



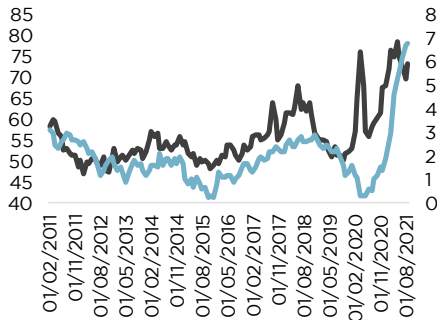
## NOTA DE ANÁLISIS

octubre de 2021

### Cuellos de botella...origen y ¿solución?

GRÁFICO 1: ISM (tiempos de entrega de proveedores) vs precios de producción

Fuente: Bloomberg



Precios de producción subyacentes (e.d.)

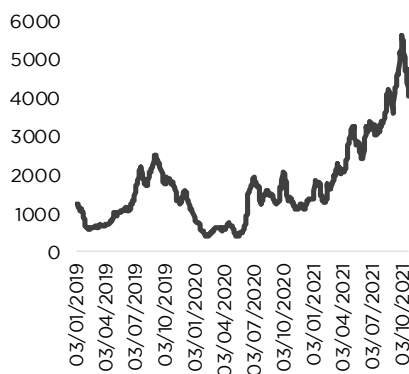
Entrega Proveedores (ISM)

Los cuellos de botella de los canales de suministro está siendo uno de los elementos de análisis más recurrentes actualmente. Se puede decir que estamos ante un problema de oferta, al incidir directamente en un retraso en la entrega de proveedores que, además, incrementa los precios de producción de las empresas (ver gráfico 1). Sin embargo, también existen lazos con la acumulación de estímulos fiscales y monetarios en países desarrollados, especialmente en EEUU, y, por lo tanto, los vínculos con la demanda también deben ser considerados.

En esta nota queremos valorar todos estos elementos, centrándonos en el origen de las dificultades y los desafíos que existen en estos momentos.

GRÁFICO 2: Índice Baltic Dry

Fuente: Bloomberg



#### Origen de los cuellos de botella: impacto de la pandemia

El inicio del problema se remonta al año pasado con la paralización de la economía global debido a la pandemia. Ello obligó a las empresas de transporte de mercancías a reducir su capacidad, ya que no tenía mucho sentido utilizar buques a mitad de carga y sin gran visibilidad a medio plazo. Ello se tradujo en un incremento de las cancelaciones que afectó principalmente a las rutas que comunican Asia con EEUU y Europa (entorno a un 40% del comercio global).

Tras el pico de la crisis, se empezó a avanzar hacia una mayor normalidad. En cualquier caso la misma no fue total, ya que se continuaron aplicando restricciones y medidas de distanciamiento, provocando una media de 4 cancelaciones a la semana en el 2S20 y aumentando hasta las 9 en el inicio de este año.

Lógicamente, esta reducción de la oferta tuvo una incidencia directa en el coste de transporte, experimentando una subida bastante notable. De hecho, la evolución del Baltic Dry plantearía un aumento de más de un 700% desde febrero del 2020 y del 190% en lo que llevamos de año (ver gráfico 2).

#### Hubo otros factores que incrementaron el problema

Más allá del origen de los cuellos de botella, en realidad se pueden identificar otros elementos que intensificaron las dificultades, destacando los siguientes:

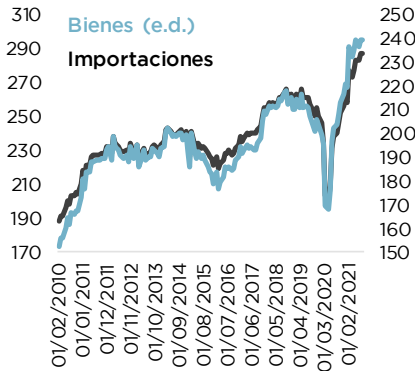
- 1) La obstrucción en el canal de Suez. Esta adversidad se produjo en marzo de este año y supuso mantener cerrado el tránsito marítimo que fluye por el mismo hasta 6 días, incrementando la congestión que ya se venía arrastrando.
- 2) Nuevas variantes del Covid-19. Los nuevos focos de coronavirus que se han observado a lo largo de los últimos



## Cuellos de botella...origen y ¿solución?

**GRÁFICO 3: Importaciones totales y de bienes en EEUU**

Fuente: Bloomberg



**DIBUJOS 1 y 2: Visión por satélite del grado de congestión en el puerto de los Ángeles (Sep 2021 vs Nov 2019)**

Fuente: Washington Post



meses no han permitido una normalización total de la situación. En este apartado destacarían especialmente los problemas observados en China, ya que su política de incidencia cero supone parar la actividad hasta que los contagios desaparezcan. Ello no sólo retrasa la producción del gran volumen de bienes intermedios que se producen allí, sino también el normal funcionamiento de sus puertos, incrementando el problema. De igual manera, ello supone un aviso a navegantes sobre el impacto potencial de los focos localizados recientemente en el país.

- 3) Estímulos fiscales y monetarios. Estas políticas fueron especialmente agresivas en EEUU y generaron un incremento de la demanda excepcional que, además, se concentró en los bienes de consumo, ya que los servicios no podían operar con normalidad. Evidentemente, un contexto de estas características cuando todavía no se había recuperado la actividad productora de China, ni el tránsito marítimo global, intensificó los contratiempos. De hecho, se puede observar cómo el volumen de importaciones acogidas por EEUU a lo largo de los últimos dos años se ha disparado notablemente (ver gráfico 3).

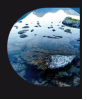
### Además existen algunos factores de índole estructural

Muchos de los elementos identificados anteriormente tienen un componente coyuntural. Pero la situación agregada se complica sobremanera cuando se añaden elementos de índole logístico. Uno de ellos vendría determinado por el tipo de embarcaciones que se utilizan para el transporte de mercancías, siendo las mismas de grandísimo tamaño, en un intento por aprovechar economías de escala. Este hecho, que tendría mucho sentido desde el punto de vista económico, supone un problema mayúsculo desde el punto de vista logístico, ya que muy pocos puertos tienen la capacidad de albergar estos buques y mucho menos en un gran número, incrementando así la congestión existente. Evidentemente, queda la opción de ampliar las instalaciones, pero eso sería lento, costoso y no exento de polémica, ya que en muchos casos implicaría retirar buena parte del coral que existe en las inmediaciones portuarias, con el consecuente coste medioambiental.

### ¿Y si la solución al problema no está en la oferta?

Hay múltiples estadísticas que evidencian el problema general que existe en estos momentos, destacando el creciente número de barcos aguardando a entrar en los puertos y el tiempo medio de demora (ver dibujos 1 y 2, además del gráfico de 4 de la página siguiente).

Hasta el momento, los esfuerzos de las autoridades públicas a la hora de enfrentar este problema se han centrado en tratar de incrementar la capacidad de los puertos a la hora de acoger la ola de embarcaciones que llegan todos los días. Así, ello ha



## Cuellos de botella...origen y ¿solución?

GRÁFICO 4: Nº de barcos esperando en el puerto de LA y tiempo medio de espera (sin atracar + anclados esperando para descargar)

Fuente: Puerto de Los Ángeles

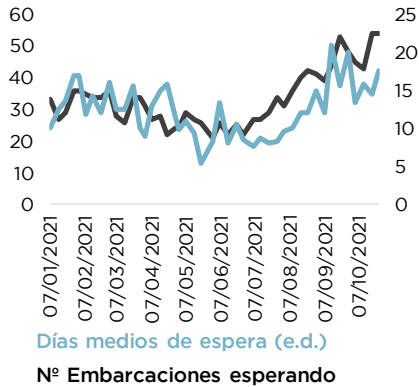


GRÁFICO 5: Volumen de TEU en el puerto de Los Ángeles

Fuente: Puerto de Los Ángeles

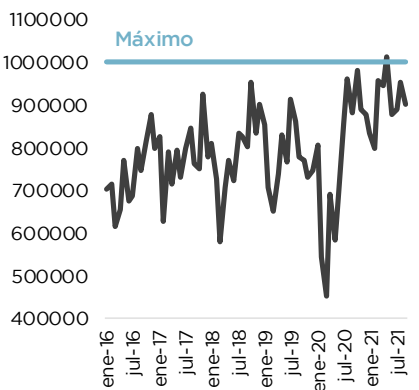
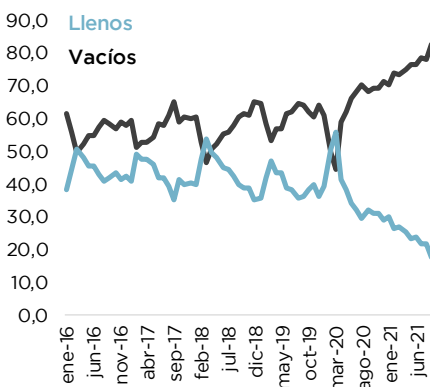


GRÁFICO 6: Salidas de containers del Puerto de los Ángeles

Fuente: Puerto de Los Ángeles



La proporción de containers que salen vacíos del puerto de Los Ángeles se ha disparado muy por encima de su media, señal de la urgencia en devolver los mismos al puerto de origen (Asia) para recargarlos nuevamente y emprender el camino a EEUU. Ello es una muestra clara del estrés que hay en el mercado de transporte marítimo (no se puede esperar a cargar los containers y enviarlos con material).

Además, indirectamente supone un contratiempo para los exportadores de EEUU que ven que sus envíos al exterior se ven alterados por esta urgencia.

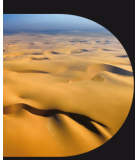
llevado a que el puerto de Los Ángeles pueda funcionar las 24 horas del día durante toda la semana o a poner facilidades para que haya más operarios que ayuden a descargar las mercancías y camiones que posteriormente los transporten. Sin embargo, cuesta pensar que estas medidas puedan solucionar el problema en toda su extensión, especialmente si tenemos presente que, en estos momentos, el puerto de Los Ángeles ya estaría funcionando prácticamente a su máxima capacidad. Ello no sólo quedaría validado por el volumen de TEU que existe actualmente (ver gráficos 5), sino también en el notabilísimo peso que tiene la salida de containers vacíos (ver gráfico 6). Es decir, se desecha la práctica común de recargar los mismos de cara al viaje de regreso a Asia en un intento por recortar los tiempos, lo que debe incidir negativamente sobre las empresas exportadoras estadounidenses de igual manera.

Teniendo esto en consideración y valorando el vínculo señalado anteriormente entre la formación de los cuellos de botella y los estímulos fiscales aplicados en EEUU, podemos llegar a concluir que una opción viable para reconducir la situación en un plazo "aceptable" pasaría por permitir un enfriamiento de una demanda sobrecalentada que, al mismo tiempo, llevaría aparejado una desaceleración del crecimiento.

Evidentemente, ello hace que las negociaciones a la hora de implementar mayores estímulos fiscales en EEUU ganen una importancia muy relevante, ya que cualquier iniciativa que impulse el gasto tan sólo incrementaría el problema de los cuellos de botella en mayor medida.

### Conclusiones

- 1) El problema de los cuellos de botella comenzó en el inicio de la pandemia y se vio intensificado por varios elementos adicionales, destacando en este último punto los notables estímulos fiscales y monetarios aplicados en EEUU.
- 2) Adicionalmente, existen elementos de índole algo más estructural que no tendrán una solución cortoplacista.
- 3) Incrementar la capacidad de trabajo en los puertos no va a significar un cambio sustantivo en la medida que los mismos ya estarían funcionando al límite de su capacidad.
- 4) Queda la opción de permitir que la demanda se enfríe, i) ya sea por el efecto que puede llegar a tener el aumento de los precios (al fin y al cabo esta variable no deja de ser el elemento que equilibra los desajustes entre la oferta y la demanda) o ii) actuando directamente sobre la misma rebajando los estímulos. En ambos casos estaríamos hablando de menor crecimiento.
- 5) Ante esta situación, la política fiscal que se pueda aprobar en EEUU resulta básica a la hora de plantear una visión para este problema.



Inverseguros S.V.  
DUNAS CAPITAL

**Análisis**  Tel. +34 914 26 38 20/6

**Borja Gómez (Director)**  
fbgomez@inverseguros.es

**Silvia Verde (Analista)**  
sverde@inverseguros.es

**Pedro Cid (Analista)**  
pcid@inverseguros.es

**Patricia Rubio (Apoyo)**  
correo@inverseguros.es

## AVISO LEGAL

La presente Nota ha sido elaborada por Inverseguros Sociedad de Valores, SAU (Entidad que pertenece al Grupo Dunas Capital) y se facilita sólo a efectos informativos. Inverseguros Sociedad de Valores, SAU es una entidad inscrita en España, autorizada y regulada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

La presente Nota no puede considerarse asesoramiento financiero personalizado, ni una oferta de compra o venta de acciones. La misma ha sido elaborada con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El receptor de la misma que tenga acceso debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a los que se hagan referencia pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración de la presente nota, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias, así como la información pública existente sobre dicho valor, y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto registrado en la CNMV y en la entidad emisora. Asimismo, debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

Asimismo, advertimos que toda inversión en cualquier valor está sujeta a riesgos de pérdida, incluso del principal invertido, así como que las inversiones en mercados cotizados conllevan gastos que no se están teniendo en consideración en este informe. Inverseguros Sociedad de Valores, SV no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Las opiniones expresadas en este informe reflejan las opiniones personales del equipo de análisis de Inverseguros Sociedad de valores, SAU. Asimismo, el equipo de análisis no recibe ni recibirá ingreso alguno por proporcionar una opinión específica en la presente Nota. No obstante, dichos analistas pueden haber recibido ingresos o recibir ingresos en relación, entre otros factores, a los resultados del Grupo Dunas Capital.

La información que incluye el presente informe se ha obtenido de fuentes consideradas como fiables, pero si bien se ha actuado de buena fe y de manera razonable para que dicha información no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no se puede garantizar que sea, precisa, exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera.

Es posible que alguna Entidad que forme parte del Grupo Dunas Capital o cualquiera de las IICs, ECR o FP gestionados por sus Entidades Gestoras, así como sus respectivos accionistas, consejeros directores o empleados, pueden tener una posición en el valor al que se refiere la presente Nota. Asimismo, Inverseguros Sociedad de Valores, puede negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento, colocación, aseguramiento u otros servicios al emisor de dicho valor, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados.

Inverseguros Sociedad de Valores cuenta con Política de Conflictos de Interés, así como un Reglamento Interno de Conducta (RIC), de obligado cumplimiento para todos sus empleados, directivos y Consejeros.

Cualquier Entidad de las que forman parte del Grupo Dunas Capital, así como sus empleados y directores, pueden emitir comentarios de mercado a sus clientes que difieran a las contenidas en la presente Nota.

La presente Nota no podrá ser reproducida, distribuida ni publicada por ningún receptor de la misma.