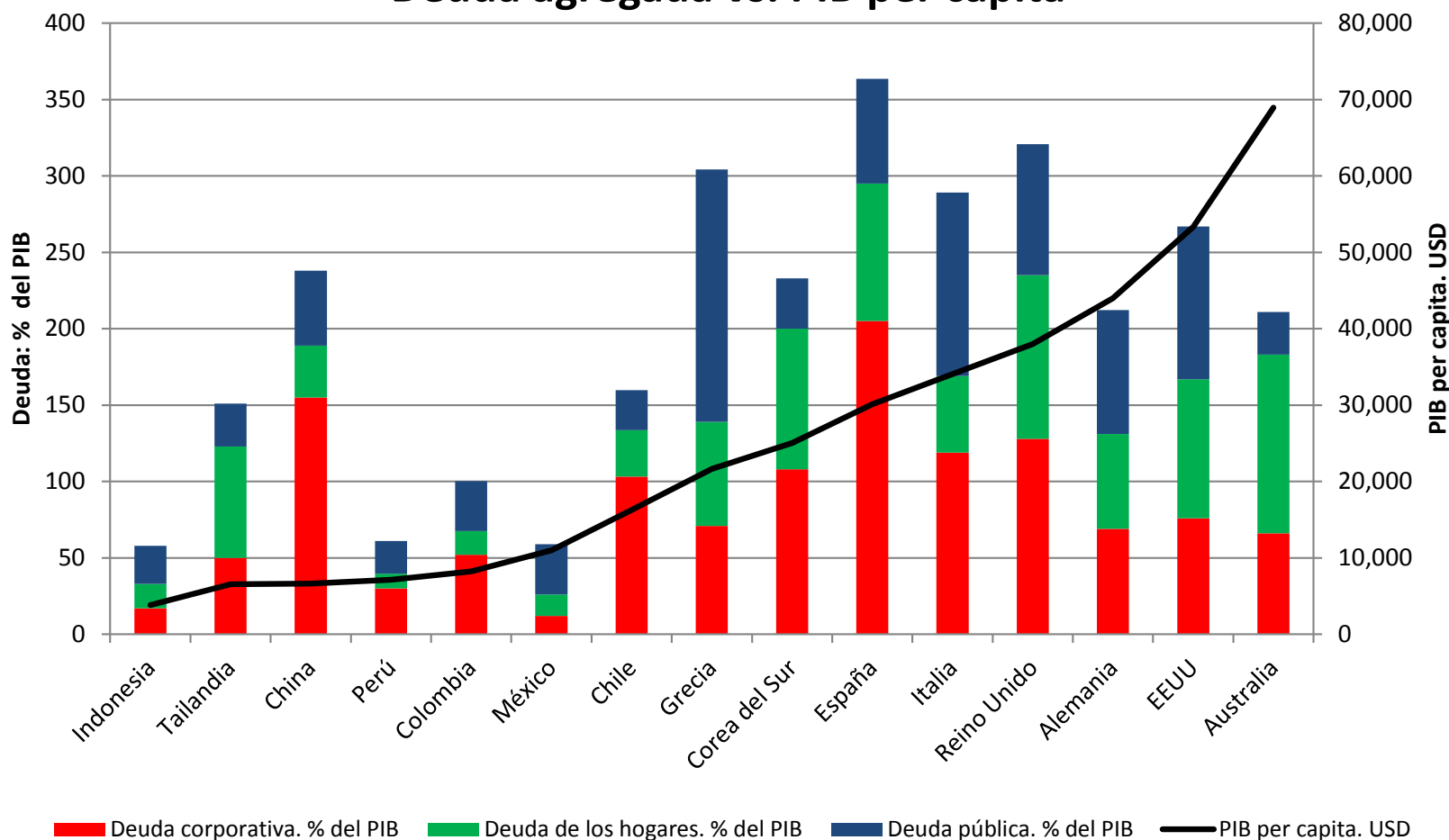
Las monedas de la región han fluctuado en función de la trayectoria del precio del petróleo y de los commodities metalúrgicos. Hoy, la depreciación del Real y la recesión en Brasil tienen un impacto marginal, muy inferior a la del pasado.



La fuente de una potencial y futura crisis: Deuda china está desalineada respecto de su nivel de riqueza, que está orientada a financiar inversiones ineficientes y a estimular una burbuja inmobiliaria más significativa de la que tenía EEUU en 2006. Perú y Colombia muestran una menor penetración de su deuda, lo que permitiría enfrentar una eventual crisis

Fuente : Larrain Vial y Dragonomics

Deuda agregada vs. PIB per capita



CHILE

	2012	2013	2014	2015 p	2016 p	
GDP (% YoY)	5.5	4.2	1.9	2,2	2,7	Riesgos balanceados
Domestic Demand (% YoY) *	7.1	4.6	0.4	1,4	2,5	
Private Consumption (% YoY)	6.1	5.9	2.2	1.7	2.3	
Gross Capital Formation (% YoY)	11.6	2.1	-6.1	-0.6	2.7	
Inflation (% YoY, as of December)	1.5	3,0	4.6	3,8	2.7	
Current Account (% of GDP)	-3.6	-3.7	-1.2	0,6	1,0	
CLP / USD (average)	487	495	570	640	645	
Monetary Policy Rate (% year-end)	5.00	4.50	3.00	3.00	3,50	

COLOMBIA

	2012	2013	2014	2015 p	2016 p	
GDP (% YoY)	4,0	4.9	4.6	2,9	4,0	Riesgos a la baja
Domestic Demand (% YoY) *	4.9	5.1	6.3	1.6	3,8	
Private Consumption (% YoY)	4.4	3.8	4.4	3.5	4.0	
Gross Capital Formation (% YoY)	4.7	6.0	10.9	-1.7	3,5	
Inflation (% YoY, as of December)	2.4	1.9	3.7	3.4	3,0	
Current Account (% of GDP)	-3.2	-3.2	-5.2	-4.7	-5,9	
COP / USD (average)	1797	1869	2002	2600	2720	
Intervention Rate (% year-end)	4.25	3.25	4.50	3.50	3,50	

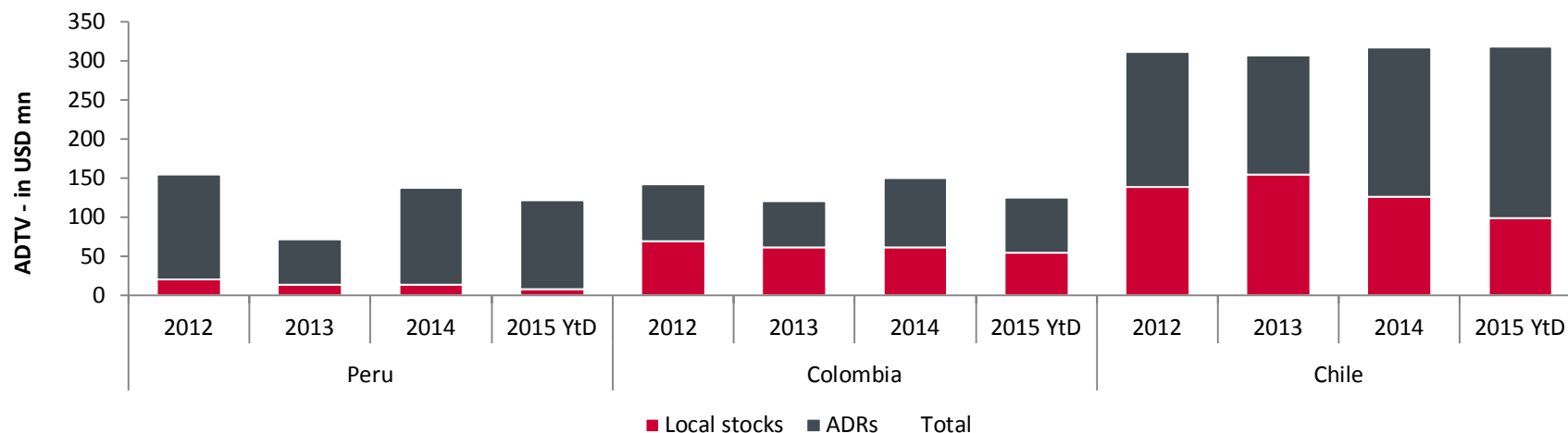
PERU

	2012	2013	2014	2015 p	2016 p	
GDP (% YoY)	6,0	5.8	2.4	2,9	4.8	Riesgos balanceados
Domestic Demand (% YoY) *	7.4	7.4	2,0	2,5	4.4	
Private Consumption (% YoY)	6.1	5.3	4.1	3.6	4.0	
Gross Fixed Investment (% YoY)	5.9	16.2	7.5	-3,0	3.5	
Inflation (% YoY, as of December)	2.7	2.9	3.2	3,4	2.5	
Current Account (% of GDP)	-2.7	-4.2	-4,0	-3.6	-2.2	
PEN / USD (average)	2.64	2.7	2.84	3,16	3,20	
Reference Rate (% year-end)	4.25	4.00	3.5	3.25	4.00	

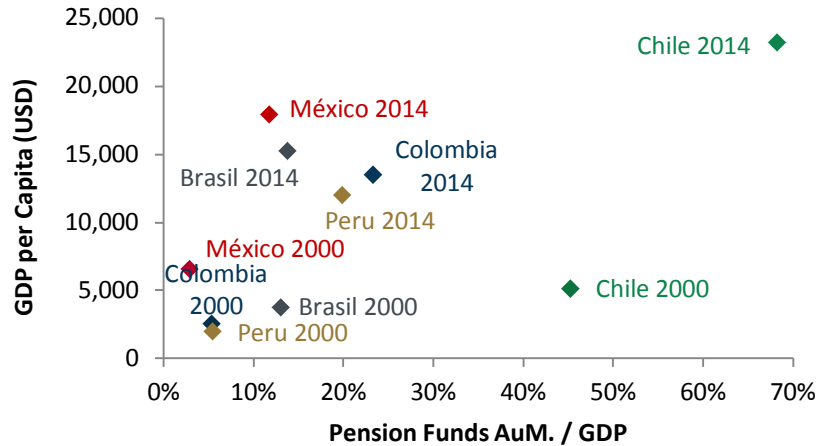
La liquidez de los mercados bursátiles de la región es procíclica. No volverá hasta que se reinicie la depreciación del Dólar en el mundo y repunte el precio de los commodities.

BAJA LIQUIDEZ SE APOYA EN MAYOR TURNOVER EN ADRS

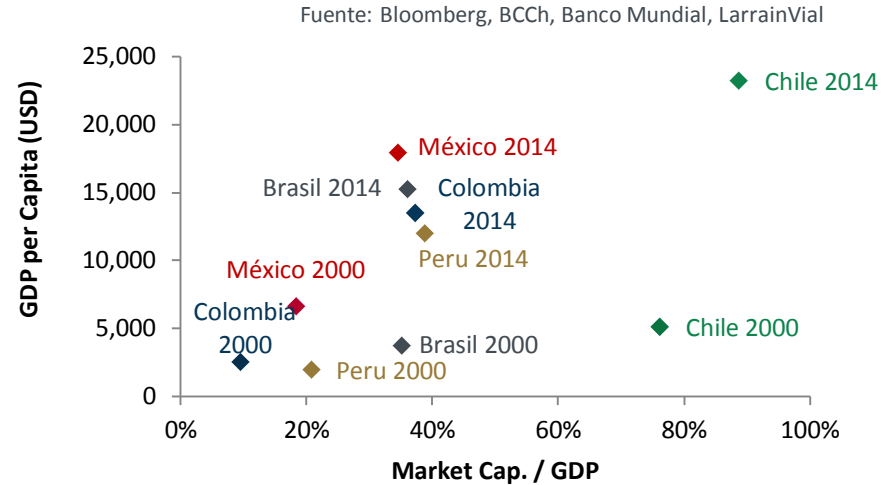
Fuente: BVL Lima, BVC Colombia, Bolsa de Santiago, Bloomberg, LarrainVial



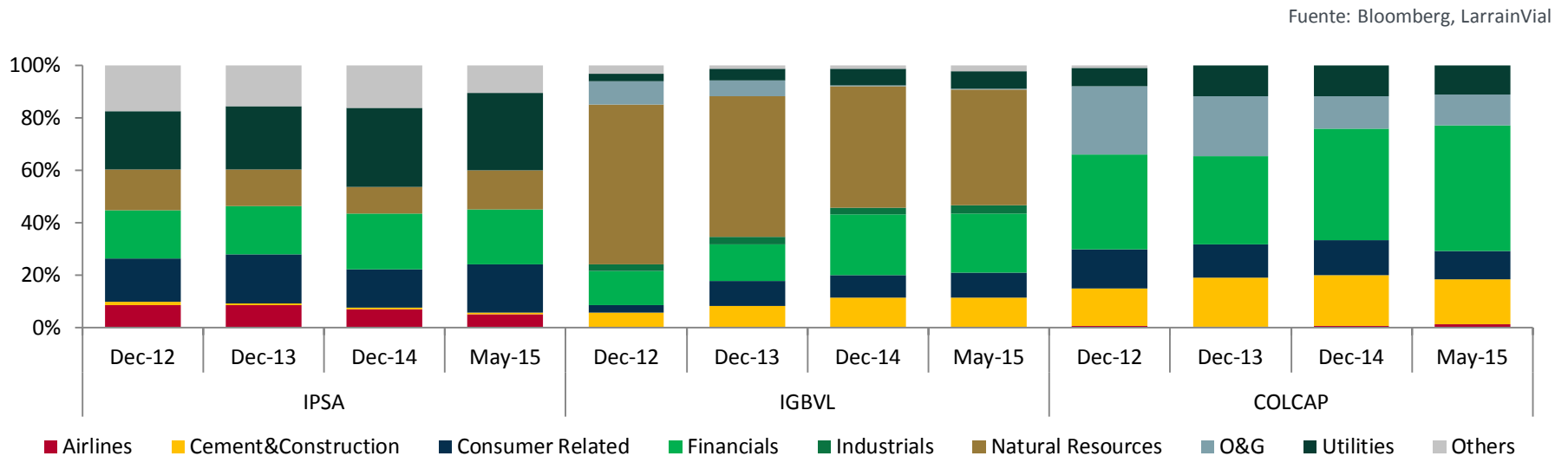
PENETRACIÓN FONDOS DE PENSIONES



PENETRACIÓN MERCADOS ACCIONARIOS



EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DE MERCADOS ACCIONARIOS



Conclusiones: Un escenario binario

- Hoy, los países emergentes son una marioneta de la economía china –antes que de EEUU- y del precio de los commodities. Los “policy makers” pueden mitigar el impacto del shock externo, no evitarlo.
- El alza de tasas de la Fed –de concretarse- sería la medida más anunciada y más prevista de la historia del Banco Central norteamericano. Y hay un escenario en que gracias a la fragilidad financiera global, estemos en presencia del “cuento del lobo” y el alza de tasas no se concrete!
- China entró en una fase de ralentización de su demanda interna, ajuste que es liderado por la inversión, antes que por el consumo privado. En la medida que mantengan un crecimiento cercano al 5% anual, ello es positivo para la economía mundial y los mercados, porque crecer más implicaría enfrentar un riesgo de crisis financiera con consecuencias recesivas.
- Aún así, en los últimos dos años, la demanda por metales en China creció mucho menos que el PIB. Pero en la medida que los chinos se comporten como en el pasado, con disposición a optar por una discrecional administración de inventarios, podrían salir a comprar de nuevo y con fuerza. Sin embargo, la pregunta es si –en medio de la escapada de la deuda corporativa- tendrán la capacidad financiera para salir a incrementar las compras de metales.
- La oferta de commodities metalúrgicos seguiría restringida, lo que –en ausencia de crisis en China- le pondría piso a la caída del cobre, del zinc y del estaño.