

Análisis Regional España / Economía Global

Los cuellos de botella, efectos bajo la lupa

Invertia, El Español (España)

Camilo Ulloa

Hace algunos meses vi un documental sobre las corrientes marinas. En este se explicaba de qué manera el delicado equilibrio entre las corrientes cálidas -como la que fluye desde el Golfo de México hacia el norte-, y las frías -como la que discurre desde Canarias en dirección sur- nos procura unas condiciones relativamente cómodas para la vida. El documental concluía que la alteración de este sistema, provocada en buena parte por la acción humana, supone un riesgo sistémico, de elevadísimo impacto y con una enorme incertidumbre asociada.

Simplificándolo mucho, las cadenas de valor a través de las cuales se articula el sistema de producción global funcionan de forma similar. Entre el proceso de diseño de productos y la distribución de los mismos pueden mediar enormes distancias, que necesariamente se tienen que salvar para alcanzar un punto de equilibrio global. Las materias primas fluyen desde las regiones con mayores dotaciones iniciales de estos recursos hacia aquellas donde se concentra la producción de manufacturas. En estas últimas, donde hay abundancia relativa de mano de obra, se producen buena parte de los bienes que posteriormente se distribuyen en los mercados internacionales. Parte de estos son demandados por las empresas: bienes intermedios que se transforman para venderlos a otros agentes económicos; y bienes de equipo que se usan para aumentar la capacidad productiva cuando así lo aconsejan las expectativas de beneficios futuros. El resto de los bienes manufacturados entran en las cadenas de distribución, a donde acuden de una forma más o menos directa sus consumidores finales.

Salvando las distancias se puede afirmar que el equilibrio de este sistema también nos ha deparado unas condiciones de vida relativamente cómodas, al menos en términos económicos y hasta la fecha. En pocas palabras, las cadenas de valor global nos permiten mantener unos niveles de producción, inversión y consumo mayores que los que tendríamos en ausencia de estas, y nos los ofrecen a unos precios más asequibles, gracias a la explotación de las ventajas competitivas en cada fase o localización de la producción. Todo ello, claro está, sujeto a que los costes de transporte, distribución y las tarifas arancelarias no se conviertan en barreras insalvables.

La crisis de la COVID-19 ha supuesto una perturbación notable en estas cadenas de valor. No solo durante las fases iniciales de la crisis, cuando la mayor parte del planeta se confinó y se detuvo buena parte de la producción no esencial y el comercio internacional, sino también en los meses más recientes, a pesar de que las vacunas han permitido el inicio de la recuperación. Así, desde el arranque de 2021 se vienen dando cuellos de botella en varios puntos del proceso productivo global, empezando por las fases de abastecimiento de materias primas -incluyendo la energía, la madera, el aluminio y el cobre-, y siguiendo por las fases de producción y distribución de bienes intermedios -destacando, por ejemplo, la escasez de semiconductores en los trimestres centrales del año-. Esta falta de suministros también se está saldando con intermitencias en la producción y distribución de bienes finales, tal y como ocurre en el sector automotriz y como se teme que además suceda con el sector de producción de juguetes justo de cara a la Navidad.

En un principio, la mayoría de los analistas coincidimos en que estos cuellos de botella deberían ser transitorios y que por esta misma razón sus efectos sobre la actividad y los precios finales deberían ser limitados. Ello se debía a que pensábamos que la mayor parte de las fricciones eran atribuibles a la incapacidad de la oferta para responder de forma ágil a la relativamente explosiva reactivación de la demanda, particularmente de la de China y luego de la de Estados Unidos. Sin embargo, con el paso de los meses se está observando que otros factores, tales como las diferencias que persisten en el grado de vacunación y, por tanto, de atenuación de la enfermedad entre las distintas regiones del mundo, están jugando un papel fundamental que, probablemente, se extienda al menos durante el

arranque del 2022. En concreto, el temor al contagio, y quizá de forma menos latente los mecanismos de protección de rentas puestos en marcha durante la crisis, presionan a la baja la oferta de trabajo en varios eslabones de las cadenas de valor. Peor aún, los rebotes de la enfermedad están obligando a parones instantáneos en la producción y la distribución, de mayor o menor calado dependiendo de los protocolos sanitarios locales. Todo esto, se ha visto agravado por el aumento de los costes de transporte, que no solo responden al encarecimiento de los de la energía, ni a los condicionantes directos de la enfermedad sobre la mano de obra en el sector, sino a su vez a la escasez de contenedores. Grosso modo, parece que hay relativamente pocos cuándo y dónde se les necesita y, por el contrario, que se apilan vacíos en otros puntos del planeta.

Los analistas también nos equivocamos en lo que respecta a la rapidez con que se propagarían los efectos de los cuellos de botella en las cadenas de valor. En España, por ejemplo, la inversión en maquinaria y equipo cayó con fuerza y de forma inesperada ya en el segundo trimestre del año (-4,7% trimestral, t/t), y los indicadores parciales de coyuntura nos hacen pensar que este comportamiento se prolongó durante el tercer trimestre (previsión BBVA Research: -3% t/t). Esto, debido tanto a la presión a la baja en las disponibilidades de bienes intermedios y de capital (importaciones y producción doméstica), así como a la incertidumbre que afrontan las empresas respecto a sus beneficios futuros, en un entorno en el que la recuperación económica está lejos de completarse y en el que los cuellos de botella también presionan al alza sus costes. Así, por ejemplo, los precios industriales registraron hasta agosto un aumento del 18% interanual (a/a), destacando los de la energía (41,6% a/a) y los de los bienes intermedios (16,1% a/a).

Preocupados por el impacto futuro sobre la actividad agregada y la inflación, tanto en Europa como en España, -y por cómo ello podría alterar las decisiones de la política económica en la UEM-, en BBVA Research desarrollamos un conjunto de modelos para estimar el coste agregado de los cuellos de botella en la industria manufacturera. Los resultados sorprendentemente nos revelaron que los efectos sobre la actividad son más significativos que aquellos que se ciernen sobre la inflación subyacente, lo que, lejos de despreocuparnos, nos advierte de la potencial severidad de este tipo de perturbaciones en la oferta. Básicamente, ello indica que probablemente el Banco Central Europeo (BCE) no tendría que actuar para atenuar la inflación, sino que la magnitud del impacto a la baja sobre la actividad agregada ya se encargaría de contener los precios. De hecho, nuestras estimaciones sugieren que los cuellos de botella ya han restado 0,3pp al crecimiento de 2021 y que, si persisten durante el primer semestre del siguiente año, podrían restar entre 1,0 y 1,4pp en el crecimiento del PIB. Ante esta tesitura, en BBVA Research hemos rebajado las previsiones de crecimiento para la economía española desde el 7,0% hasta el 5,5% para 2022, destacando la revisión a la baja en la formación bruta de capital (de -4,1pp), las exportaciones (-3,4pp) y las importaciones (-2,5pp). Más aún se mantienen activas las alertas ya que la incertidumbre es elevadísima y, a la espera de que se despeje, queda abierta la posibilidad de un deterioro adicional en las previsiones.

Así pues, salvando nuevamente las distancias, podemos concluir que, como en el caso de las corrientes marinas, el equilibrio que constituyen las cadenas de valor global es delicado, y su alteración supone un riesgo significativo con una enorme incertidumbre asociada. En el escenario más probable y benigno es de esperar que nuestras condiciones de vida sean algo menos cómodas que en ausencia de la perturbación, con mayores precios de las materias primas, algunos tiempos de aprovisionamiento mayores a los que estamos acostumbrados en algunos sectores, y un crecimiento, inversión y consumo algo menores.

AVISO LEGAL

El presente documento no constituye una "Recomendación de Inversión" según lo definido en el artículo 3.1 (34) y (35) del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado ("MAR"). En particular, el presente documento no constituye un "Informe de Inversiones" ni una "Comunicación Publicitaria" a los efectos del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión ("MiFID II").

Los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos u opiniones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª planta. 28050 Madrid (España).
Tel: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com

