

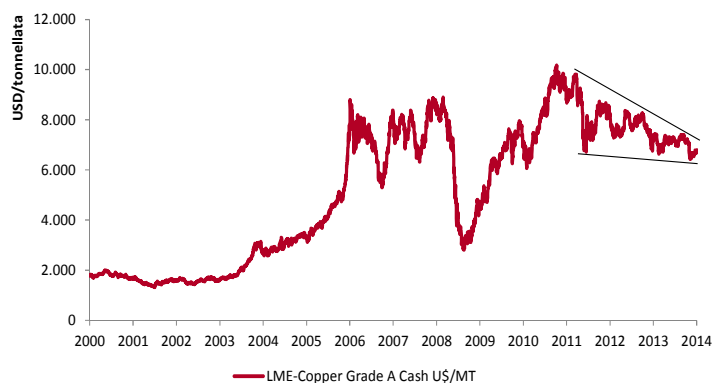
Rame: red passion

- Il mercato del rame ha subito forti pressioni al ribasso nel corso del primo trimestre del 2014; i prezzi al LME a metà marzo hanno raggiunto i livelli minimi degli ultimi 4 anni.
- A gravare sull'andamento del prezzo sono il rallentamento della domanda (principalmente cinese) e l'incremento dell'offerta mondiale (grazie all'entrata in attività di vari progetti i cui investimenti sono stati avviati durante il *boom* del ciclo delle *commodities*).
- Il calo della domanda -e conseguentemente del prezzo- del rame in Cina potrebbe scaturire dalla progressiva riduzione dei finanziamenti *commodity-related*, nei quali viene utilizzato rame importato come collaterale per l'ottenimento di prestiti.
- Per molti paesi l'export di rame (grezzo e raffinato) rappresenta una voce importante della bilancia commerciale, e una contrazione del prezzo potrebbe avere impatti significativi sul bilancio delle partite correnti di queste economie *resource-dependent*.
- L'eccesso di offerta e le conseguenti pressioni al ribasso sui prezzi, potrebbero impattare sulla redditività delle società operanti nel settore, soprattutto in relazione ai produttori più piccoli e meno competitivi.

Il mercato del rame ha subito forti pressioni al ribasso nel corso del primo trimestre del 2014; i prezzi al London Metal Exchange (LME) a metà marzo hanno raggiunto i livelli minimi degli ultimi 4 anni, toccando quota 6.439 USD/tonnellata. Da marzo 2014 il rame è stato il *worst performer* al LME, registrando una dinamica di contrazione peggiore rispetto al paniere LME¹. A gravare sull'andamento del metallo sono state le preoccupazioni sul rallentamento della domanda (principalmente cinese, che pesa per il 43% dei consumi mondiali di rame) e dell'incremento dell'offerta mondiale (sia nel *downstream* che nell'*upstream*): le prime 14 società minerarie già nel 2013 hanno incrementato la produzione globale del metallo di oltre 1 milione di tonnellate, +10% rispetto al 2012.

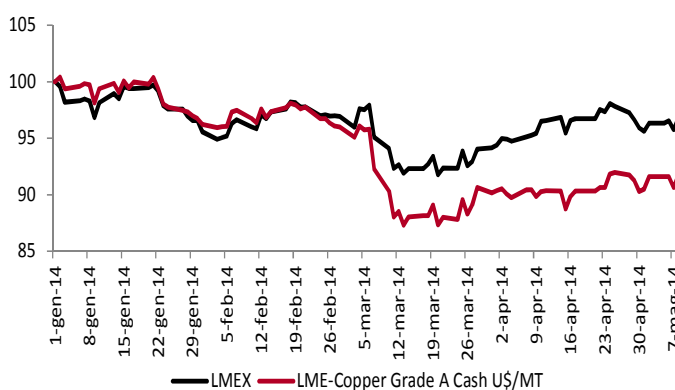
Le stime di prezzo per il 2014 si collocano tra gli USD 6.800 e gli USD 7.000 per tonnellata (prezzo medio del 2013 pari a 7.346 USD/tonnellata), rispetto ad un picco di oltre USD 10.000 per tonnellata nel febbraio 2011.

Fig. 1: andamento del prezzo del rame



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig.2: confronto performance rame e altri metalli al LME (indice, 2 gennaio 2014= 100)



Fonte: Thomson Reuters Datastream

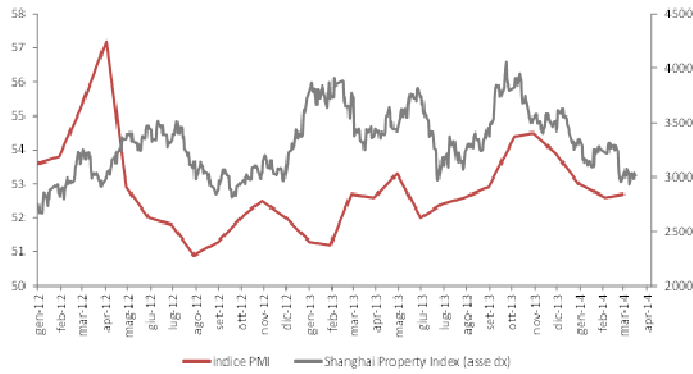
La domanda

Secondo le stime Thomson Reuters GFMS, la domanda globale di rame nel 2014 dovrebbe registrare un rallentamento, con una crescita stimata a +2,9% (21,5 milioni di tonnellate), dopo il +3,4% del 2013. Dal momento che la Cina rappresenta il principale consumatore mondiale, la *performance* della domanda locale di rame ha impatti importanti sulla dinamica del settore. In particolare ad incidere sul rallentamento della domanda cinese di rame raffinato (per il 2014 BMI stima una crescita di circa il 6% rispetto al +9% registrato nel 2013) saranno la frenata della produzione industriale, la contrazione della bilancia commerciale e il calo delle vendite immobiliari (il settore delle costruzioni contribuisce a circa il 50% della domanda di rame in Cina). Ulteriori pressioni sulla domanda -e conseguentemente sul prezzo- potrebbero scaturire dalla progressiva riduzione dei finanziamenti *commodity-related* (cfr. box 1), il fenomeno legato alla stretta creditizia cinese che ha spinto molte società con difficoltà di accesso al credito a fornire rame importato come collaterale per l'ottenimento di prestiti².

¹Indice dei metalli non ferrosi (alluminio, rame, zinco, stagno, nickel e piombo). L'LME è un indice sui sei contratti primari dei metalli LME denominati in USD. L'indice è ponderato ed il peso dei sei metalli deriva dal volume della produzione mondiale e la liquidità degli scambi nella media dei cinque anni precedenti (il rame pesa per il 31%).

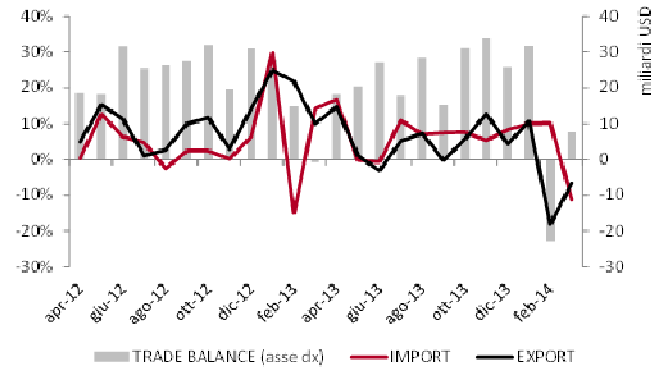
²Credit Suisse stima che almeno il 70% dell'import cinese di rame nella seconda metà del 2013 sia da imputare a utilizzo finanziario e non industriale.

Fig. 3: dinamica Shanghai Stock Exchange Property Index e PMI manufacturing index



Fonte: Bloomberg

Fig.4: andamento delle partite correnti cinesi



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Box 1: “I finanziamenti commodity-related”³

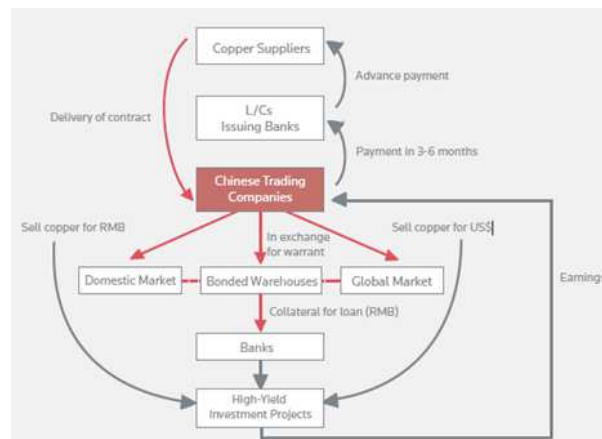
La strategia attuata dalle *trading companies* cinesi è quella di sottoscrivere contratti di acquisto di rame da fornitori esteri e nel contempo di richiedere alle banche lettere di credito (L/C) denominate in dollari, sulla base del contratto di importazione del metallo e di un *pre-paid security deposit* (normalmente tra il 15 e il 30% del *face value*). Attualmente le banche tendono ad emettere lettere di credito a 90 giorni con un tasso di interesse applicato pari al LIBOR più uno *spread* (che si attesta attorno al 2%).

Una volta ottenuta la L/C le *trading companies* hanno, tra le altre, due opzioni:

- Depositare il metallo in *warehouse* in cambio di un *warrant*, che permette ai *trader* di usare il rame come collaterale per ottenere un prestito (denominato in yuan cinesi) da una banca (normalmente diversa da quella che ha emesso la L/C) e utilizzarli per investimenti in progetti domestici ad elevato rendimento.
- In alternativa i *trader* possono vendere il rame importato sul mercato cinese spot in cambio di valuta domestica. Questo meccanismo è profittevole quando i prezzi allo Shanghai Future Exchange sono più alti del LME (tenendo conto anche delle spese di spedizione, di assicurazione e delle *transaction fees*).

Alla scadenza della L/C i *trader* possono ripagare la banca emittente (in USD) utilizzando i ritorni dell'investimento. Il costo del finanziamento è in questo modo inferiore rispetto ai prestiti bancari e di altre entità finanziarie e a tale risparmio si aggiunge il beneficio degli alti rendimenti legati agli investimenti in progetti domestici (da notare come le recenti politiche cinesi volte ad influenzare il tasso di cambio potrebbero avere impatti sulla convenienza di questo meccanismo).

Imports for financing process*



Fonte: Thomson Reuters GFMS

* Le frecce rosse indicano flussi di rame, quelle grigie flussi monetari

L'utilizzo del rame come collaterale per ottenere liquidità potrebbe subire una riduzione: se le condizioni sul mercato del rame continueranno ad essere tese, infatti, gli istituti finanziari che hanno concesso crediti alle aziende cinesi potrebbero richiedere il rimborso delle linee di credito o ulteriori collateralari; conseguentemente le aziende debentrico potrebbero trovarsi in difficoltà visto che con il crollo dei prezzi le riserve di rame utilizzate come collaterale perderebbero valore⁴.

³“Chinese bonded warehouses stocks and copper imports for financing”, Thomson Reuters GFMS, Aprile 2014.

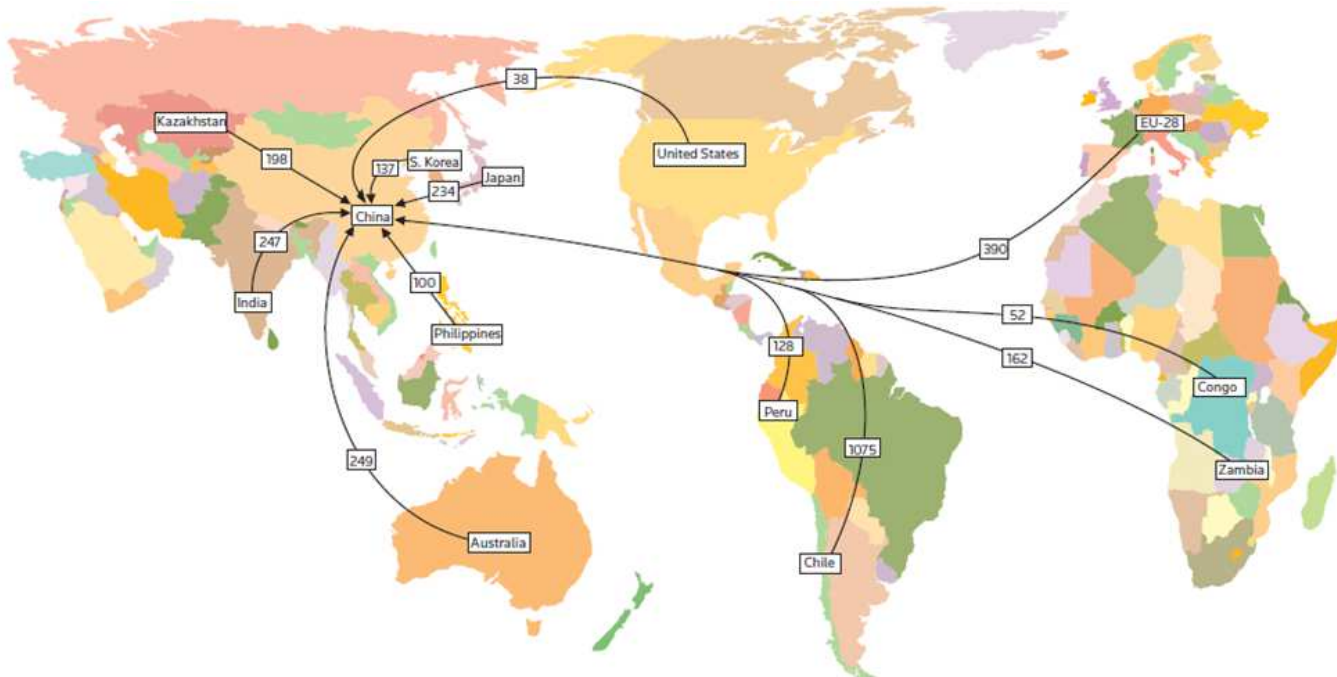
⁴Wall Street Journal - “China Angst Slams Prices for Copper”, Marzo 2014.

L'offerta

I principali paesi che hanno sostenuto la crescita della produzione a livello globale (+2,5% medio annuo tra il 2000 e il 2013) sono stati il Cile, la Cina, il Perù, la Repubblica Democratica del Congo e lo Zambia (Tab. 3).

Oltre ad essere il primo produttore a livello globale, il Cile si conferma il principale esportatore di rame grezzo (2,6 milioni di tonnellate nel 2013), originando il 40% dei volumi scambiati a livello globale, seguito dal Perù (1,1 milioni di tonnellate). La Cina, secondo produttore di rame al mondo, è anche il primo importatore del metallo, con un import pari a 3 milioni di tonnellate nel 2013, provenienti principalmente da Cile, Perù e Australia. Per i paesi africani l'export di rame (grezzo e raffinato) rappresenta una voce importante della bilancia commerciale, pesando per circa il 50% dell'export totale della Repubblica Democratica del Congo e per oltre il 60% in Zambia. Una contrazione del prezzo del rame potrebbe quindi avere impatti significativi sul bilancio delle partite correnti di queste economie *resource-dependent*.

Fig. 5: flussi di import di rame raffinato in Cina (000 tonnellate, 2013)

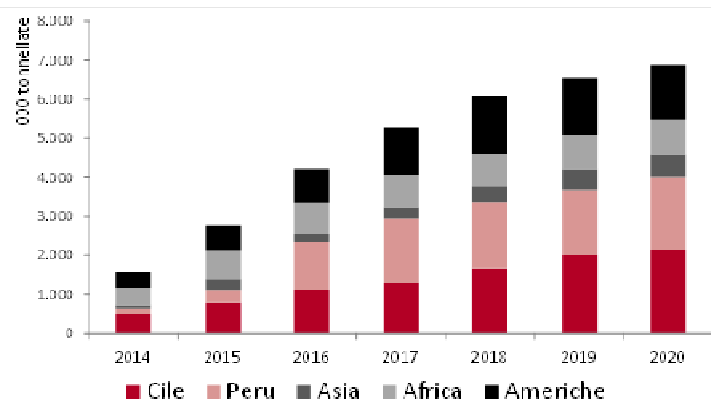


Fonte: Thomson Reuters GFMS

Le previsioni di crescita media annua della produzione di rame raffinato nel quinquennio 2014-2018 sono pari al +3,1%, raggiungendo le 24,5 milioni di tonnellate a fine periodo. A fare da supporto all'espansione dell'offerta ci sarà una crescente attività estrattiva, con la produzione mineraria che dovrebbe crescere del 3,2% annuo fino al 2018, sostenuta dall'entrata in attività di vari progetti i cui investimenti sono stati avviati durante il *boom* del ciclo delle *commodities* che ha toccato il picco nel 2011⁵. I principali progetti sono localizzati in Cile, Perù (che insieme rappresenteranno circa il 60% dell'incremento nell'offerta mondiale fino al 2020⁶), Cina e, in misura minore, Zambia e Repubblica Democratica del Congo.

Fig. 6: Nuova produzione mineraria di rame per area (previsioni)

Tab. 1: principali progetti nel settore minerario



Fonte: Bloomberg

GLOBAL - SELECT COPPER MINE PROJECTS				
Country	Company	Mine	Expected Output	Year
Chile	Anglo American, Glencore	Collahuasi	Increase from 500ktpa to 600-800ktpa	2014
Chile	Xstrata, Mitsui	Santa Dominga	65.3ktpa	2014
Perù	Capstone Mining	Santa Dominga	65.3ktpa	2014
Perù	Chalco	Toromocho	1mntpa	2014
Perù	Xstrata	Las Bambas	400ktpa	2014
China	Continental Minerals	Xietongmen	230ktpa	2014
Zambia	Kansanshi	Kansanshi	Increase from 340ktpa to 400ktpa	2015
Zambia	Vedanta	Konkola	Double to 400ktpa	2015
Mexico	Grupo Mexico	Cananea	450ktpa	2015
Perù	Freeport McMoRan	Cerro Verde	454ktpa	2016
Mongolia	Rio Tinto	Oyu Tolgoi	450ktpa	2019
Chile	BHP Billiton, Rio Tinto	Escondida	Increase from 1.0mnt to 1.3mnt	2015-2020

Fonte: BMI

⁵ Bloomberg stima che verranno aggiunti 7 milioni di tonnellate in termini di capacità estrattiva entro il 2020.

⁶ Bloomberg- "New Copper Mine Supply: Perspective to 2020", Aprile 2014.

L'impatto della variazione dei prezzi sulle società del settore

L'eccesso di offerta e le conseguenti pressioni al ribasso sui prezzi, potrebbero impattare sulla redditività delle società operanti nel settore. Nell'ipotesi che nei prossimi mesi i prezzi del rame dovessero attestarsi attorno ai valori attuali, le grandi compagnie dovrebbero riuscire a mantenere margini di redditività positivi grazie a significative economie di scala (si calcola che il *break-even* delle maggiori società - come Codelco, Freeport-McMoRan, Glencore Xstrata e BHP Billiton - sia pari a circa 5.000 USD/tonnellata), mentre i produttori più piccoli fronteggerebbero difficoltà nella copertura dei CAPEX⁷.

La *performance* del prezzo del rame nell'ultimo decennio ha reso la produzione profittevole anche per i piccoli operatori, grazie a prezzi passati da 2.000 USD/t nel 2003 a 10.000 USD/t nel 2011, per poi invertire la tendenza in questi ultimi anni. All'inizio di aprile 2014 i prezzi al LME hanno toccato quota 6.622 USD/t, un livello di poco al di sopra del prezzo minimo (6.613 USD/t) per la copertura dei costi operativi delle imprese minerarie che ricadono nel cosiddetto 90° percentile (coloro che contribuiscono al 10% dell'output globale, sostenendo costi elevati, con scarsa efficienza⁸). Questo dato dovrebbe far suonare un campanello di allarme per l'industria, soprattutto con riferimento alla sopravvivenza dei produttori poco competitivi.

Tab. 2: Principali società minerarie attive nel rame

Rank		Company	Production (000 t)	
2012	2013		2012	2013
1	1	Codelco	1,758	1,792
2	2	Freeport McMoRan	1,420	1,561
4	3	Glencore Xstrata	749	1,347
3	4	BHP Billiton	1,183	1,282
7	5	Rio Tinto	558	666
6	6	Anglo American	631	656
5	7	Southern Copper	638	616
8	8	KGHM	538	512
9	9	Antofagasta	470	476
10	10	Norilsk	364	367

Fonte: Thomson Reuters GFMS

Tab. 3: principali paesi produttori di rame

Rank		Country	Production (000 t)	
2012	2013		2012	2013
1	1	Chile	5,433	5,776
2	2	China	1,493	1,565
3	3	Peru	1,260	1,321
4	4	United States	1,164	1,260
5	5	Australia	919	960
9	6	DR Congo	547	842
7	7	Zambia	687	741
6	8	Russia	717	726
8	9	Canada	579	612
13	10	Indonesia	398	486

Fonte: Thomson Reuters GFMS

⁷FT – "Copper output surge adds to price pressure", 8 Aprile 2014.

⁸FT – "Falling prices put pressure on high-cost copper miners", 6 Aprile 2014.