

## RECUADRO V.1

### RECUPERACIÓN ECONÓMICA POST PANDEMIA

#### Introducción

La pandemia del Covid-19 ha forzado a las autoridades a imponer medidas obligatorias de suspensión de actividades comerciales, educativas y profesionales, así como cuarentenas en numerosas comunas. Además, los hogares han disminuido voluntariamente sus actividades de consumo y trabajo para reducir la posibilidad de contagio. Estas decisiones han tenido consecuencias económicas significativamente más negativas que las estimadas en el IPoM de marzo. Asimismo, existe un altísimo grado de incertidumbre respecto de las perspectivas de mediano plazo de la economía, dependiendo de cómo evolucionen los contagios, las medidas de restricción, y las decisiones de hogares y empresas una vez terminen las cuarentenas.

En este Recuadro se revisa evidencia tanto de recuperaciones tras recesiones fuertes que han ocurrido en la historia reciente, como de los principales mecanismos que han sido importantes en estos episodios. Así mismo se revisa la evidencia preliminar de la recuperación que ya está ocurriendo en otras economías. Con esto se intenta dar cuenta de qué elementos podrían ser los relevantes durante la recuperación post-pandemia.

La evidencia histórica muestra que, ante *shocks* recesivos de gran magnitud, las recuperaciones económicas tienden a ser más lentas, posiblemente explicadas por fenómenos de histéresis en el mercado laboral, otras no-linealidades asociadas con la destrucción de cadenas productivas y relaciones laborales, y complicaciones en mercados financieros derivados de estas destrucciones. En una situación como la actual, que afecta directamente a las empresas, el riesgo que se rompan estas relaciones económicas y se incurran en dichas no-linealidades es alto.

Es necesario, no obstante, tomar esta evidencia como solo indicativa de cómo podría ser la recuperación post-pandemia pues la naturaleza del actual *shock* —de tipo sanitario— se diferencia de recesiones anteriores, y no se tiene evidencia sistemática histórica de recuperaciones ante *shocks* comparables. Asimismo, la magnitud de los programas de apoyo fiscal y monetario no tienen precedentes. Sobresale su énfasis en

mantener el empleo y el crédito, previniendo que las relaciones comerciales y laborales se rompan, disminuyendo así los daños en la economía generados por la contracción fuerte en actividad económica. De lograrse, la recuperación posterior podría ser más vigorosa que aquellas observadas en la historia reciente.

#### Recuperaciones económicas: el rol de la histéresis y las no-linealidades

La literatura que estudia las recuperaciones económicas que siguen tras recesiones fuertes muestra que *shocks* recesivos de gran magnitud están asociados a recuperaciones más lentas, comparados con aquellos que han dado origen a recesiones de menor magnitud. Asimismo, se han identificado varios canales por los cuales las recesiones tienden a veces a propagarse en el tiempo, haciendo de las recuperaciones un proceso lento. Blanchard et al. (2015), usando datos de 122 recesiones en 23 países desarrollados, entre 1960 y el 2015, muestran que el 70% de las veces el PIB permanece por debajo de la tendencia pre-recesión. Esto se explica, en parte, por el tipo de *shock* que afecta a la economía, que puede tener efectos directos en el corto y largo plazo (crisis financieras, *shocks* de oferta), pero también por la presencia de histéresis (persistencia de los efectos), que implica que las recesiones pueden tener efectos permanentes sobre el nivel de producto en relación a su tendencia. Los motivos que sustentan esta hipótesis son i) un desempleo alto, que se puede convertir en permanente para muchos trabajadores por pérdida de capital humano; ii) la reducción de la inversión y consiguiente disminución del stock de capital; y iii) la reducción de I&D que ocasiona bajas permanentes de la productividad, entre otros.

Además, los *shocks* de magnitud elevada pueden tener efectos más que proporcionales en la actividad debido a otras no-linealidades. Estas incluyen destrucción de cadenas productivas, relaciones financieras entre deudores y bancos; costos fijos de liquidación e iniciación de empresas, costos fijos de exportar, etc., que retarden o impidan el retorno a una senda de crecimiento tendencial cuando un *shock* produce una caída fuerte del producto. Estos mecanismos no operarían, o serían mucho menos relevantes, cuando el *shock* es de menor magnitud.

La tabla V.1. complementa el trabajo de Blanchard et al. (2015) identificando 575 episodios de recesión fuerte en un conjunto mucho mayor de países —138 en total— en el periodo 1960-2014. Sobre este grupo de eventos se estudia el comportamiento del PIB en los dos años siguientes al episodio recesivo. La tabla muestra la tasa de crecimiento promedio (entre episodios) para el primer año de la recesión ( $t_0$ ) y los dos años subsiguientes ( $t_0+1$  y  $t_0+2$ ) para dos grupos de eventos: (i) recesiones donde el decrecimiento en  $t_0$  fue menor a 5%; (ii) recesiones donde el decrecimiento en  $t_0$  fue mayor a 5%. Se observa que la tasa de crecimiento en  $t_0+1$  es cuatro veces menor para el grupo de recesiones más severas. En  $t_0+2$  hay un rebote mayor para el grupo de recesiones severas, pero el nivel del PIB sigue estando por debajo del previo a la recesión en cerca de 4%, mientras que para el grupo de recesiones menores a 5%, el nivel del PIB supera al pre-recesión en casi 3%<sup>1/</sup>.

La tabla V.2 complementa el análisis presentando los resultados de una regresión entre el crecimiento acumulado en los dos primeros años de cada recesión contra la tasa de crecimiento en el primer periodo de la recesión. Si hubiera un rebote en el año siguiente a la crisis, se esperaría que el crecimiento acumulado fluctúe alrededor de cero y que no tuviera correlación significativa con la magnitud de la crisis en el periodo inicial. Este efecto rebote pareciera estar en el grupo de crisis con decrecimiento en  $t_0$  menores a 5% pues el coeficiente es bajo, a pesar de ser significativo, y la bondad de ajuste, medida por el R2, es baja (0.013). En contraste a esto, para el grupo de crisis con una caída en  $t_0$  mayor a 5%, la relación entre el crecimiento acumulado y la caída en el periodo inicial es significativa y cercana a 1, lo que indica la ausencia de un efecto rebote en el segundo periodo, y el R2 es significativamente mayor (0.449). El gráfico V.11 muestra las observaciones asociadas con cada uno de los grupos analizados, y se puede apreciar nuevamente que existe una relación entre la profundidad de la recesión en el primer año y el crecimiento acumulado para aquellos episodios recesivos mayores a -5%.

<sup>1/</sup> Los resultados se mantienen de forma cualitativa si se escoge un umbral más pequeño de 2% (en vez de 5%) para definir los dos tipos de episodios recesivos. Finalmente, los resultados de las regresiones en la tabla V.2 se mantienen cuando controlamos por nivel de desarrollo, medido a través del PIB per cápita inicial del país. Ver Valencia y Villacorta (2020).

**TABLA V.1**  
Crecimiento promedio entre crisis

	$t_0$	$t_0+1$	$t_0+2$
Crecimiento en $t_0$   <= 5%	-1,83%	1,68%	2,32%
Crecimiento en $t_0$   > 5%	-8,60%	0,36%	3,59%

Fuente: Banco Central de Chile.

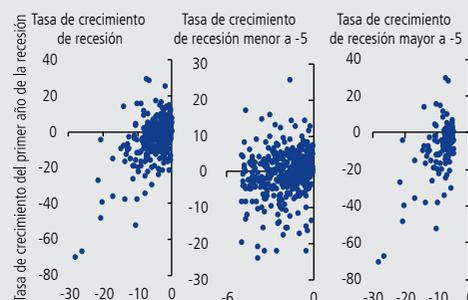
**TABLA V.2**  
Crecimiento acumulado (1)

	Todas	Menores a -5%	Mayores a -5%
Crecimiento en $t_0$	1.039***	0.291**	1.185***
R2	0,290	0,013	0,449
Observaciones	575	447	128

Fuente: Banco Central de Chile.

(1) Asteriscos (\*, \*\* y \*\*\*) indican significancia estadística al 10, 5 y 1%, respectivamente

**GRÁFICO V.11**  
Crecimiento acumulado versus crecimiento en primer año de la recesión (\*)  
(porcentaje)



(\*) La tasa de crecimiento acumulado es la suma de la tasa de crecimiento en  $t$  y en  $t+1$ , siendo  $t$  el período de recesión.

Fuente: Banco Central de Chile.

Los ejercicios anteriores reafirman la idea de que *shocks* de gran magnitud tienen mayor probabilidad de generar recuperaciones más lentas que otras generadas por *shocks* menores. Otro mecanismo que puede profundizar la recesión y provocar una persistencia mayor es el que opera a través del sistema bancario. Si la crisis llega a afectar el patrimonio de los bancos, se puede generar un efecto amplificador de la recesión vía restricciones al crédito que depriman la inversión agregada (Gertler y Kiyotaki, 2010). Esto último puede cobrar importancia en el contexto del Covid-19, en el caso de que los problemas de liquidez que enfrentan las empresas puedan volverse una crisis de solvencia. Esto puede suceder si muchas empresas dejan de ser rentables por cambios estructurales en la demanda generados por la

pandemia, o porque, en la búsqueda de liquidez, las terminen con excesivo endeudamiento (Stein et al. (2020), Segura y Villacorta (2020))<sup>2/</sup>. Como se describe a continuación, hay ya evidencia parcial de este cambio estructural para algunas economías.

### Reasignación de recursos intra e inter-sectorial durante la recuperación

Otro mecanismo de propagación, que puede además implicar una recuperación lenta y asimétrica entre sectores, se debe al hecho de que es probable que medidas más o menos restrictivas de distanciamiento social sean necesarias durante un tiempo prolongado, hasta que se encuentren tratamientos más eficaces que resten peligrosidad a la enfermedad o se logre inmunidad de manada en la población. Además, puede haber efectos más o menos permanentes sobre las preferencias de la población debido al temor de contagio, al cambio de hábitos higiénicos y a la adopción de nuevas tecnologías en la vida cotidiana. Finalmente, la destrucción de empleo y empresas en sectores más fuertemente afectados por la crisis sanitaria puede hacer que estos sectores pierdan capital físico y humano específico que sea lento de recuperar. Todos estos factores pueden llevar a reasignaciones intra e inter-sectoriales, desde empresas/sectores intensivos en contacto persona a persona hacia empresas/sectores donde el contacto es evitado, por un tiempo prolongado más allá de la duración de las medidas de mitigación.

Barrero et al. (2020) muestran evidencia reciente y preliminar de esta reasignación en EE.UU. Utilizando datos a nivel de firmas —provenientes de la encuesta de incertidumbre en los negocios (SBU en inglés)— los autores muestran que la tasa esperada de reasignación de empleo entre empresas se incrementó desde 1,54% en enero a 5,39% en abril. Asimismo, la tasa esperada de reasignación de ventas entre empresas pasó de 0,24% en enero a 3,78% en abril<sup>3/</sup>. Estos indicadores sugieren un aumento probable en la reasignación de puestos de trabajo entre empresas en el transcurso del año, así como también una reasignación en la demanda esperada. Además, los autores calculan que cerca del 42% de los puestos de trabajo que se han destruido hasta ahora en ese país como consecuencia de la emergencia económica, se perderán de forma permanente, producto de la reasignación del empleo hacia otras empresas y/o actividades.

### Conclusiones

La evidencia histórica de contracciones fuertes en la actividad económica muestra que pueden llegar a darse fenómenos de histéresis en el mercado laboral, y otras no-linealidades asociadas con la destrucción de cadenas productivas y relaciones laborales que hacen que ante recesiones profundas la recuperación sea menos rápida y fuerte que en recesiones más suaves.

Pero la naturaleza de esta fuerte contracción económica es distinta a episodios recesivos anteriores. Que tanto más rápida resulte esta recuperación frente a otros episodios históricos de contracciones fuertes dependerá de los mecanismos de histéresis tradicionales que han operado históricamente en otros episodios recesivos fuertes, de cómo evolucione la epidemia en el plano local y la pandemia a nivel global y, finalmente, de si hay reasignaciones estructurales más o menos permanentes. Las políticas fiscales de protección de empleo que se están desplegando —en el mundo, y en Chile en particular— apuntan a permitir una reactivación rápida y vigorosa.

Otra lección importante que arroja la revisión de la literatura es que las crisis que detonan en problemas mayores en el sistema financiero tienden a dejar huellas más permanentes. Para evitar esto, las políticas monetarias de apoyo al crédito que se han desplegado son claves en la medida que permitan evitar una propagación aún mayor del *shock* económico del Covid-19. La política monetaria está llamada a jugar un rol importante en proveer la liquidez necesaria para apoyar distintos programas. Pero también es preciso entender los límites que tiene, pues debe tener cautela para no asumir un riesgo de crédito relevante al hacerlo —rol que recae en la política fiscal. Por esta razón, en la actual situación es fundamental una estrecha coordinación entre la política monetaria y fiscal. Un ejemplo de ello ha sido el funcionamiento de la FCIC, que en sus distintas etapas busca proveer la liquidez necesaria a la banca para que preste a empresas, muchas de ellas con garantías estatales parciales. El Consejo continuará monitoreando con especial atención la evolución de la solvencia de distintos agentes, pudiendo reforzar estas políticas en la medida que la evolución de la economía así lo requiera.

<sup>2/</sup> Si bien el canal financiero es sin duda relevante, no es el único que explica la recuperación lenta tras recesiones fuertes. Los resultados de las regresiones en la tabla V.2 son cualitativamente similares si se considera una submuestra de 493 episodios donde se excluyen crisis bancarias, lo cual sugiere que las no-linealidades descritas van más allá de fenómenos asociados con disrupciones en mercados financieros y son esenciales para explicar la persistencia en las recesiones. Ver Valencia y Villacorta (2020).

<sup>3/</sup> El indicador de reasignación de empleo resume cuánto del cambio del empleo en el grupo de empresas que reportan un decrecimiento del empleo esperado en los próximos doce meses es absorbido por el grupo que reporta un crecimiento esperado en ese mismo periodo. El mismo concepto aplica para el indicador de reasignación de ventas.