

El café a precio de los años 70

Creemos que el café está muy infravalorado

El precio del café en términos nominales está a precios de los años 70 (1,24 \$/libra) pero ajustado por inflación ha bajado prácticamente un 90% desde los niveles máximos alcanzados en 1977. Medido en términos de oro su precio actual representa un 0,09% de la onza de oro, frente al 0,21% de media en el que ha cotizado desde 1989 o el 0,67% desde los años 50.

La demanda es creciente por países emergentes

La demanda es creciente sobre todo por países emergentes (2% CAGR en los últimos 10 años). El consumo per cápita en China es todavía bajo (prácticamente 140 gramos al año frente a los 1,2 kg per cápita de consumo de media global o los 4 kg de Japón).

El real brasileño está repuntando

La depreciación de más de un 50% del real contra el dólar ha sido un factor significativo para la bajada del precio del café desde 2011. El coste de producción en dólares de arábica en Brasil se ha visto reducido prácticamente a la mitad. Pero el real se está recuperando y además el café está cotizando a niveles cercanos a coste variable en Latinoamérica.

Los inventarios están muy bajos

Los inventarios están a un nivel bajo, 22% de inventarios sobre consumo. Sólo ha estado cercano a estos niveles cuatro veces en los últimos 50 años. Históricamente en épocas de inventarios bajos se han producido fuertes subidas. Los inventarios de los países exportadores, en concreto Brasil y Vietnam, están especialmente deprimidos.

Las materias primas históricamente lo hacen bien en un entorno de subidas de tipos

Las materias primas históricamente es el activo que mejor se comporta en un proceso de subida de tipos. Las materias primas comparadas con el S&P 500 están más infravaloradas que en la burbuja puntocom o que al inicio de la década de los 70, posteriormente en aquellos años su comportamiento relativo fue un 800% mejor que el del S&P 500.

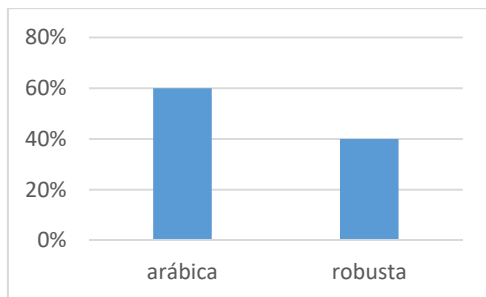
El café, originario de Etiopía

El café tiene su origen en Etiopía y es una de las materias primas más negociadas. Cotiza a 1,24 \$/libra (1 libra=0,45kg). Se produce principalmente en Brasil (36%), Vietnam (18%), Colombia (9%) e Indonesia (6%). Los principales consumidores son la UE (28%), Estados Unidos (17%), Brasil (13%) y Japón (5%). La media de consumo per cápita mundial está en 1,2 kg al año. Para la cosecha 2017/8 se espera una producción de 158,5 millones de sacos (1 saco=60kg) y un consumo de 157,6 millones de sacos.

Existen dos variedades: arábica y robusta

Existen dos variedades de café: arábica y robusta. La variedad arábica (60% de la producción global) tiene un sabor más suave mientras la variedad robusta (40% de la producción global) tiene un sabor más fuerte y se utiliza sobre todo para el café soluble. La variedad robusta es más productiva y resistente a enfermedades, puede crecer a menor altitud y a más altas temperaturas. Sus árboles pueden alcanzar 12 metros de altura y crece bien en climas cálidos y húmedos. Su contenido de cafeína es más elevado (del 2,4% al 2,8% de su peso) y no es el café de mayor calidad. La variedad arábica es menos productiva y más delicada, el árbol crece hasta 6 metros de altura, requiere un clima más moderado y necesita mucho cuidado. Su contenido de cafeína nunca excede del 1,5% de su peso. Debido a su calidad y a su sabor tiene un precio mayor que el robusta. Los árboles de café tienen una vida media de 15 años pero tardan en producir aproximadamente 5 años (por eso suele existir un decalaje desde que sube el precio del café hasta que aumenta la producción). Los cafetales alternan años de cosechas más elevadas con años de cosechas más reducidas. El café arábica se cultiva principalmente en Brasil (43%), Colombia (15%) y Etiopía (7%) mientras que el robusta se produce principalmente en Vietnam (43%), Brasil (18%) e Indonesia (15%).

Principales variedades de café (%)



Fuente: USDA

Históricamente regido por un sistema de cuotas

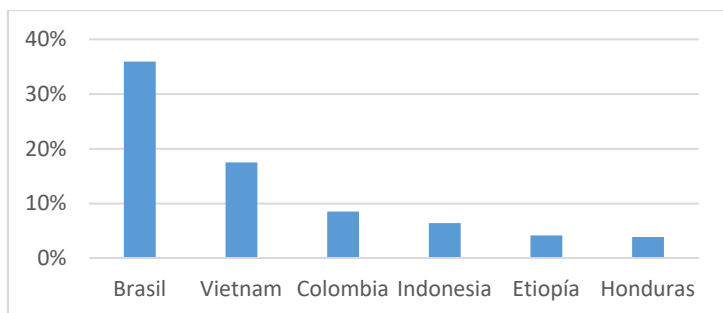
Después de la Segunda Guerra Mundial y hasta 1989 el mercado del café se rigió por un sistema de cuotas. Hasta mediados de los años 50, para estabilizar el precio del café, se llegó a un acuerdo internacional. Este acuerdo fue el precursor del International Coffee Agreement (ICA) firmado en 1962 que agrupó a 42 países productores y a través del cual el ICO (International Coffee Organization) fijaba las cuotas correspondientes. Para cumplir con las cuotas se acumulaban inventarios o se destruía la producción en años de buenas cosechas. Gracias a este acuerdo los precios se mantuvieron relativamente altos y estables en un rango de 1,2 a 1,4 \$/libra. Este sistema de cuotas se prolongó hasta julio de 1989 y terminó por diferencias entre los países. EEUU apoyó durante años el sistema de cuotas por motivos políticos, temían que si dejaban el mercado funcionar libremente el precio caería, el descontento popular se incrementaría y podrían acabar triunfando regímenes comunistas en América Central y Sudamérica. Cuando la Guerra Fría terminó, este temor se disipó y ya no

le interesó apoyar estos acuerdos. Los descensos en el precio después de la ruptura del acuerdo se vieron exacerbados por la entrada de Vietnam en el mercado internacional y por la implementación de nuevos métodos de producción y mecanización en Brasil.

Brasil y Vietnam son los principales productores

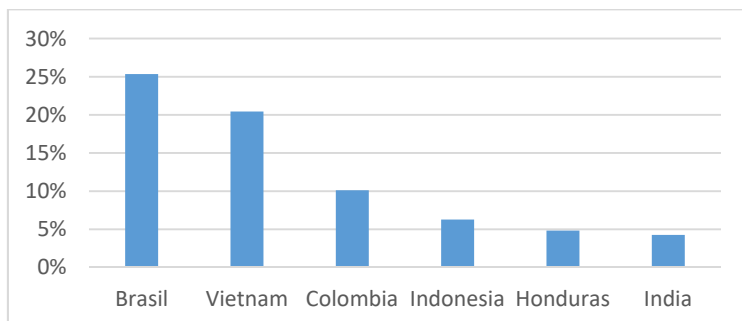
Brasil es el principal país productor (36% de la producción mundial). El 78% de su producción es arábica y el 22% robusta. El arábica se produce principalmente en los estados de Minas Gerais, Sao Paulo y Paraná, mientras que el robusta se produce principalmente en Espirito Santo. La producción en Brasil retrocedió desde 2012 por unos años de sequía que afectaron principalmente al robusta pero para la cosecha 2017/8 se espera un repunte de hasta 52 millones de sacos. Un problema que podría tener en el medio plazo es que la mayoría de sus cafetales se encuentran en los últimos años de producción según el USDA. En Vietnam (18% de la producción) la producción ha continuado su ascenso tanto por incremento de tierra, como por mejoría de la rentabilidad por hectárea. A medio plazo, sin embargo, puede tener el mismo problema con la edad de sus cafetales ya que más de un tercio tiene más de 15 años. En Colombia tras sufrir la crisis de la roya en 2009, en la que la producción de café del país bajó más de un 30%, esta se ha recuperado significativamente tras la renovación de los cafetales (más del 50% de las áreas productoras se ha renovado). En otros países productores como Honduras o Etiopía también se han producido mejores cosechas, sin embargo, en Indonesia se han producido ligeros descensos. Los principales exportadores son Brasil (25%), Vietnam (20%) y Colombia (10%). En Brasil y Vietnam las exportaciones se han mantenido relativamente estables, mientras que Colombia ha logrado incrementarlas tras superar la crisis de la roya.

Principales países productores (%)



Fuente: USDA

Principales países exportadores (%)

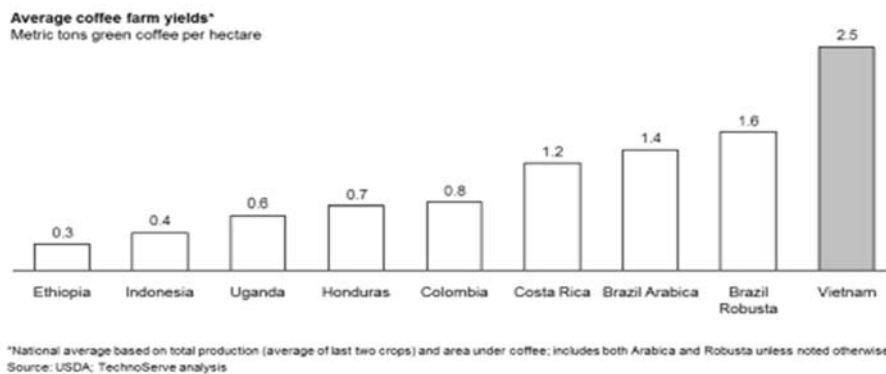


Fuente: USDA

Vietnam ha sido el vector de crecimiento en las últimas dos décadas

A nivel global la producción de café ha crecido en los últimos 10 años al 1,5% CAGR y al 1,3% en los últimos 5 años. La tierra arable en los últimos 20 años ha crecido al 0,5% anual. El principal vector de crecimiento ha sido Vietnam que ha visto crecer su producción desde 3 millones de sacos en 1995 a 25 millones de sacos en 2017 (ha supuesto un 33% del incremento de la producción global). El incremento en este país se ha producido tanto por una mayor tierra destinada al cultivo como por una mayor rentabilidad por hectárea. Vietnam se ha visto favorecido porque sus árboles son los más productivos de las principales regiones a nivel global, con 2,5 toneladas por hectárea, prácticamente el doble que la media de los productores de arábica y superior a las 1,6 toneladas por hectárea de robusta que se consiguen en Brasil.

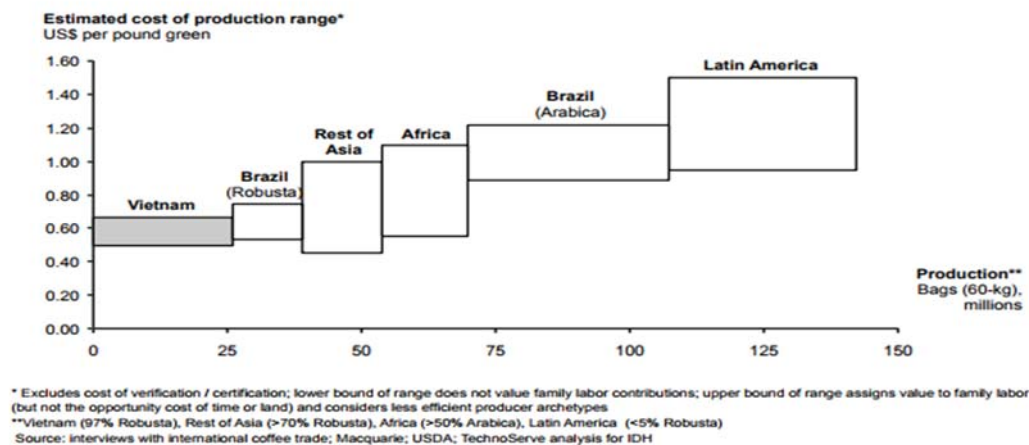
Rentabilidad por regiones (tns/ha)



Fuente: USDA, TechnoServe

Vietnam y Brasil en la variedad de robusta, son además los productores más eficientes en costes (0,5 a 0,8 \$/libra), mientras el resto de Latinoamérica, sin embargo, tiene los costes más elevados de (0,9 a 1,4 \$/libra).

Costes de producción por regiones (\$ por libra)

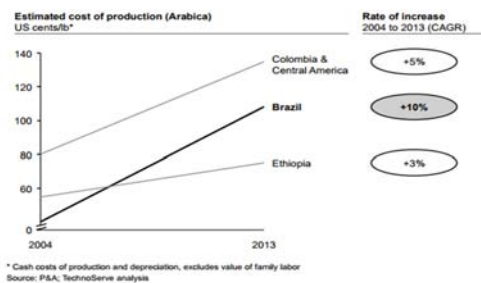


Fuente: Macquaire, USDA, TechnoServe, Entrevistas (2013)

Los costes han subido, especialmente en Brasil

Los costes de producción de café han crecido mucho, especialmente en Brasil, pero el crecimiento de los precios no ha ido acompasado con el crecimiento de los costes. Por ejemplo entre 2004-2013 los costes en Brasil han subido a un ritmo anual compuesto del 8,5% y en Colombia del 5,5% mientras los precios sólo han crecido al 1,5%. El precio actual de 1,24 \$/libra está cercano al coste de producción de arábica en Brasil. Muchos productores brasileños están sufriendo a estos precios. A corto plazo la producción de café es rentable si se cubren los costes variables. A largo plazo la rentabilidad sólo se consigue si se cubren todos los costes de producción (fijos y variables, incluida la depreciación). Teniendo en cuenta que los costes variables llegan a ser prácticamente un 90% en muchas regiones, creemos que el café tiene un margen limitado de bajada de precios. El ICO ve a largo plazo difícil que se mantenga el crecimiento estable de la producción de café debido al continuo aumento de los costes de producción, el impacto negativo de la climatología y la cada vez mayor incidencia de pestes y enfermedades en cafetales.

Incremento de coste de producción

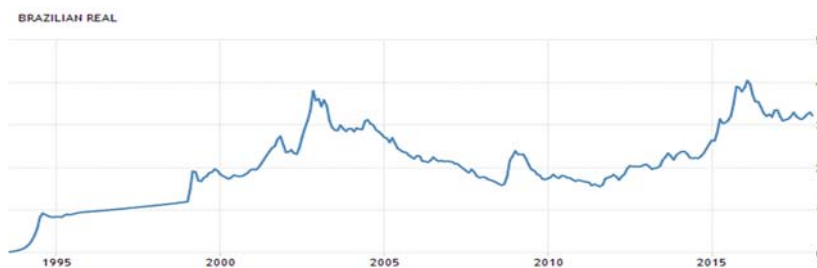


Fuente: P&A, TechnoServe Analysis

El real se está recuperando

Un factor decisivo en la bajada del precio del café desde 2011 (-60%) ha sido la depreciación del real brasileño contra el dólar. La depreciación ha disminuido los costes en dólares prácticamente un 50% (aproximadamente de 2,5 \$/libra a 1,16 \$/libra tomando costes en reales de 370). La correlación entre el real y el precio del café según BNP desde 2000 a 2014 es de 0,5 pero se ha incrementado en años recientes hasta un 0,89. Creemos, sin embargo, que el real (3,14 reales por dólar) tiene un margen menor de bajada a medio plazo ya que a poder de compra (PPP) se encuentra ligeramente infravalorado, el déficit por cuenta corriente de Brasil se ha corregido hasta niveles por debajo del 1% y el país se encuentra razonablemente barato (CAPE, PER de 10 años, de 12,9 veces, fuente: Meb Faber Research). Desde los mínimos alcanzados en 2015/6 el real ha empezado a repuntar.

Evolución del tipo de cambio del real brasileño frente al dólar americano

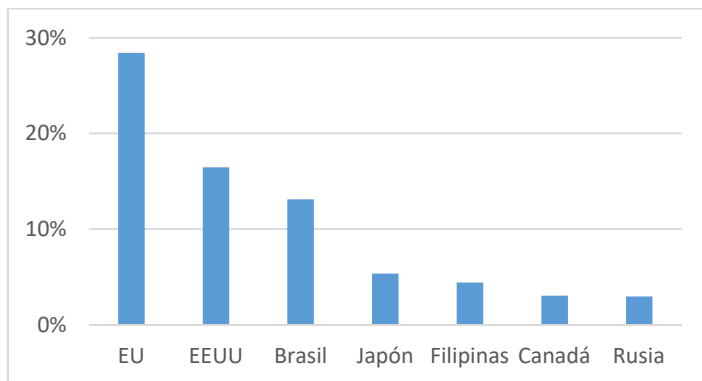


Fuente: Tradingeconomics

La demanda es creciente, principalmente por países emergentes

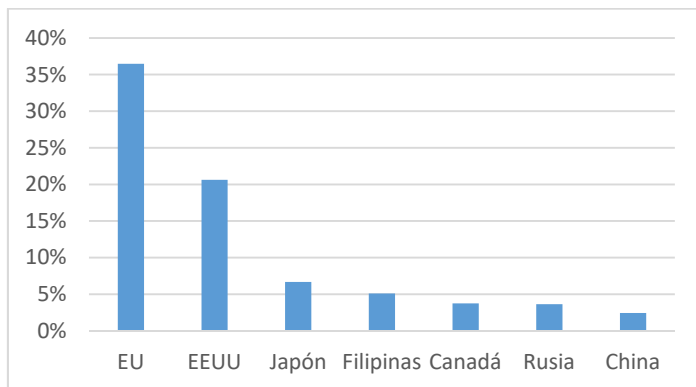
La demanda es creciente a largo plazo (+2% CAGR en los últimos 10 años). Este crecimiento se produce principalmente gracias a los países emergentes y a los países productores. El consumo per cápita mundial está en torno a 1,26 kg al año. En China el consumo son prácticamente 140 gramos (prácticamente 13 tazas al año), frente a los 5,3 kg en la UE, 4,8 kg en EEUU o 4 kg en Japón. Dentro del mercado de café, el café soluble es el que está registrando los mayores crecimientos (crece a ritmos cercanos al 4%) y es un punto de entrada para países emergentes tradicionalmente no consumidores de café. Por ejemplo es popular en países del sudeste asiático.

Principales países y regiones de la demanda (%)



Fuente: USDA

Principales países y regiones importadoras (%)



Fuente: USDA

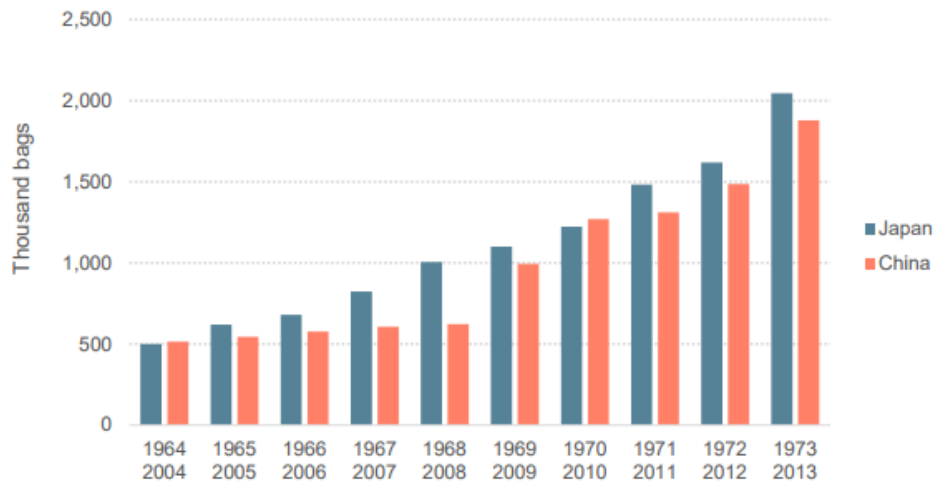
Un caso histórico: Japón como consumidor de café

El caso de Japón creemos que puede ser una buena aproximación para analizar una futura evolución del consumo en China. Japón básicamente era un país consumidor de té y actualmente es el cuarto consumidor mundial de café con 4 kilos consumidos por habitante y año. Desde los años 60 su consumo se ha multiplicado casi por 17 veces (desde 500.000 sacos en 1964 hasta 8,4 millones de sacos en 2017). China tiene 10 veces más población que Japón, por tanto, podría tener un impacto mucho mayor en el mercado. El consumo en Japón subió a un ritmo de prácticamente el 16% anualizado. El consumo en China en los últimos 10 años ha crecido a ritmos de un 36% anualizado y en los últimos 5 años a un ritmo del 14% anualizado, mientras su producción está creciendo tan sólo a un 4% anual (la tierra

arable destinada a café ha disminuido desde 2013 y la rentabilidad por hectárea es ya prácticamente la mejor a nivel global). China representa el 1,4% de la producción y el 2,1% del consumo de café mundial. El consumo de café en las ciudades es mayor (Shanghai y Pekín consumen 5 veces más café que la media de China), por tanto, el traslado de la población a las ciudades puede seguir siendo un factor positivo.

Evolución histórica del consumo de café en Japón frente al de China (000s sacos)

Figure 5: Coffee consumption in China (2004/05 to 2013/14) compared to Japan (1964/65 to 1973/74)



Fuente: ICO

Evolución histórica del consumo per cápita de café en Japón frente al de China (kg/habitante)

KILOS POR HABITANTE			
	JAPÓN		CHINA
1964	0.3067	2004	0.0238
1965	0.3641	2005	0.0250
1966	0.4209	2006	0.0264
1967	0.4767	2007	0.0276
1968	0.5935	2008	0.0282
1969	0.6395	2009	0.0448
1970	0.7191	2010	0.0570
1971	0.8515	2011	0.0586
1972	0.8955	2012	0.0661
1973	1.1656	2013	0.0836
2014	3.6881	2014	0.1083
2015	3.8049	2015	0.1321
2016	3.9331	2016	0.1373
2017	4.0000	2017	0.1390

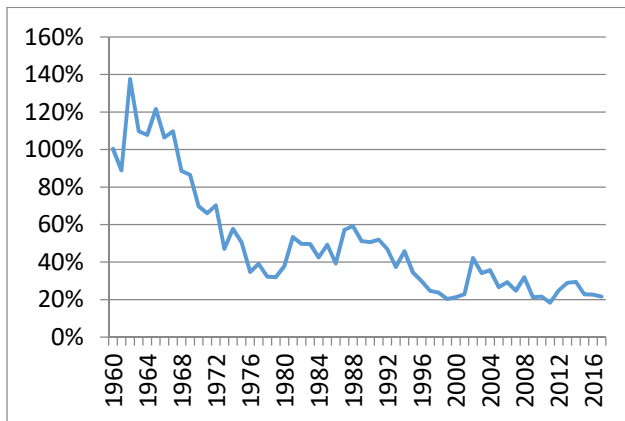
Fuente: SMC

Los inventarios están históricamente bajos

Los inventarios de café están en los niveles más bajos de los últimos 6 años, a un 22% de inventarios sobre consumo. Sólo cuatro veces desde 1960 han estado a niveles más bajos, e

históricamente niveles tan bajos de inventarios han coincidido con subidas fuertes de precios. Los inventarios son especialmente ajustados en los dos principales exportadores. Brasil ha pasado de tener 12 millones de sacos de inventarios en 2013 a 4 millones en 2017 y Vietnam de 6,4 millones en 2014 a 1,3 millones en 2017. Los inventarios combinados de Brasil y Vietnam son casi un 3,3% del consumo mundial. Este nivel está cada vez más cercano al 2,8% que se alcanzó en 2010/11 antes de que el café prácticamente triplicara de precio.

Inventarios sobre consumo de café (%)



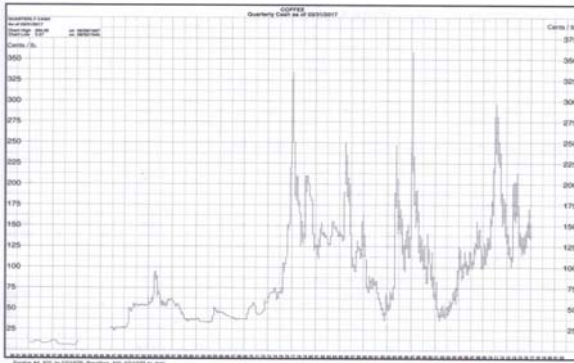
Fuente: USDA, SMC

Los precios están muy deprimidos

El precio del café en términos nominales está a precios de los años 70 (1,24 \$/libra) pero ajustado por inflación ha bajado prácticamente un 90% desde los niveles máximos alcanzados en 1977. Medido en términos de oro su precio actual representa un 0,09% de la onza de oro, frente al 0,21% de media en el que ha cotizado desde 1989 o el 0,67% desde los años 50. Está cotizando además por debajo de la media desde el año 2000 de 137,2 \$/libra y a niveles cercanos a coste variable (aproximadamente 0,99 \$/libra para arábica en Brasil). En el corto plazo las mayores subidas del precio del café se suelen producir entre junio y agosto ya que es la época en que puede haber heladas en Brasil y estropearse la cosecha (de media se produce una helada fuerte en Brasil cada 5 años). En el medio/largo plazo las mayores subidas vienen con inventarios bajos respecto al consumo y en períodos inflacionarios.

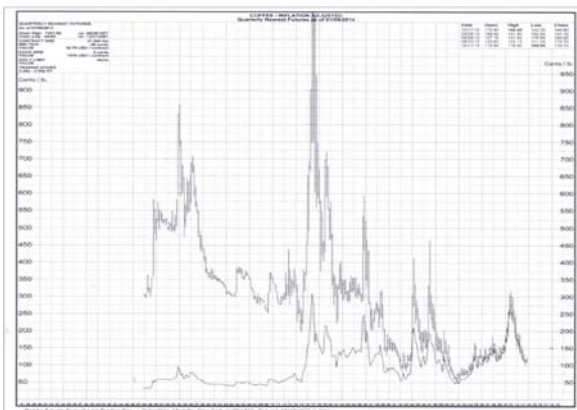
Como el resto de materias primas creemos que el café se verá beneficiado por un repunte de la inflación. En los años 70 el precio se disparó (multiplicándose por más de 7 veces). Creemos que además el café puede ser uno de los activos beneficiados del proceso de subida de tipos en EEUU, ya que históricamente las materias primas son el activo que mejor se comporta en este escenario. El comportamiento de las materias primas frente al S&P 500 está a niveles mínimos de los últimos 50 años, está por debajo de los niveles alcanzados a principios de los 70 o en la burbuja puntocom antes de que las materias primas registraran mercados alcistas. Su comportamiento relativo entonces fue un 800% mejor.

Precios en términos nominales del café



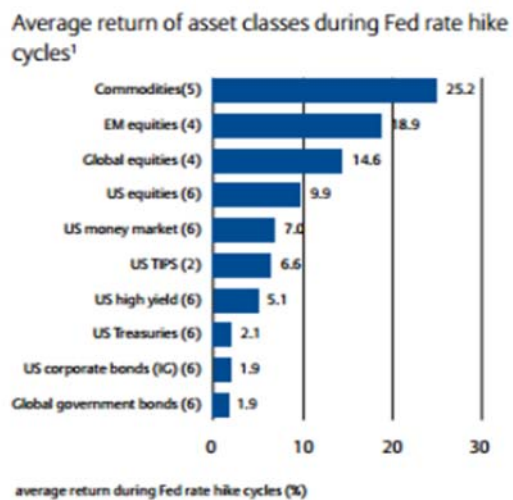
Fuente: CRB

Precios en términos reales del café



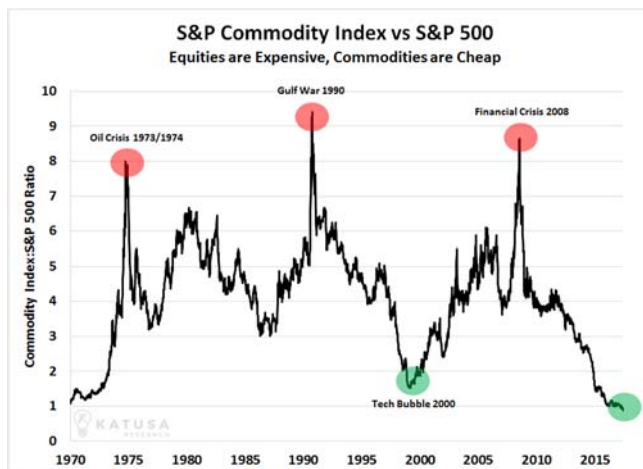
Fuente: CRB

Las materias primas históricamente lo hacen muy bien cuando la Fed sube tipos



Fuente: Allianz

Materias primas en mínimos frente al S&P 500



Fuente: Katusa Research

Gracias

Guillermo Nieto, Marta Escribano

AVISO LEGAL

Este documento tiene carácter meramente informativo y no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de inversión del producto financiero del cual se informa. Ninguna información contenida en el mismo debe interpretarse como asesoramiento o consejo, financiero, fiscal, legal o de otro tipo. En ningún caso este documento sustituye a cualquier otro de carácter legal, debiendo cumplimentar en cada caso de inversión, aquel que resulte adecuado para cada modalidad de inversión. A este respecto el inversor deberá recibir la documentación requerida por las disposiciones legales correspondientes. La información contenida en este documento se ha obtenido de buena fe de fuentes que consideramos fiables, empleando la máxima diligencia en su realización. No obstante no se garantiza la exactitud o integridad de la información que se contiene en el presente documento, la cual se manifiesta ha sido basada en servicios operativos y estadísticos u obtenida de otras fuentes de terceros. Todas las estimaciones y opiniones recogidas en este documento son realizadas en la fecha de su publicación y podrían cambiar sin previo aviso.

El valor de cualquier inversión puede fluctuar como resultado de cambios en los mercados. La información de este documento no pretende predecir resultados ni asegurar los mismos. La información aquí contenida se ha preparado para su difusión general y en ningún caso sustituye a la información oficial. No tiene en cuenta los objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades de ninguna persona en particular. Las inversiones discutidas en esta publicación pueden no ser idóneas para todos los inversores. Cualquier inversión deberá ajustarse al perfil de riesgo de cada inversor resultante del correspondiente test Mifid que se deberá completar. Debería buscarse asesoramiento de un asesor financiero sobre la idoneidad de los productos aquí mencionados antes de comprometerse a compra dichos productos, a la luz de sus objetivos específicos, situación financiera y necesidades particulares. Ninguno de los consejeros de Salmón Mundi Capital Sicav ni sus representantes legales, ni Salmón Mundi S.L. ni ninguno de sus respectivos empleados, representantes legales, consejeros o socios aceptan ninguna responsabilidad por pérdidas directas o indirectas. No se aceptará ninguna responsabilidad por el uso de la información contenida en este documento, que pueda producirse basadas en la confianza o por un uso de esta publicación o sus contenidos o por cualquier omisión. Los resultados pasados no son garantía o predicción de rentabilidades futuras. La información aquí contenida no pretende predecir resultados, los cuales pueden diferir sustancialmente de los reflejados.

Este documento no puede ser reproducido (en parte o en su totalidad) sin nuestro permiso previo por escrito. Este documento se dirige exclusivamente a su destinatario y puede contener información confidencial sometida a secreto profesional o cuya divulgación esté prohibida en virtud de la legislación vigente, por lo que se informa a quien lo recibiera sin ser su destinatario la responsabilidad en la que podría incurrir si lo utilizara o divulgase para cualquier fin. Si ha recibido este documento por error, le rogamos que nos lo comuniqué por teléfono y proceda a su eliminación. Por razones legales y operativas, este documento no está dirigido a personas físicas residentes en Estados Unidos o personas jurídicas constituidas bajo legislación estadounidense.