



El shock de la pandemia y la respuesta económica: evidencia de las firmas en Chile

Minuta asociada con el Recuadro II.2 – IPoM de septiembre, 2020

Elías Albagli, Andrés Fernández, Federico Huneeus¹

En agosto se cumplieron 6 meses bajo los efectos de la pandemia en Chile. Por ende, ya se ha acumulado suficiente evidencia a nivel de firma para poder hacer un primer análisis de la magnitud del shock económico y los márgenes de respuesta que las firmas han mostrado. En esta minuta se proveen los detalles del análisis presentado en el recuadro II.2 del IPoM de septiembre de 2020, donde se cuantifica cómo el shock enfrentado por el sector corporativo -medido principalmente en caída de ventas- ha afectado sus márgenes de ajuste medidos en términos de poder seguir reportando información tributaria (continuidad operacional), inversión, y despidos de trabajadores. Adicionalmente, el recuadro documenta el acceso al crédito por parte de las firmas y provee evidencia preliminar sobre cómo el acceso a crédito por parte de estas ha mitigado el impacto negativo del shock en sus márgenes de ajuste.

Si bien la literatura internacional sobre los efectos de la pandemia documenta fuertes y heterogéneos ajustes del empleo y de la inversión a nivel de firmas, la información con la que se cuenta es parcial y viene de mirar solo firmas grandes listadas en bolsa y/o encuestas.² El acceso a datos administrativos tributarios y financieros es, pues, clave para poder extraer conclusiones respecto de los eventuales efectos más persistentes de la crisis. En este recuadro se hará uso de esta fuente de información para las firmas en Chile.

¹ Se agradecen comentarios recibidos de Alvaro Aguirre, Felipe Cordova, Mateo Maggiori, Brent Neiman y Jesse Schregger. Así mismo se agradece el trabajo de los analistas Rosario Aldunate, Mario Canales, Daniel Guzman y Pablo Muñoz. Se agradece también a Francisco Vazquez por la construcción de las variables de crédito empleadas en este trabajo.

² Un primer grupo de trabajos se focaliza en explicar la trayectoria de los precios de acciones, disponibles en tiempo real, en función de las condiciones financieras de la firma anteriores al shock (véase por ejemplo Ding et al., 2020; Fahlenbrach et al., 2020; Ramelli y Wagner, 2020; Acharya y Steffen, 2020; Alfaro et al., 2020). En general se encuentra que empresas con mayor liquidez, menor deuda y mayor rentabilidad iniciales son menos castigadas por los mercados, sugiriendo restricciones de liquidez incluso en firmas listadas. Un segundo grupo de trabajos utiliza encuestas para explorar los efectos en empleo y cierres, principalmente en empresas pequeñas y medianas (véase por ejemplo Barlett et al. 2020; Beck et al., 2020; Bartik et al. 2020; Campello et al., 2020). Estos trabajos muestran fuertes ajustes en dichos márgenes y exploran como éstos difieren de acuerdo al tamaño de las firmas. Finalmente, otro grupo utiliza información detallada de los flujos de caja de las empresas anteriores a la pandemia y simula el efecto de shocks sectoriales de empleo, demanda y productividad para proyectar el número de empresas que cerrarían o el empleo que se perdería (véase por ejemplo Gourinchas et al., 2020; Alfaro et al. 2020; Bosio et al., 2020a y 2020b). En este caso los resultados dependen de la magnitud de los shocks y de la situación inicial de la empresa, siendo aquellas con menor liquidez inicial, firmas pequeñas o informales, las que más se ven afectadas.



El análisis presentado a continuación se basa a partir de la información individual a nivel de empresas - los principales datos innominados utilizados provienen del SII y de la CMF- y logra sobrepasar buena parte de las limitaciones observadas por los trabajos reseñados arriba. Esto combina el análisis de datos de desempeño económico, acceso al crédito bancario y los distintos márgenes de ajuste de las empresas. Este conjunto de datos no está disponible comúnmente en todos los países y releva el valor de contar con información granular que permita realizar una correcta evaluación del rol que juegan las políticas macroeconómicas. Más aún, en períodos de estrés como el actual, el corto rezago de esta información ofrece la capacidad de enmendar el curso de las políticas, en la medida que su diagnóstico sugiera áreas de mejora, una limitación muy importante de los datos agregados tradicionales, dado los rezagos de su publicación.

La evidencia muestra que los ajustes se han dado con fuerza y con heterogeneidad entre sectores. Por otro lado, la expansión del crédito, apoyada por garantías fiscales y financiamiento vía FCIC, ha llegado a firmas que han visto sus ventas caer de forma considerable. Adicionalmente, el crédito ha sido un mitigador relevante en algunos márgenes. En particular, se encuentra que el acceso a crédito en los primeros meses de la pandemia –marzo a mayo- tiene un efecto sobre la continuidad operacional de las firmas al reducir la probabilidad de no reportar ventas en meses posteriores – junio y julio. También se encuentra que los ajustes de la inversión, aunque esto está concentrado en empresas de tamaño mediano.

Dada la contundencia del shock que las empresas en Chile han tenido que enfrentar y los fuertes ajustes que éstas han tenido que realizar para poder seguir operando, será importante continuar el monitoreo en los meses siguientes de estos márgenes, así como la continuidad del flujo de crédito como mitigador del efecto económico del shock.

Cuantificación de los márgenes de ajuste de firmas en Chile

La metodología empleada comienza por medir el tamaño del shock a nivel de la firma aproximado como la caída en ventas durante el periodo de pandemia en Chile, para lo cual se cuenta con información hasta el cierre de Julio proveniente de la Factura Electrónica (FE). A continuación, se miden los márgenes de ajuste de las firmas. En primer lugar, se construyen dos medidas complementarias de continuidad operacional a partir de las ventas reportadas en la FE: el *no reporte de ventas* y la *caída pronunciada*. Un *no reporte* se define como la fracción de firmas que para cada mes dejan de reportar ventas dado que habían reportados ventas positivas el mes anterior, excluyendo aquellas firmas que vuelven a reportar en algún momento futuro.³ Las firmas en caídas pronunciadas se clasifican así para un mes dado cuando sus ventas, siendo positivas, exhiben un decrecimiento mayor que un 70% con respecto a sus ventas históricas (conformadas por las ventas de los 8 trimestres anteriores al periodo en cuestión).

³ Existe entonces un sesgo en la punta en esta corrección al acortarse el periodo en el que las firmas pueden volver a reportar. Esto se corrige empleando la información histórica sobre la fracción promedio de firmas que vuelve a reportar en algún momento luego de dejar de hacerlo.



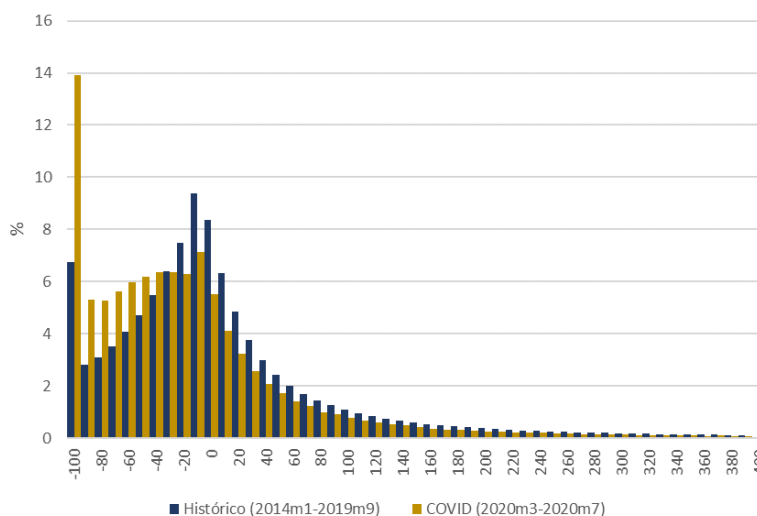
El segundo margen de ajuste de las firmas que se cuantifica es el de la inversión, donde se consideran dos medidas construidas a partir de la factura electrónica hasta el cierre de Julio. Por un lado, se mide la inversión en maquinaria y equipo (M&E). A partir de la glosa de la FE, se determinan aquellas que corresponden a transacciones de bienes de capital. El monto neto total de la FE se asigna al comprador. Por problemas de doble contabilización, se excluye el sector de Comercio en la medida en que este sector tiene muchas firmas que compran bienes de M&E y los revenden. Por otro lado, se mide la inversión en construcción y obras (C&O) a partir de las facturas emitidas por firmas que pertenecen a los sectores de la construcción de edificios habitacionales, construcción de edificios no habitacionales y obras de ingeniería civil. Acá también se asigna el monto de la FE al receptor.

El tercer margen de ajuste analizado es el de la destrucción de empleo. Para esto se emplean datos de la Dirección del Trabajo que contienen registros administrativos mensuales del término de las relaciones laborales. Esta información se complementa con registros de empleados de las empresas acogidas a la Ley de Protección del Empleo (LPE).

En términos de la definición de la muestra de firmas incluidas en el análisis, se cuenta con el universo de firmas pero se excluye aquellas de la minería, EGA, Agro, Pesca, y administración pública por su carácter estacional. Se limpia además de firmas con reportes irregulares. Para la caracterización de la heterogeneidad del efecto en firmas, se definen grupos por sector.

La figura 1 muestra la distribución del crecimiento (anual) de las ventas, separándola en dos períodos: uno histórico entre 2014 (fecha en la que comienza la información de la FE) y hasta el estallido social del 2019; y otro que abarca el período COVID, entre marzo y julio de este año. Como se puede apreciar, el shock COVID ha implicado un desplazamiento de la distribución del crecimiento anual, pasando de un promedio histórico de crecimiento (real) anual de 10.5% a -13.6%.

Figura 1. Distribución del crecimiento anual real en ventas



Nota: Crecimientos de ventas anuales calculados con frecuencia mensual para cada firma. Fuente: Factura Electrónica y cálculos BCCCh.



El otro aspecto que sobresale en la distribución del periodo COVID es la masa acumulada en ventas con caídas de 100%, las cuales provienen de firmas que dejan de reportar y son, por ende, clasificadas como *no reporte*. La tabla 1 desagrega este no reporte entre sectores económicos incluyendo también el análisis de firmas con caídas pronunciadas. Los tres sectores que exhiben las mayores caídas en los promedios (simples) de crecimiento son restaurantes y hoteles, RR.HH, con -39.8%, servicios personales, SS.PP, con -18.1%, y vivienda, con -18%. Otros sectores que recogen una fracción mayor de las firmas como comercio y manufactura también exhibieron decrecimientos negativos considerables llegando a -12.7% y 14.2% respectivamente. Si se analiza dentro de cada sector, aquellos que exhiben una fracción mayor de firmas en no reporte son RR.HH (41.9%), SS.PP (26.0%) y construcción (24.1%). Por su lado, los sectores con una mayor proporción de firmas con caídas pronunciadas de ventas son manufactura (31.1%), construcción (30.2%); y comercio (29.0%).

Tabla 1. Análisis sectorial

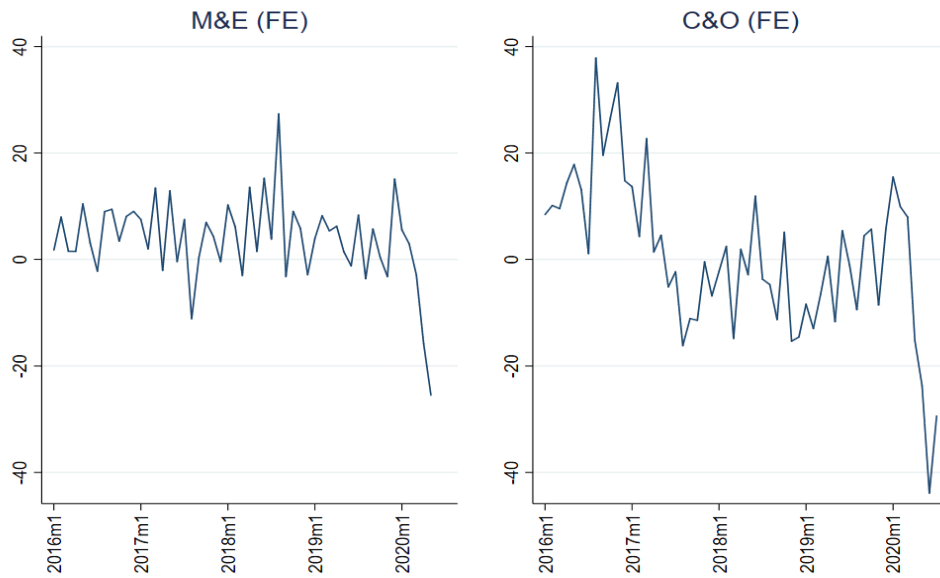
sector	Crecimiento en ventas promedio (%)	Proporción firmas (%)	Proporción de firmas en <i>no reporte</i> en cada sector (%)	Proporción de firmas en <i>caídas pronunciadas</i> en cada sector (%)
Manuf.	-14,23	15,76	15,16	31,07
Construc.	-11,77	13,72	24,15	30,19
Comercio	-12,77	31,78	16,10	28,98
Transporte	-6,19	11,23	11,80	20,69
SSFF	-6,00	2,05	15,35	22,65
Vivienda	-17,97	1,71	20,30	22,48
SS.EE	-12,50	11,81	18,11	27,58
SS.PP	-18,13	5,00	26,02	26,59
RR.HH	-39,85	6,93	41,92	23,56

Nota: El promedio de crecimiento en ventas (columna 1) no pondera por tamaño de la firma y corresponde al promedio de los crecimientos en ventas anuales, calculados con frecuencia mensual, para cada firma durante el periodo COVID (marzo-julio). La proporción de firmas por sector (columna 2) se calcula para el periodo 2019m2 a 2020m2. Las dos últimas columnas muestran la fracción de firmas que, dentro de cada sector, se encuentran clasificadas como en no reporte o en caída pronunciada durante el periodo COVID. Fuente: Factura Electrónica y cálculos BCCCh.

Con relación a las dos medidas de la inversión –M&E y C&O-, la Figura 2 muestra la evolución reciente observada en ambos rubros donde es evidente la fuerte contracción. Para el caso de M&E el promedio de crecimiento anual fue -22.3% entre marzo y julio, lo cual contrasta con un crecimiento histórico de casi 5%. Por el lado de la inversión en C&O, si bien el decrecimiento promedio fue cercano al de M&E, -21%, en este rubro se observa una caída más pronunciada, llegando al -40% en Junio, pero registrando un leve rebote en Julio.



Figura 2. Crecimiento anual de la inversión

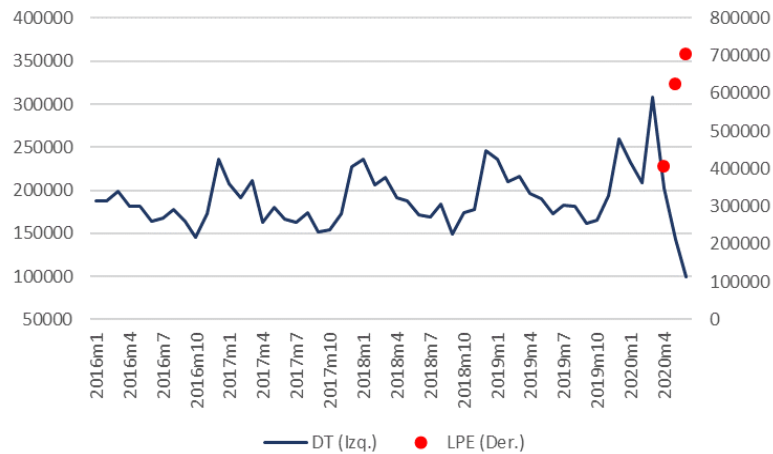


Nota: El panel izquierdo muestra la evolución del crecimiento anual de la inversión en maquinaria y equipo (M&E) y construcción y obras (C&O) hasta Julio del 2020. Fuente: Factura Electrónica y cálculos BCCh.

Con relación a la destrucción de empleo, la Figura 3 muestra la dinámica reciente de los despidos mensuales (línea azul). Sobresalen el *peak* en Marzo, llegando a una destrucción de más de 250.000 empleos, y la posterior caída de este indicador. Esto último se explica, en buena medida, por la entrada en vigencia de la Ley de Protección del Empleo lo cual permitió que muchas empresas pudieran poner a sus empleados bajo esta figura en vez de recurrir al finiquito del contrato laboral. Esto se captura con la serie de color amarillo de la figura que muestra el número de empleos incorporados a la LPE para cada mes entre abril y junio, con un *peak* en abril de cerca de 400.000 empleos.



Figura 3. Destrucción de empleo



Nota: La figura muestra los despidos registrados en la Dirección del Trabajo (DT, eje izquierdo), y el total de empleos en Ley de Protección al Empleo (LPE) acogidos en modalidad de suspensión, acto de autoridad o reducción de jornada laboral. Fuente: Dirección del Trabajo, y cálculos BCCh.

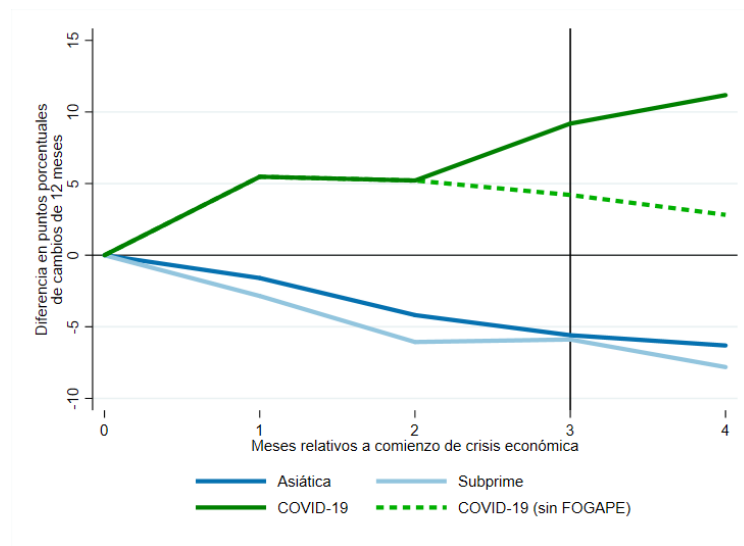
Acceso al crédito durante COVID-19

La crisis del COVID-19 ha sido distinta a las crisis anteriores debido a que el stock de créditos comerciales ha aumentado.⁴ En crisis anteriores como la crisis Subprime y crisis Asiática, el stock de colocaciones comerciales cayó. La Figura 4 muestra la evolución del stock de créditos comerciales en Chile durante distintas crisis. En esta crisis, a junio del 2020, el stock de créditos comerciales ha tenido un crecimiento anual de 11 puntos porcentuales más de lo que tuvo en febrero. Usando los datos de asignación del programa FOGAPE-COVID, se puede estimar cuanto es el crecimiento del stock de créditos comerciales excluyendo los créditos FOGAPE-COVID (línea verde punteada en Figura 4). Al hacerlo, se obtiene un crecimiento anual de 3 puntos porcentuales por sobre el crecimiento de febrero. Esto implica que el programa FOGAPE-COVID contribuye en 8 puntos porcentuales al crecimiento total de créditos comerciales en junio. Para comparar, en la crisis del Subprime el crédito comercial cayó 8 puntos porcentuales cuatro meses posteriores al comienzo de la crisis.

⁴ Los créditos de consumo en esta crisis y las anteriores ha caído. Ver IPOM Julio 2020.



Figura 4: Crecimiento Anual de Stock de Créditos Comerciales

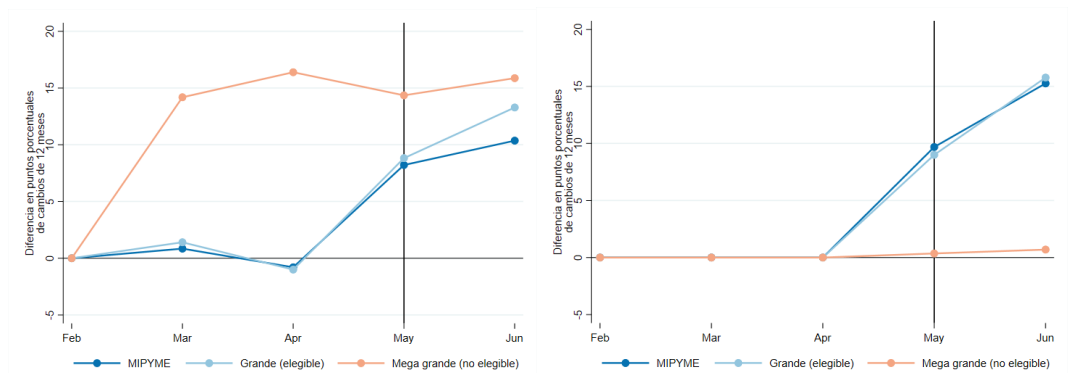


Nota: Crecimiento de 12 meses de colocaciones comerciales de cada mes, relativo al comienzo de cada crisis en $t=0$. $t=0$ corresponde al mes anterior al primer mes con Imacec negativo. Para COVID-19, $t=0$ es Febrero. Fuente: Huneus, Larrain, Schmukler y Vera (2020).

Para entender cuáles empresas han recibido crédito comercial, se usan los microdatos financieros del registro de deudores que lleva la CMF. La Figura 5 abre los números de la Figura 4 en términos de tamaño de empresas durante 2018 y 2019. Separamos a las empresas en tres grupos: (i) Micro, pequeñas y medianas (MiPYME), que tienen ventas anuales menores a 100 mil UF, (ii) grandes, que tienen ventas anuales entre 100 mil UF y 1 millón UF; y (iii) mega grandes, que tienen ventas anuales por encima de 1 millón de UF. Por regulación, las empresas MiPYME y grandes son elegibles por tamaño para el programa FOGAPE-COVID, mientras que las mega grandes no. El panel (a) de la Figura 5 muestra que las empresas mega grandes tuvieron un crecimiento anual del stock de deuda comercial desde marzo de aproximadamente 15 puntos porcentuales por sobre el crecimiento de febrero, comportamiento que se mantuvo hasta junio. Por otro lado, las empresas MiPYME y grandes no variaron significativamente durante marzo-abril y empezaron a crecer en sus créditos comerciales en mayo, cuando se implementó el programa FOGAPE-COVID. A junio, las empresas MiPYMEs y grandes habían crecido 10 y 13 puntos porcentuales, respectivamente. El panel (b) de la Figura 5 muestra el crecimiento de las colocaciones comerciales exclusivamente de los créditos FOGAPE-COVID. La totalidad del crecimiento de colocaciones comerciales de las empresas MiPYMEs y grandes se debe a los créditos FOGAPE-COVID, correspondiendo a 15 y 16 puntos porcentuales, respectivamente, del crecimiento de junio para ambos grupos.



Figura 5: Crecimiento Anual de Stock de Créditos Comerciales, por Tamaño de Empresa



a. Todos los créditos comerciales COVID

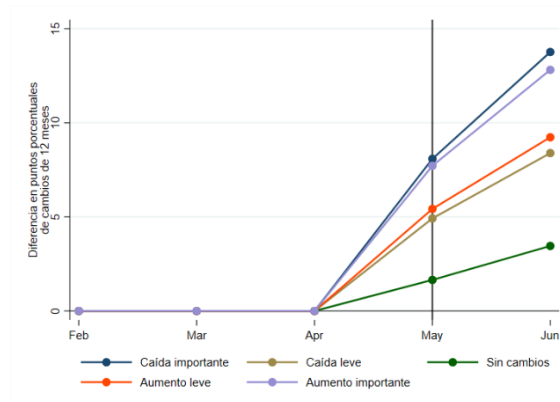
b. Solo créditos FOGAPE-COVID

Nota: Crecimiento de 12 meses de colocaciones comerciales de cada mes, relativo a Febrero. Tamaño de empresas definido según ventas totales del Formulario 29 del SII entre septiembre 2018 y septiembre 2019. MiPYMEs incluye empresas con ventas anuales hasta 100 mil UF, Grandes incluye a empresas con ventas anuales entre 100 mil y 1 millón de UF, Mega grandes incluye a empresas con ventas anuales mayores a 1 millón de UF. Fuente: Huneus, Larrain, Schmukler y Vera (2020).

Para entender la conexión entre el flujo de crédito y el desempeño económico reciente de las empresas, la Figura 6 muestra el crecimiento del stock de créditos comerciales FOGAPE-COVID por grupos de empresas según el cambio de ventas anuales de abril 2020 respecto a febrero 2020. El crédito FOGAPE-COVID creció en junio 14 puntos porcentuales para las empresas que tuvieron caídas de más de 20 puntos porcentuales anuales en abril por debajo de febrero (grupo de caída importante), mientras que creció 8 puntos porcentuales para empresas que tuvieron caídas de ventas entre 1 y 20 puntos porcentuales (grupo de caída leve). Finalmente, el crédito FOGAPE-COVID creció solo 3 puntos porcentuales para empresas que tuvieron cambios de ventas alrededor de 1 punto porcentual (grupo sin cambios). Las empresas que tuvieron aumento de ventas vieron aumentos similares de crédito. Es decir, el crédito FOGAPE-COVID fue a cubrir no sólo a las empresas que tuvieron un buen desempeño durante la pandemia, sino, y de forma similar, a las empresas que estuvieron más perjudicadas. Las empresas con menor cambio absoluto en sus ventas fueron las que menos vieron crecer su crédito.



Figura 6: Crecimiento de Créditos FOGAPE-COVID, por Cambios en Ventas durante 2020

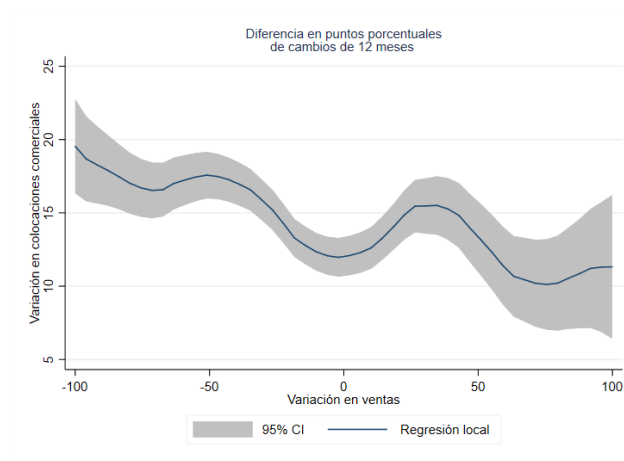


Nota: Crecimiento de 12 meses de colocaciones comerciales de cada mes, relativo a Febrero 2020. Grupos de empresas definidos de acuerdo a crecimiento porcentual de 12 meses de ventas para Abril 2020, relativo a Febrero 2020, según Factura Electronica. Caída y aumento importante representa cambios entre 20 y 100 puntos porcentuales, caída y aumento leve representa cambios entre 1 y 20 puntos porcentuales. Sin cambios representa cambios menores a 1 punto porcentual. Fracción de empresas que representa cada grupo: Caída importante es 46%, caída leve es 17%, sin cambios es 3%, aumento leve es 13%, aumentos importantes es 21%. Fuente: Huneus, Larrain, Schmukler y Vera, 2020.

Para entender de una forma más flexible, y a nivel de empresa, la relación entre el desempeño económico y el flujo de crédito futuro, graficamos la relación entre estas dos variables en la Figura 7. El eje horizontal muestra el crecimiento anual de ventas en abril relativo a febrero del 2020 a nivel de empresa y el eje vertical muestra el crecimiento anual del stock de créditos comerciales en junio relativo a febrero del 2020, también a nivel de empresa. Se puede apreciar en términos globales una clara relación negativa entre ambas variables. Empresas que tuvieron caídas en ventas más grandes, tuvieron aumentos en sus créditos comerciales más grandes.



Figura 7: Correlación a Nivel de Empresa entre Rendimiento y Crecimiento de Créditos Futuros



Nota: Relación no paramétrica entre crecimiento porcentual de 12 meses de Abril 2020, relativo a Febrero 2020, de ventas según Factura Electronica (eje X) y stock credito comercial (eje Y). Relación no paramétrica se estima usando regresiones lineales locales en bandas pequeñas y móviles del eje X

El crédito como mitigador de los márgenes de ajuste para las firmas en Chile

Dado que, como se documentó, las firmas en Chile han tenido que hacer fuertes ajustes como consecuencia de la pandemia, y que el crédito ha fluído a sectores y empresas golpeados por la contracción en ventas, es relevante saber en qué grado estos dos hechos han estado relacionados. En particular, es relevante preguntarse en qué medida el crédito ha servido como mitigador de los fuertes ajustes realizados por las firmas.

Para el caso de las firmas en no reporte, se encuentra una relación negativa y estadísticamente significativa entre estar clasificadas en esta categoría entre Junio y Julio, y la evolución del crédito entre Marzo y Mayo. Esto último se mide de dos formas alternativas que capturan la evolución del crédito. Por un lado, el crédito se mide como el cambio en el stock de deuda bancaria en estos meses, escalada por las ventas históricas promedio y, por otro, como una variable binaria, que toma valores iguales a uno si la firma recibe un crédito nuevo (FOGAPE o tradicional) o realiza una reprogramación de la deuda en este período. Ambas variables resultan correlacionadas de forma negativa y estadísticamente significativa con la continuidad operacional de las firmas – véase columnas 1 y 2 en Tabla 2. En paralelo, se corrió un modelo Probit para cuantificar el efecto que estas variables tenían en la probabilidad de figurar como no reporte. Los resultados muestran que, para la firma promedio, un aumento del ratio del cambio en deuda a ventas en 1% o la obtención de crédito nuevo reducen la probabilidad del no reporte en 0.5% y 2.1% respectivamente. Estos resultados son robustos en varias dimensiones como el quitar sectores -como RR.HH- donde las firmas debieron cerrar y por ende la decisión de no reportar fue obligada. Por otro lado, los resultados son robustos a través de grupos de firmas de distinto tamaño – ambos resultados están disponibles por requerimientos.



Tabla 2. Análisis de determinantes en los ajustes de firmas en Chile

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	No reporte	No reporte	M&E (todas)	M&E (todas)	C&O (todas)	C&O (todas)
Crecimiento ventas	-0.0363*** (0.00203)	-0.0386*** (0.00227)	0.0732*** (0.0230)	0.108*** (0.0380)	0.00414 (0.00494)	0.00191 (0.00848)
Crecimiento deuda	-0.00444*** (0.00109)		0.0226* (0.0133)		0.00135 (0.00272)	
Crecimiento ventas * Crecimiento deuda	0.00115 (0.00151)		0.0128 (0.0179)		0.00139 (0.00374)	
Deuda nueva=1		-0.0198*** (0.00267)		-0.0255 (0.0483)		-0.0192* (0.0103)
Deuda nueva=1 * Crecimiento ventas		0.00855** (0.00382)		0.180*** (0.0667)		0.00522 (0.0145)
Constante	0.0787*** (0.00137)	0.0890*** (0.00158)	-0.192*** (0.0161)	-0.363*** (0.0275)	-0.00958*** (0.00340)	-0.0155** (0.00605)
Tamaño	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Sector	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Edad	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Observaciones	41874	46483	30314	33920	44766	50331
R ²	0.048	0.048	0.015	0.029	0.002	0.001
R ² Ajustado	0.048	0.048	0.015	0.028	0.001	0.001

Nota: Errores estándares en paréntesis.
* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Nota: La tabla muestra, en cada columna, los resultados de regresiones lineales a nivel de firma, en donde la variable dependiente toma el valor de 1 si está en no reporte entre junio y julio del 2020 o 0 si no lo está (columnas 1 y 2); o toma el valor del crecimiento del flujo de inversión en M&E o en C&O en esos dos meses, relativo al promedio bimensual histórico, escalado por sus ventas históricas (columnas 3-6). Las variables explicativas son de 4 tipos: crecimiento en ventas promedio entre marzo y mayo de 2020; una variable que recoge crédito bancario; la interacción entre estas dos; y unos efectos fijos por tamaño, sector y edad de la firma. La variable de crédito empleada en las columnas 1, 3, y 5 es el aumento del stock de crédito bancario entre fin de febrero y mayo, escalado por las ventas históricas de la firma. La variable de crédito empleada en las restantes columnas (2, 4 y 6) es una variable binaria que toma el valor de 1 si la firma tuvo un crédito nuevo (Fogape o tradicional) o reprogramación, entre Marzo y Mayo.

Finalmente, los resultados también apuntan a que el ajuste en las decisiones de inversión en M&E entre junio y julio se vieron mitigados por el crédito en los meses anteriores (ver columna 4 en Tabla2). En este caso, sin embargo, los resultados están concentrados en tamaños medianos de firmas (estratos 2&4, resultados también disponibles bajo requerimiento). Esto estaría explicado en la medida que, por un lado, las firmas grandes debieran tener menos restricciones de caja por lo que el acceso a deuda sería menos determinante para la inversión; y, por otro lado, empresas chicas tienden a tener, históricamente, menos relaciones con la banca. Así, el número reducido de estas firmas que logra acceder al crédito lo destinan, en el margen, para la continuidad operacional y menos para inversión.



REFERENCIAS

Acharya, V. V., & Steffen, S. (2020). The risk of being a fallen angel and the corporate dash for cash in the midst of COVID. NBER Working Paper 27601

Alfaro, L., Chari, A., Greenland, A. N., & Schott, P. K. (2020). Aggregate and firm-level stock returns during pandemics, in real time (No. w26950). National Bureau of Economic Research.

Alfaro, L., Becerra, O., & Eslava, M. (2020). EMEs and COVID-19 Shutting Down in a World of Informal and Tiny Firms. Documento CEDE, (19).

Bartik, A. W., Bertrand, M., Cullen, Z. B., Glaeser, E. L., Luca, M., & Stanton, C. T. (2020). How are small businesses adjusting to covid-19? early evidence from a survey (No. w26989). National Bureau of Economic Research.

Bartlett III, R. P., & Morse, A. (2020). Small Business Survival Capabilities and Policy Effectiveness: Evidence from Oakland (No. w27629). National Bureau of Economic Research.

Beck, T., Flynn, B., & Homanen, M. (2020). COVID-19 in emerging markets: Firm-survey evidence. Covid Economics, Vetted and Real-Time Papers, 38.

Bosio, E., Lemoine, J., Jolevski, F., & Ramalho, R. (2020a). Survival of firms in developing economies during economic crisis.

Bosio, E., Djankov, S., Jolevski, F., & Ramalho, R. (2020b). Survival of Firms during Economic Crisis.

Campello, M., Kankanhalli, G., & Muthukrishnan, P. (2020). Corporate hiring under covid-19: Labor market concentration, downskilling, and income inequality (No. w27208). National Bureau of Economic Research.

Ding, W., Levine, R., Lin, C., & Xie, W. (2020). Corporate immunity to the COVID-19 pandemic (No. w27055). National Bureau of Economic Research.

Fahlenbrach, R., Rageth, K., & Stulz, R. M. (2020). How valuable is financial flexibility when revenue stops? Evidence from the Covid-19 crisis (No. w27106). National Bureau of Economic Research.

Gourinchas, P.O, S. Kalemli-Ozcan, Penciakova, Sander (2020) COVID-19 and Business Failures. Mimeo.

Huneus, F., M. Larrain, S. Schmukler and M. Vera (2020) The Demand and Supply of Credit during COVID-19: The Role of Public Credit Guarantees. Mimeo

Ramelli, S., & Wagner, A. F. (2020). Feverish stock price reactions to covid-19.