Repensar el marco macroeconómico en un mundo condicionado por la oferta

Todos los *shocks* globales que ha experimentado el mundo en los últimos seis años tienen un rasgo común, que es también el denominador compartido por las cuatro megatendencias que configurarán la economía mundial en el futuro: todos ellos son fenómenos relacionados con el lado de la oferta agregada de la economía. Para un mundo que, en décadas anteriores, se movía esencialmente al ritmo de la demanda, esto tiene importantes implicaciones. La forma en que se han afrontado estos *shocks* hasta ahora plantea dudas sobre la sostenibilidad de algunas políticas económicas a medio plazo. ¿Qué otras medidas o estrategias deberían considerarse? Las exponemos aquí.

Juan Cerruti
María Victoria Núñez Cortés

Las crisis recientes han hecho que la economía mundial pase de un entorno impulsado por la demanda a otro marcado por *shocks* de oferta, como pandemias, conflictos geopolíticos, tensiones comerciales y cambios tecnológicos

¿Qué tienen en común la pandemia de COVID-19, la guerra en Ucrania, las tensiones comerciales por los aranceles y el conflicto en Oriente Medio? Lo mismo que varias megatendencias globales, como la geofragmentación, el cambio demográfico, el cambio climático y las nuevas tecnologías lideradas por la inteligencia artificial (IA). Todos ellos son *shocks* o tendencias que surgen inicialmente en el lado de la oferta agregada de la economía.

Para un mundo que históricamente se ha visto afectado principalmente por la demanda agregada, esto tiene profundas implicaciones en la forma de analizar y comprender los fenómenos globales. El debate no es solo teórico; también podría tener consecuencias para la economía mundial y para las políticas económicas e industriales en los próximos años.

Para los economistas o analistas económicos que se formaron con manuales cuyos modelos se desarrollaron en gran medida bajo la premisa opuesta —que la demanda agregada es la principal fuente de perturbaciones económicas, inspirada esencialmente en la escuela keynesiana—, esto implica un cambio radical en la forma en que pensaremos y entenderemos el mundo que viene. En los últimos años, la economía mundial parece haber pasado de un régimen impulsado por la demanda a otro impulsado por la oferta.

Un entorno 'incómodo'

En sentido estricto, un entorno dominado por *shocks* de oferta resulta algo 'incómodo' para todos. Para los economistas porque, como se ha señalado, exige ir más allá de los modelos tradicionales y comprender mejor ciertos patrones que suelen asociarse a otras disciplinas, como la ingeniería, más estrechamente vinculadas a las cadenas globales de valor, los procesos productivos y el cambio tecnológico. Y para los responsables de la política económica, porque un entorno así suele estar asociado a fenómenos como la estanflación (desaceleración económica junto con una aceleración de la inflación), una situación especialmente difícil tanto para los gobiernos como para los bancos centrales. En la mayoría de los casos, la 'solución definitiva' queda fuera de lo que puede hacerse a corto plazo —incluso más allá del horizonte temporal de los ciclos políticos— con los instrumentos habituales de política económica, aparte de tratar de mitigar los efectos temporales y 'ganar tiempo' mientras la fuente de la perturbación, como un conflicto militar o comercial, se disipa lentamente.

Los *shocks* de oferta negativos generan estanflación, que combina un menor crecimiento con una mayor inflación, y además reducen la eficacia de las políticas fiscales y monetarias tradicionales

La historia de la economía mundial contemporánea, fuertemente influida por el keynesianismo desde mediados del siglo pasado, ha documentado e identificado las perturbaciones de demanda como factores tradicionales o típicos de la inflación, por ejemplo, mediante herramientas empíricas como la curva de Phillips, que relaciona el nivel de inflación con el desempleo.

Eso que llamamos 'estanflación'

Fue hace algo más de medio siglo, a mediados de la década de 1970, cuando la 'crisis del petróleo' situó en primer plano el debate sobre las perturbaciones de oferta agregada y el término 'estanflación'. Si el *shock* inicial afecta a la oferta agregada, la situación se complica bastante más. Un *shock* negativo de oferta produce un efecto estanflacionista: subidas de precios junto con desaceleración económica o recesión. Este es el peor escenario posible o, como mínimo, aquel al que ningún gobierno quiere enfrentarse. Ninguna política fiscal o monetaria por sí sola puede resolver simultáneamente ambos problemas —aceleración de la inflación y desaceleración de la actividad económica—: combatir uno supone agravar el otro. La solución a un *shock* negativo de oferta exige cierta recuperación de la propia oferta. Por ejemplo, lo hemos visto con la relajación de los cuellos de botella y de las cadenas comerciales globales tras la pandemia y la invasión de Ucrania, que allanó el camino para el posterior descenso de la inflación mundial.

Las respuestas de política económica han amortiguado el impacto sobre la actividad, pero han dejado a la economía mundial con más deuda pública y balances de los bancos centrales más abultados, lo que reduce el margen para afrontar futuros *shocks*

Como se ha señalado, los principales *shocks* negativos de oferta de los últimos años han sido la pandemia de COVID-19 (2020), la guerra en Ucrania (2022), la guerra comercial arancelaria (2025) y, más recientemente, las tensiones en el estrecho de Ormuz (2026). Sin embargo, hay otras tendencias a medio y largo plazo que provocarán *shocks* positivos de oferta, probablemente más graduales, como la difusión de nuevas tecnologías lideradas por la IA. A medio y largo plazo, prevemos que estas tendencias generen un crecimiento más rápido junto con una desaceleración de la inflación.

Los cambios demográficos —el envejecimiento de la población, la migración, etc.— también son esencialmente movimientos del lado de la oferta, al igual que podrían serlo las perturbaciones derivadas del cambio climático. Conviene aclarar aquí que, cuando hablamos de *shocks* de oferta, no estamos ignorando que la demanda también se mueve durante este proceso; más bien, el impacto inicial, el detonante, procede del lado de la oferta agregada de la economía.

El respaldo de los datos empíricos

¿Respaldan los datos empíricos la idea de que la pandemia, la guerra en Ucrania y las recientes tensiones comerciales han sido *shocks* de oferta? La respuesta es sí, aunque con algunos matices. En promedio, un año después de cada uno de estos acontecimientos, el producto interior bruto (PIB) mundial se desaceleró 1,7 puntos porcentuales (pp), mientras que la inflación se aceleró 0,8 pp. Todos estos acontecimientos se comportaron como cabía esperar: la actividad se desaceleró y la inflación cobró impulso. La única excepción es la pandemia de COVID-19, cuando los precios seguían cayendo un año después, aunque dos años más tarde ya se habían acelerado, impulsados por los cuellos de botella generados, y la incipiente recuperación era evidente y la inflación ya había aumentado 2,4 pp, hasta el 5,6%[1].

En un entorno macroeconómico dominado por los *shocks* de oferta, los repuntes de inflación tienden a ser más frecuentes. Al mismo tiempo, la política monetaria pierde eficacia para contenerlos

Como se ha señalado, los últimos grandes *shocks* globales han sido *shocks* de oferta. De hecho, incluso los desequilibrios por el lado de la demanda parecen hoy algo anticuados. Con la mejora de la calibración y la gestión de la política monetaria y fiscal en las últimas décadas, gracias a bancos centrales independientes y modelos de seguimiento sofisticados, por no mencionar unos controles presupuestarios más estrictos, la posibilidad de que los desequilibrios persistentes de demanda —la diferencia entre la producción efectiva y la potencial, o brecha de producción— se amplíen sistemáticamente con el tiempo parece menor que en décadas anteriores. En este contexto, las fuentes iniciales de los desequilibrios se han desplazado hacia la oferta, donde, como veremos, las políticas fiscales y monetarias tradicionales operan de forma más incierta.

Entonces, ¿cómo ha afrontado el mundo hasta ahora los *shocks* negativos de oferta? En general, mediante políticas fiscales expansivas por el lado de la demanda, que trataban de minimizar el impacto contractivo a corto plazo sobre la actividad. Prueba de ello es que, en comparación con 2020 —antes de la pandemia, las guerras, las tensiones comerciales, etc.—, el nivel de deuda pública mundial era del 82% y, en las economías de la OCDE, del 97%. Ahora es del 96% y del 105%, respectivamente[2].

En lo que respecta a la política monetaria, la situación ha fluctuado. Al inicio de la pandemia se produjeron ciclos expansivos muy acusados, destinados a proporcionar abundante liquidez a los mercados, seguidos de periodos de endurecimiento monetario cuando la recuperación tras la pandemia y los cuellos de botella coincidieron con la invasión rusa de Ucrania, que impulsó al alza los precios de la energía y los alimentos.

[1] Fondo Monetario Internacional (FMI). Base de datos de Perspectivas de la Economía Mundial *(World Economic Outlook)*, varias ediciones.
[2] Fondo Monetario Internacional (FMI). Monitor Fiscal *(Fiscal Monitor)*, varias ediciones.

Lo cierto es que, en un entorno macroeconómico dominado por *shocks* del lado de la oferta, los repuntes de la inflación tienden a producirse con mayor frecuencia. Al mismo tiempo, la política monetaria pierde eficacia para contenerlos, mientras que sus mecanismos de transmisión se vuelven más complejos e indirectos.

Falta de coordinación

La forma en que el mundo ha afrontado los *shocks* de oferta ha sido bastante contradictoria: la política fiscal y la monetaria a menudo han ido en direcciones opuestas

El resultado ha sido que, desde una perspectiva global, la política fiscal y la monetaria se han movido a menudo en direcciones opuestas o con una coordinación solo modesta, el equivalente a que la mano derecha haga lo contrario que la izquierda. El resultado final de esta combinación de políticas monetaria y fiscal ha sido un mundo más endeudado, con balances de los bancos centrales mucho más abultados y unas políticas monetarias que han tenido que oscilar entre ciclos de bajadas y subidas de tipos. Algunos efectos de esta combinación de políticas parecen destinados a perdurar, como el reciente aumento de los tipos de interés a largo plazo, explicado en parte por las mayores dudas sobre la sostenibilidad fiscal a largo plazo de muchas economías.

¿Cuáles son las implicaciones de un mundo que, en el futuro, se vea afectado con mayor frecuencia por perturbaciones positivas del lado de la oferta, como la IA, o por otras perturbaciones negativas, como los conflictos geopolíticos, las pandemias o los riesgos de transición y físicos relacionados con el cambio climático? Cualquier respuesta sería incompleta y parcial. Pero estas son algunas conclusiones preliminares clave. Una primera conclusión es que la solución 'tradicional' de aplicar políticas monetarias o fiscales expansivas o contractivas, o ambas, no resuelve por sí sola la situación. Es necesario trabajar en políticas que influyan tanto en la oferta agregada como en la demanda agregada. La oferta agregada implica centrarse en la productividad, mejorar la tecnología, aumentar la formación y la recualificación de la población activa, aplicar políticas de estímulo focalizadas por sectores, implementar políticas industriales estratégicas y promover una transición energética coordinada, entre otras medidas. En suma: ampliar la frontera productiva de la economía.

El crecimiento futuro dependerá de ampliar la oferta agregada mediante ganancias de productividad, innovación, inversión, desarrollo de capacidades y políticas industriales selectivas

Un artículo de 2017 de los economistas Dirk Jan van de Ven y Roger Fouquet[3] describe el impacto de los *shocks* de oferta derivados de los precios de la energía en el Reino Unido. Sus conclusiones sugieren que el impacto de las perturbaciones de oferta aumentó con la creciente dependencia del carbón y disminuyó con la transición parcial al petróleo. Sin embargo, el paso de exportar carbón a importar petróleo incrementó el impacto negativo de las perturbaciones de demanda. En términos generales, los resultados indican que la economía no se volvió significativamente más resiliente frente a las perturbaciones de oferta a medida que estas evolucionaban. Es probable que la transición hacia formas de energía menos dependientes y volátiles —y más limpias— contribuya a mitigar estos efectos, aunque una mayor interdependencia internacional podría frenar este efecto. Otros economistas, como Carolina Pagliacci (2018), sostienen que los *shocks* de oferta pueden ser más frecuentes de lo que pensamos, pero que no los detectamos[4, 5].

[3] Van de Ven, D. J. y Fouquet, R. (2017), *Shocks históricos de los precios de la energía y sus efectos cambiantes sobre la economía,* Energy Economics, 62, 204-216.
[4] Pagliacci, C. (2019), *¿Estamos ignorando los shocks de oferta? Una propuesta para el seguimiento de las fluctuaciones cíclicas,* Empirical Economics, 56, 445-467.
[5] Van de Ven, D. J. y Fouquet, R. (2017), *Shocks históricos de los precios de la energía y sus efectos cambiantes sobre la economía,* Energy Economics, 62, 204-216.

Un estudio de los economistas del Banco Central Europeo (BCE) Massimo Ferrari Minesso, Marie-Sophie Lappe y Denise Rößler presenta una visión ligeramente distinta del papel de la energía. Señala que la correlación entre los acontecimientos geopolíticos y el precio del petróleo no es tan clara como se creía anteriormente. Un aumento de la tensión geopolítica no siempre se traduce en un incremento sistemático de los precios de la energía. De hecho, sostienen que, transcurrido un tiempo, los precios del petróleo tienden a mantenerse por debajo de sus niveles anteriores[6].

La economía mundial ha demostrado una notable resiliencia, pero el menor crecimiento y el menor margen de maniobra de las políticas económicas ponen de manifiesto la necesidad de reformas estructurales a largo plazo

Pero no todo son malas noticias en este mundo de 'tensiones de oferta'. La aparición de la IA podría tener un efecto positivo significativo sobre la productividad mundial en los próximos años. Pero es difícil saber con certeza en qué medida. Las estimaciones del impacto potencial sobre la productividad —un canal clave a través del cual la IA repercutirá en la economía— oscilan desde un aumento mínimo del 0,7% en 10 años (Acemoglu[7]) hasta uno mayor, del 6,8% (Aghion y Bruel[8]), o un 10-15% considerablemente más optimista, aunque todavía plausible, según otras instituciones públicas y privadas.

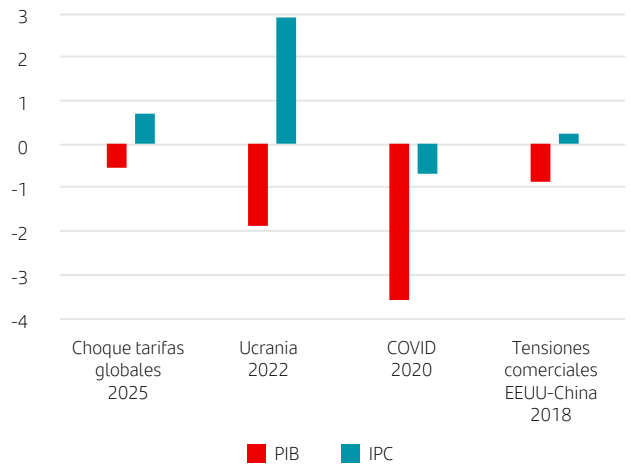
Dos lecciones principales

En los últimos años hemos extraído algunas lecciones fundamentales sobre la economía mundial, junto con una conclusión general sobre cómo proceder en adelante. Las dos lecciones son: 1) la economía mundial es más resiliente de lo que creíamos inicialmente, como confirman todas las recuperaciones posteriores a la pandemia; 2) aun así, el crecimiento mundial se ha visto afectado: el crecimiento anual es medio punto porcentual inferior al de las dos primeras décadas de este siglo. Estas dos lecciones principales nos llevan a concluir que, aunque la economía mundial ha mostrado resiliencia, ha salido de estos *shocks* con menos colchones que en el pasado: con menor margen de maniobra para la política fiscal, elevados niveles de deuda y balances abultados de los bancos centrales.

Esto plantea dudas sobre la capacidad para afrontar nuevos *shocks* inesperados. En un momento dado, pueden ser necesarias políticas paliativas a corto plazo por el lado de la demanda agregada, tanto fiscales como monetarias. Pero, para no recurrir a ellas en exceso, es necesario trabajar en paralelo en políticas a largo plazo que refuercen la oferta agregada en múltiples ámbitos, entre ellos la coordinación internacional, la formación laboral, las mejoras de productividad, la innovación tecnológica y la inversión. El reto de cara al futuro será diseñar políticas económicas que permitan conciliar mejor el crecimiento económico con la sostenibilidad a medio plazo.

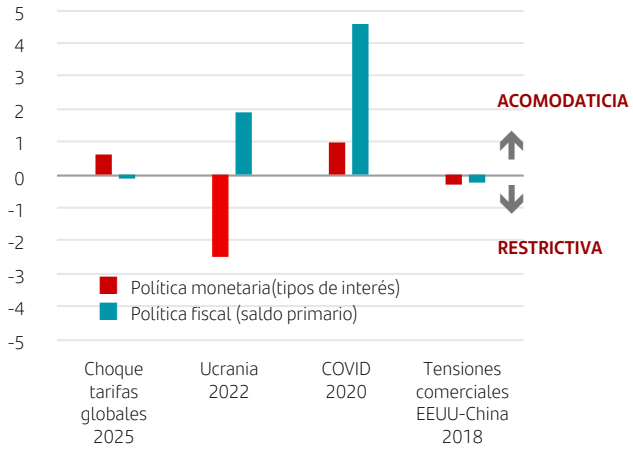
[6] Ferrari Minesso, M., Lappe, M.-S. y Rößler, D. (2023), *Riesgo geopolítico y precios del petróleo,* Boletín Económico del BCE, número 8/2023, recuadro 2, Banco Central Europeo.
[7] Acemoglu, D. (2024), *La macroeconomía simple de la IA*, Documento de Trabajo del NBER n.º 32487, National Bureau of Economic Research.
[8] Aghion, P. y Bunel, S. (2024), *IA y crecimiento: ¿en qué punto estamos?*, Banco de la Reserva Federal de San Francisco.

Impacto sobre el PIB y el IPC después de 1 año
(*shocks* económicos y geopolíticos 2000-2025, pp)



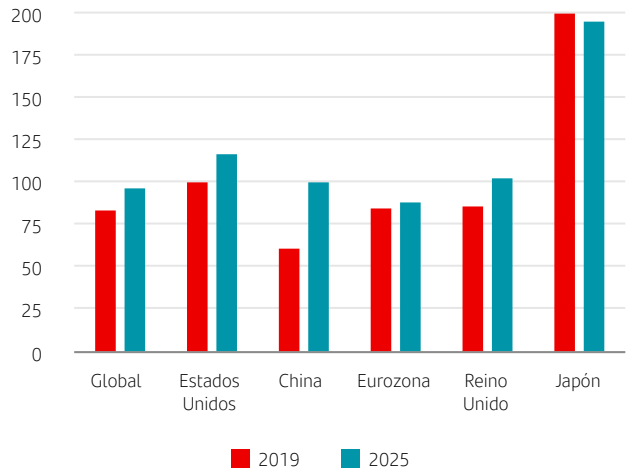
Fuentes: Refinitiv y Santander Research.

Impacto sobre la política monetaria y fiscal después de 1 año
(*shocks* económicos y geopolíticos 2000-2025, pp)



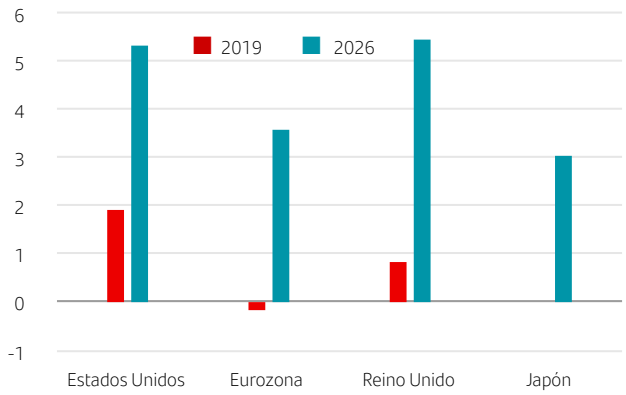
Fuentes: Refinitiv y Santander Research.

Deuda pública por país
(% PIB)



Fuente: BIS.

Rentabilidades de la deuda pública a 10 años
(%)



Fuente: Refinitiv.