



# La larga resaca económica de la PANDEMIA

La historia muestra que las secuelas económicas de la COVID-19 podrían acompañarnos durante años

Oscar Jordà, Sanjay R. Singh y Alan M. Taylor

El golpe que la pandemia de COVID-19 ha asestado a la actividad económica en los últimos meses no es más que el comienzo. Aunque el colapso rápido y sin precedentes de la producción, el comercio exterior y el empleo podrían revertirse a medida que la pandemia se desvanezca, los datos históricos indican que las consecuencias económicas a largo plazo podrían persistir durante al menos una generación.

Entre ellas corresponde mencionar un prolongado período de tasas de interés reales deprimidas —algo parecido a un estancamiento secular— que podría durar al menos dos décadas. Lo bueno es que estos períodos sostenidos de endeudamiento barato están asociados a salarios reales más altos y abren un amplio margen para que los gobiernos financien medidas de estímulo para contrarrestar el daño económico causado por la pandemia.

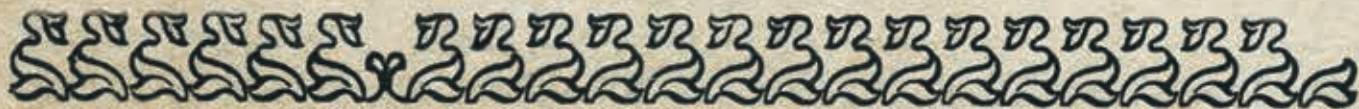
Hasta ahora, el análisis de las secuelas económicas de la pandemia se ha centrado lógicamente en los efectos a corto plazo de las estrategias de mitigación y contención. Ahora bien, a medida que los gobiernos lanzan programas fiscales a gran escala para contrarrestar la pandemia, es importante comprender cuál

será el panorama económico durante los próximos años y décadas. Estas circunstancias moldearán la política monetaria y fiscal de formas que aún no se comprenden totalmente.

Una mirada a otras pandemias, desde la peste negra del siglo XIV, nos permite observar los efectos económicos a mediano y largo plazo. Sin embargo, es necesario hacer una distinción crucial al extrapolar las tendencias históricas. Las pandemias como la peste negra ocurrieron en épocas en que prácticamente nadie llegaba a la vejez. Dado que la expectativa de vida hoy es mayor, la situación podría evolucionar de otra manera. La mortalidad causada por la COVID-19 parece afectar desproporcionadamente a las personas de mayor edad, que generalmente ya no participan en la fuerza laboral y tienden a ahorrar más que los jóvenes.

## **Pandemias y macroeconomía**

Los estudios históricos suelen centrarse en un suceso ocurrido en un país o una región y siguen los resultados locales remontándose como máximo a una década. Pero en el caso de las grandes pandemias, los efectos repercuten en economías enteras o en regiones más amplias por dos razones: el contagio es generalizado o





Dr. Doctor Schnabel von Rom.



Vos Creditis, als eine fabel.  
quod scribitur vom Doctor schnabel.  
der fugit die Contagion  
et aufert seinen Lohn darvon.  
Cadavera sucht er zu fristen  
gleich wie der Corvus auf der Misten.  
Ah Credite. zihet nicht dort hin  
dann Romæ regnat die Pesten.

Quis non deberet sehr erschrec,  
für seiner Virgul oder stecken.  
quâ loquitur, als wâr er stumm.  
und deutet sein consilium.  
wie mancher Credit ohne zweifel,  
das ihm tentir ein schwarzen teuffl.  
Marsupium heyst seine Höll.  
und aurum die geholte seel

I. Columbina, ad virum delineant

Paulus Fürst. Excudit

Kleidung wider den Tod zu Rom. Anno 1656.  
Also gehen die Doctores Medici dâher zu Rom, wann sie die, ander Pest erkrankte Per-  
sonen besuchen, sie zu curiren und fragen, sich widerm Gift zu sichern, ein langes Kleid von ge-  
wârtem Tuch ihr Angesicht ist verlarvt, fûden Augen haben sie grosse Crÿstalline Brillen, wide-  
Nasennetzen langen Schnabel voll wolriechender Specereij, in der Hände, welche mit Hand schühert  
wol versehen ist, eine lãnge Kütche und darmit deuten sie, was man thun, und gebrauchẽ soll

la integración del comercio y los mercados termina propagando el shock económico a todo el planeta.

En un nuevo estudio (Jordà, Singh y Taylor, 2020), adoptamos un enfoque mundial para analizar las consecuencias macroeconómicas de las pandemias en una serie de economías europeas. Nos centramos en las secuelas de 15 grandes pandemias, enumeradas en el cuadro, que provocaron como mínimo 100.000 decesos.

Usando datos recién publicados sobre el rendimiento de la deuda soberana a largo plazo desde el siglo XIV (Schmelzing 2020), estimamos la respuesta de una tasa de interés natural real (es decir, descontada la inflación) en Europa tras una fuerte pandemia. De aquí en más, nos referimos simplemente a la “tasa natural”.

Para los economistas, la tasa de interés natural o neutral es el nivel de equilibrio que mantiene a una economía en crecimiento a la tasa potencial con inflación estable. A largo plazo, la demanda y la oferta relativas de fondos prestables de ahorristas y prestamistas determinan la tasa natural.

La tasa natural es un barómetro económico importante. Por ejemplo, a medida que la población se vuelca a la frugalidad, la oferta relativa de ahorro aumenta, y cuando el ritmo subyacente de crecimiento disminuye, la inversión pierde atractivo; en ambos casos, la tasa natural baja para restablecer el equilibrio.

Como lo muestra el gráfico 1, las pandemias tienen efectos duraderos en las tasas de interés. Tras una pandemia, la respuesta de la tasa natural de interés se inclina a la baja casi 1,5 puntos porcentuales al cabo de unos 20 años. Para ponerla en perspectiva, esa reducción es comparable a lo que hemos experimentado desde mediados de la década de 1980 hasta ahora. Además, observamos que la tasa natural tarda otros 20 años en retomar el nivel original.

### Observaciones impactantes

Estos resultados son impactantes y ponen en evidencia los profundos efectos económicos de las pandemias a lo largo de los siglos. Es bien sabido que tras recesiones graves causadas por crisis financieras, las tasas seguras reales, que están muy vinculadas a la tasa natural, pueden quedar deprimidas durante 5 a 10 años (Jordà, Schularick y Taylor, 2013), pero en este caso la respuesta es aún más persistente.

Los datos del gráfico 1 concuerdan con el bien conocido modelo neoclásico de crecimiento. La pérdida de empleo sin una destrucción paralela de capital provoca un reequilibramiento de la rentabilidad relativa del trabajo y del capital. La resultante caída de las tasas de interés también puede verse

### Una perspectiva histórica

A lo largo de la historia sobre la que existen registros ha habido por lo menos 15 grandes pandemias que provocaron como mínimo 100.000 muertes.

Suceso	Inicio	Final	Muertes
Peste negra	1331	1353	75.000.000
Peste en Italia	1623	1632	280.000
Gran Peste de Sevilla	1647	1652	2.000.000
Gran Peste de Londres	1665	1666	100.000
Gran Peste de Marsella	1720	1722	100.000
Primera pandemia de cólera	1816	1826	100.000
Segunda pandemia de cólera	1829	1851	100.000
Pandemia de cólera en Rusia	1852	1860	1.000.000
Pandemia mundial de influenza	1889	1890	1.000.000
Sexta pandemia de cólera	1899	1923	800.000
Pandemia de encefalitis letárgica	1915	1926	1.500.000
Gripe española	1918	1920	100.000.000
Gripe asiática	1957	1958	2.000.000
Gripe de Hong Kong	1968	1969	1.000.000
Pandemia de H1N1	2009	2010	203.000

**Fuentes:** Alfani y Murphy (2017); Taleb y Cirillo (2020), y [https://en.wikipedia.org/wiki/List\\_of\\_epidemics](https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_epidemics) con sus referencias.

amplificada por un aumento del ahorro entre los sobrevivientes a la pandemia, que quizá deseen sencillamente reconstruir su patrimonio o puedan ser más frugales por motivos de precaución.

Si esta explicación es correcta, deberíamos observar un patrón muy diferente tras un tipo de suceso histórico bastante diferente que también cobra muchísimas vidas: la guerra. A diferencia de las pandemias, los grandes conflictos armados provocan también la destrucción de cultivos, tierras, estructuras y maquinaria; en otras palabras, la pérdida de capital.

Para profundizar el análisis, ampliamos nuestras estimaciones iniciales e incluimos grandes guerras que causaron una elevada pérdida de vidas (y fuertes pérdidas de tierras, estructuras y otras formas de capital tradicionales). Los resultados no podrían ser más claros. En las guerras, la mayor pérdida de capital en relación con la pérdida de trabajo inclina la respuesta de la tasa de interés hacia el alza, no hacia la baja, como se observa en el gráfico 1. Las guerras suelen dejar tasas de interés reales elevadas durante 30 a 40 años, de una manera económica (y estadísticamente) significativa.

Si el mecanismo neoclásico es correcto, hay otra dimensión en la cual los efectos de la pandemia deberían ser visibles. A medida que disminuye la relación trabajo/capital, la tasa natural debería bajar, y los

salarios reales, subir. El gráfico 2 muestra la respuesta de los salarios reales ante una pandemia: suben paulatinamente de modo que, al cabo de 40 años, son aproximadamente 10% más altos. Ese patrón coincide con la lógica del modelo neoclásico de crecimiento.

**Resultado neto**

Las grandes pandemias del milenio pasado generalmente estuvieron seguidas de bajas tasas de rendimiento de los activos. Medidas en función de la desviación de la tasa de interés natural, estas respuestas indican que las pandemias están seguidas de períodos sostenidos —durante varias décadas— de tasas de interés reales deprimidas. Eso puede reflejar la falta de inversiones necesarias (debido al exceso de capital por unidad de mano de obra superviviente), una mayor voluntad de ahorro (por precaución, más incertidumbre o el deseo de reconstruir el patrimonio), o ambos factores.

Si las tendencias históricas que hemos puesto de relieve se repiten tras la COVID-19, el estancamiento secular (Summers, 2014) sería un problema para la política de estabilización monetaria y fiscal durante las dos próximas décadas o más.

Pero, ¿cabe esperar una caída de la tasa natural de 1,5% a 2% esta vez? Hay al menos tres factores que probablemente atenúen esa caída.

Primero, la letalidad de la COVID-19 dentro de la población total podría ser menor que la de otras grandes pandemias si la atención médica y las medidas sanitarias modernas son más eficaces.

Segundo, la COVID-19 afecta principalmente a las personas de mayor edad, que ya no forman parte de la fuerza laboral y que suelen ahorrar más que los jóvenes; se trata de una diferencia importante respecto de siglos pasados, cuando la expectativa de vida era más corta.

Tercero, la decisiva expansión fiscal lanzada para contrarrestar la pandemia incrementará aún más la deuda pública, reduciendo la tasa de ahorro nacional y, quizá, empujando al alza las tasas de interés reales.

Aun así, en términos netos prevemos un período sostenido de tasas de interés reales bajas (aunque atenuado por los factores mencionados). Eso crearía un saludable espacio fiscal para que los gobiernos mitiguen con fuerza las consecuencias de la pandemia. **FD**

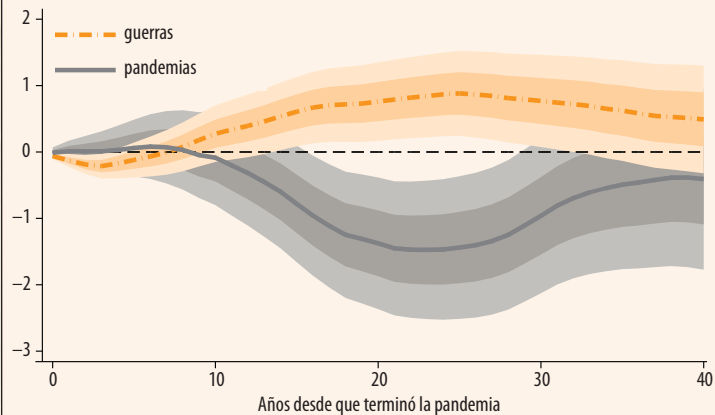
**ÒSCAR JORDÀ** es asesor principal del Banco de la Reserva Federal de San Francisco y profesor de Economía en la Universidad de California, Davis. **SANJAY R. SINGH** es profesor asistente de Economía en la Universidad de California, Davis. **ALAN M. TAYLOR** es profesor asistente de Economía en la Universidad de California, Davis.

Gráfico 1

**Guerras versus pandemias**

La tasa de interés real tiende a mantenerse elevada durante décadas después de las guerras, lo cual es lo opuesto de lo que ocurre después de una pandemia.

(respuesta de las tasas de interés reales a la pandemia, porcentaje)



Fuente: Jordà, Singh y Taylor (2020).

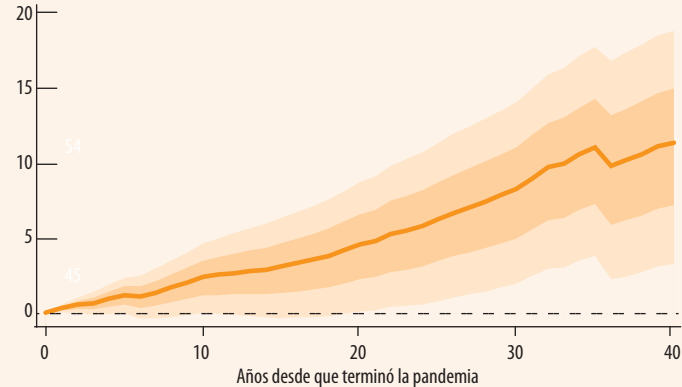
Nota: Las regiones sombreadas representan bandas de desviación estándar.

Gráfico 2

**Aumento continuo**

Los salarios reales tienden a aumentar gradualmente en la década siguiente a una pandemia.

(respuesta de los salarios reales a una pandemia, porcentaje)



Fuente: Jordà, Singh y Taylor (2020).

Nota: Las regiones sombreadas representan bandas de desviación estándar.

**Referencias:**

Jordà, Ò., M. Schularick y A. M. Taylor. 2013. "When Credit Bites Back". *Journal of Money, Credit and Banking* 45 (s2): 3–28.

Jordà, Ò., S. R. Singh y A. M. Taylor. 2020. "Longer-Run Economic Consequences of Pandemics". *Covid Economics: Vetted and Real-Time Papers* 1 (3 de abril): 1–15.

Schmelzing, P. 2020. "Eight Centuries of Global Real Interest Rates, R-G, and the 'Suprasecular' Decline, 1311–2018". Bank of England Staff Working Paper 845, Londres.

Summers, L. H. 2014. "U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound". *Business Economics* 49 (2): 65–73.