

EL TIPO DE CAMBIO REAL, LA DOLARIZACIÓN FINANCIERA Y EL EMPLEO INDUSTRIAL
EN AMÉRICA LATINA

El tipo de cambio real, la dolarización financiera y el empleo industrial en América Latina

Este artículo ha sido elaborado por José Manuel Montero, de la Dirección General de Asuntos Internacionales¹.

Introducción

Los procesos de apertura financiera por los que atravesaron las economías emergentes a lo largo de la década de los noventa expusieron a estas economías a las oscilaciones, a veces bruscas, de los flujos internacionales de capitales. Estas fluctuaciones en los flujos vinieron acompañadas, con frecuencia, por amplias variaciones en los tipos de cambio reales, con importantes implicaciones micro y macroeconómicas. En el ámbito macroeconómico, algunas líneas de investigación se han centrado en investigar el impacto de las oscilaciones en el tipo de cambio real sobre la economía, analizando si las devaluaciones tienen un impacto contractivo, en particular cuando la economía presenta un elevado grado de dolarización financiera, contrariamente a la visión tradicional —basada en el modelo de Mundell y Fleming de economía abierta—, según la cual las depreciaciones reales tienen un efecto expansivo sobre la actividad. En efecto, en las últimas dos décadas numerosas crisis financieras han puesto de manifiesto que los efectos positivos de las depreciaciones cambiarias pueden ser mitigados, o incluso revertidos, debido a la existencia de una elevada dolarización financiera².

En el ámbito microeconómico, y relacionado con lo anterior, en los últimos años han proliferado una serie de estudios centrados en el impacto de las fluctuaciones del tipo de cambio real sobre las decisiones de inversión empresarial en las economías emergentes y, muy en particular, en América Latina. Sin embargo, hasta el momento se le ha prestado escasa atención al efecto de las oscilaciones cambiarias sobre las decisiones de empleo de las empresas en dichas economías. Este artículo supone un primer paso en esta dirección, pues realiza un análisis del impacto de las variaciones en el tipo de cambio real sobre el empleo industrial en América Latina, haciendo énfasis en el papel jugado por los canales financieros, en particular, el derivado de la dolarización de pasivos.

Los trabajos previos acerca de los efectos de las fluctuaciones cambiarias sobre el empleo industrial han tendido a centrarse en las economías desarrolladas. Los resultados, en general, tienden a confirmar la visión tradicional de que las depreciaciones (apreciaciones) reales afectan positivamente (negativamente) al empleo industrial. Además, bastantes de las contribuciones se centran en los flujos brutos de empleo, en vez de en el empleo neto. Estos estudios muestran que existe una asimetría en la respuesta del empleo, puesto que las apreciaciones tienden a incrementar los flujos de destrucción de empleo, mientras que las depreciaciones no generan efectos significativos sobre los flujos de creación o destrucción de empleo³.

Recientemente, un número creciente de trabajos analiza los factores que afectan a los flujos de empleo industrial en las economías en desarrollo, siguiendo los pasos marcados por la literatura mencionada más arriba. En el caso de América Latina, Haltiwanger et al. (2004) analizan, entre otras cuestiones, el impacto de las fluctuaciones cambiarias sobre el empleo neto y bruto de la región. Encuentran que una apreciación real aumenta los flujos brutos de empleo y, además, el crecimiento del empleo neto, aunque este último efecto es reducido y marginalmente significativo. Los autores explican este resultado en función de la existencia de dos efectos contrapuestos de las apreciaciones cambiarias. En primer lugar, una apreciación

1. Este artículo resume el Documento de Trabajo n.º 0601, *Real Exchange Rates, Dollarization and Industrial Employment in Latin America*. 2. Para una exposición más detallada de estos temas, véase, por ejemplo, Krugman (1999) o Aghion et al. (2001). 3. Véase Gourinchas (1998) o Klein, Schuh y Triest (2003), entre otros.

expone a los productores domésticos a una mayor competencia internacional. La pérdida de cuota de mercado genera una menor demanda laboral. En segundo lugar, la apreciación cambiaría abarata el coste de los insumos importados, en particular, el de la maquinaria. También existe evidencia de que las apreciaciones vienen acompañadas de reducciones en los costes de financiación en América Latina. En consecuencia, según aumenta la inversión ante una apreciación, también lo hace la demanda laboral. De acuerdo con los autores, el impacto positivo de la apreciación cambiaría tiende a prevalecer sobre el negativo.

En este contexto, como se ha mencionado más arriba, el presente artículo trata de aportar nueva evidencia a esta cuestión y realiza un análisis del impacto de las fluctuaciones en el tipo de cambio real sobre el empleo industrial en América Latina, haciendo énfasis en el papel jugado por la dolarización de los pasivos de las empresas. Los resultados obtenidos apuntan a que el empleo industrial reacciona positivamente a las depreciaciones reales, en particular en aquellas industrias con una mayor orientación exportadora, pero el grado de dolarización de pasivos actúa contra este impacto positivo. En consecuencia, en aquellas industrias con una cuantía significativa de pasivos denominados en moneda extranjera las depreciaciones pueden tener un impacto agregado negativo.

Marco teórico

El estudio empírico del presente trabajo se basa en un modelo dinámico del mercado laboral en el que las perturbaciones sobre el tipo de cambio afectan a la demanda laboral a través del ingreso derivado del producto marginal, desarrollado por Campa y Goldberg (2001). Este modelo se amplía en el análisis empírico con canales financieros, en particular los relacionados con la dolarización financiera. En el modelo se enfatiza el hecho de que dicho impacto ocurre a través de varios canales que, si se excluyen, pueden implicar errores en la estimación del verdadero impacto de los movimientos en el tipo de cambio real sobre el empleo industrial. En concreto, los tres canales que se identifican son los siguientes: en primer lugar, la orientación exportadora de la industria, puesto que a mayor nivel de exportaciones, mayor incremento de los ingresos ante una depreciación y mayor impacto sobre la demanda laboral; en segundo lugar, el grado de penetración de las importaciones intraindustriales, ya que, cuando la empresa debe competir con compañías extranjeras, una depreciación mejora su competitividad externa y le permite ganar cuota de mercado y, por tanto, aumentar su rentabilidad y demanda laboral; y por último, la dependencia de bienes intermedios importados por las industrias: a mayor dependencia, mayor es el impacto contractivo (expansivo) sobre la demanda de empleo cuando el tipo de cambio se deprecia, al incrementarse el coste de los bienes intermedios importados, si son complementarios (sustitutivos) con el empleo. El problema con este canal es que no se dispone de los datos necesarios para aproximarlos, por lo que se prescindirá de él en el análisis empírico.

No obstante, además de estos efectos reales, existen otros canales financieros que pueden ser relevantes para las empresas. Estos canales han sido habitualmente olvidados por la literatura que analiza los efectos de las variaciones cambiarias sobre las variables reales, pero en este artículo se les prestará una atención especial. En concreto, recientemente se vienen estudiando los efectos de balance (*balance sheet effects*), mecanismo que ya había sido resaltado por Bernanke y Gertler (1989) en el contexto del acelerador financiero, y por Gertler, Gilchrist y Natalucci (2003) en un contexto de economías abiertas. Cuando una porción significativa de la deuda de una empresa está denominada en moneda extranjera, una depreciación puede inducir un incremento de la carga financiera. Adicionalmente, genera un ajuste del balance de la empresa, mediante una reducción del patrimonio neto, en el caso de que exista un importante descalce de moneda en el mismo. En un contexto sin fricciones en los mercados financieros, las variaciones en el patrimonio de las empresas no deberían afectar a sus decisiones de inversión. Sin embargo, en contextos no tan extremos, tal y como muestra la literatura, el

	Ratio exportaciones	Penetración importaciones	Deuda en US\$/Activo total	Deuda en US\$/Deuda total	Apalancamiento (deuda total/activos)
MEDIAS POR PAÍS					
Argentina	0,124	0,250	0,261	0,530	0,450
Bolivia	0,223	0,395	0,321	0,543	0,553
Brasil	0,158	0,190	0,049	0,100	0,474
Chile	0,238	0,301	0,126	0,381	0,295
Colombia	0,167	0,270	0,022	0,057	0,391
Costa Rica	0,207	0,205	0,242	0,441	0,522
México	0,305	0,414	0,214	0,431	0,450
Perú	0,140	0,325	0,342	0,621	0,523
Uruguay	0,341	0,358	0,431	0,760	0,536
ESTADÍSTICOS MUESTRALES					
<i>Media</i>	0,164	0,307	0,158	0,324	0,436
<i>Desviación típica</i>	0,148	0,256	0,162	0,267	0,168
<i>Mín.</i>	0,000	0,007	0,000	0,000	0,026
<i>Máx.</i>	0,854	0,997	0,828	0,977	0,979

FUENTE: Banco de España.

coste de la financiación externa, entendiendo por tal el endeudamiento, está positivamente relacionado con la ratio entre los préstamos y el patrimonio neto, porque la probabilidad de quiebra aumenta con dicha ratio. Puesto que los procesos de quiebra son costosos, debido a los trastornos que generan, esto aumenta el coste del endeudamiento.

En contra de lo que se pudiera pensar, este problema no solo está restringido a las economías emergentes, que están plagadas de múltiples imperfecciones de mercado, sino que, como muestran Nickell y Nicolitsas (1999), las variables de presión financiera, relacionadas con el endeudamiento empresarial, también tienen un impacto negativo sobre las decisiones reales de las empresas en las economías desarrolladas, como, por ejemplo, en el empleo, el salario y la productividad.

Este canal puede ser, en consecuencia, particularmente importante para las industrias en América Latina, debido a su reducido grado de desarrollo financiero y a su elevada dolarización. Estas cuestiones quedan ilustradas en las cifras recogidas en el cuadro 1, donde se puede apreciar que la industria manufacturera media de la región presenta un relativamente elevado grado de dolarización, con un 32% de deuda en moneda extranjera sobre el total de la deuda. Asimismo, el grado de apertura, medido como porcentaje de exportaciones sobre producción, es reducido, del 16%. Por su parte, la ratio media de importaciones sobre el consumo aparente total es del 30,7%.

Un análisis más desagregado muestra que las economías cuyas industrias obtienen un mayor porcentaje de sus ingresos de las exportaciones son Bolivia (22,3%), Chile (23,8%), México (30,5%) y Uruguay (34,1%), mientras que en el lado opuesto se encontrarían Perú (14%) y Argentina (12,4%). Por otro lado, las economías con un mayor grado de penetración de las importaciones son Uruguay, México y Bolivia, con una cifra alrededor del 40%, al tiempo que Brasil y Costa Rica tendrían las menores ratios (en torno al 20%). Y en lo que respecta a la dolarización de pasivos, existe una cierta correspondencia entre los países más dolarizados a nivel financiero y los más dolarizados a nivel industrial. Así, Argentina, Bolivia, Perú y Uruguay (todos con ratios de deuda en dólares sobre deuda total por encima del 50%), pero también Costa Rica y México, presentan un elevado grado de dolarización.

Especificación empírica y datos

En el análisis empírico, la variable dependiente es la tasa de variación del empleo en las industrias manufactureras de 9 países latinoamericanos (Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, México, Perú y Uruguay). En cuanto a las variables objetivo, son todas las que captan alguno de los canales de impacto del tipo de cambio real sobre el empleo. Estos canales se pueden dividir en dos: los reales o comerciales y los financieros. Por un lado, entre los canales reales se encontraría la orientación exportadora, que se mide como la ratio de exportaciones sobre producción, y cuyo signo esperado, como se ha comentado en la sección anterior, es positivo. Además, y también con signo esperado positivo, tendríamos el grado de penetración de las importaciones, medido como la ratio de importaciones de la industria sobre el total de consumo aparente de la misma.

En cuanto a los canales financieros, el análisis se centra en el endeudamiento total y en el grado de dolarización del mismo, puesto que el énfasis del presente artículo se sitúa en la dolarización de pasivos. El canal de efectos de balance se captura mediante el producto entre la variación del tipo de cambio real y la ratio de deuda en moneda extranjera sobre el total de activos. Además, se tiene en cuenta la ratio de apalancamiento, medida como el total de deuda sobre los activos totales, para evitar que la variable de efectos de balance capture un efecto de endeudamiento total, en vez de un efecto de composición de la deuda. Esta variable no tiene un signo esperado a priori.

Adicionalmente, se han incluido una serie de variables de control que potencialmente podrían afectar a la evolución del empleo industrial, dada la elevada heterogeneidad del conjunto de datos con los que se trabaja, pues tienen una dimensión de país, de industria y de tiempo. Como controles se emplean la variación del valor añadido de cada industria, el crecimiento del PIB, variables ficticias temporales y variables ficticias de país y año. El valor añadido industrial trata de capturar perturbaciones de carácter sectorial que pueden afectar a la demanda de empleo, mientras que el crecimiento del PIB capturaría las perturbaciones de demanda agregada y las variables ficticias temporales tratarían de aproximar las fluctuaciones agregadas externas, también con potenciales efectos sobre la demanda laboral. Las variables ficticias de país y año tratarían de recoger factores macroeconómicos que varían en el tiempo y que pueden afectar tanto a la demanda de trabajo como al tipo de cambio real, como, por ejemplo, los tipos de interés o el precio del petróleo.

Las regresiones se estimaron empleando datos anuales a nivel de industria para 9 países latinoamericanos en la década de los noventa. En concreto, se trabaja con un panel de datos para el período 1990-1999 (Bolivia, Colombia y México), 1993-1999 (Argentina y Costa Rica), y 1994-1999 (Brasil, Chile, Perú y Uruguay). Este panel es muy representativo de la región en general, pues abarca una amplia gama de áreas geográficas, regímenes cambiarios, apertura comercial, grados de dolarización financiera y otras características institucionales. El método de estimación elegido es el estimador de efectos fijos, debido a la probable presencia de heterogeneidad inobservable y a su probable correlación con algunos de los regresores.

Resultados

En este artículo se presenta una selección de los resultados de las especificaciones que se estiman en el trabajo de Galindo, Izquierdo y Montero (2006), el cual se puede consultar para más detalles. El cuadro 2 muestra los resultados de la estimación del modelo básico. En la primera columna se incluyen las estimaciones de una regresión simple en la que solo se incluyen como regresores la variación del tipo de cambio real, el retardo del crecimiento del valor añadido industrial y las variables ficticias temporales. Como se puede observar, el tipo de cambio tiene un signo negativo, pero no es estadísticamente significativo. Este resultado no es sorprendente, pues, como se ha comentado más arriba, para capturar el verdadero impacto de las oscilaciones cambiarias sobre el empleo industrial hay que tener en cuenta

Método de estimación: efectos fijos

i: industria; j: país; t: año

Variable dependiente: Variación del empleo (ijt)				
	(1)	(2)	(3)	(4)
VARIABLES OBJETIVO				
Variación del tipo de cambio real (jt)	-0,069 [0,049]	-0,569 [0,181]***	-0,559 [0,183]***	
Efecto hoja de balance		-0,928 [0,489] *	-0,936 [0,489] *	-1,270 [0,578] **
Efecto endeudamiento total		0,958 [0,336]***	0,952 [0,336]***	1,023 [0,356]***
Efecto competitividad		0,667 [0,326]**	0,666 [0,326]**	0,647 [0,327]**
Efecto penetración de importaciones		-0,018 [0,023]	-0,018 [0,023]	-0,018 [0,023]
VARIABLES DE CONTROL				
Variación del valor añadido (ijt – 1)	-0,082 [0,030]***	-0,024 [0,037]	-0,030 [0,039]	-0,010 [0,042]
Ratio deuda en US\$ sobre activos (ijt – 1)		-0,044 [0,078]	-0,042 [0,078]	-0,023 [0,079]
Ratio apalancamiento (ijt – 1)		0,036 [0,060]	0,035 [0,060]	0,041 [0,061]
Ratio exportaciones (ijt – 1)		0,158 [0,044]***	0,158 [0,044]***	0,162 [0,045]***
Ratio importaciones (ijt – 1)		0,003 [0,001]*	0,003 [0,001]*	0,003 [0,001]*
Variación del PIB (jt – 1)			0,137 [0,325]	
Efecto de un alza de 1 desv. est. en el TCR (b)	-0,01	-0,02	-0,02	0,05
Observaciones	799	512	512	512
Número de unidades país-industria	154	151	151	151
R-cuadrado	0,24	0,47	0,47	0,50
Variables ficticias temporales	Sí	Sí	Sí	No
Variables ficticias país-año	No	No	No	Sí

FUENTE: Banco de España.

a. Errores estándar robustos entre corchetes. Se ha empleado el tipo de cambio real bilateral con el dólar y la mediana sectorial de la ratio de deuda en dólares sobre el activo total.

b. Calculado para los valores medios de las ratios de deuda en dólares, apalancamiento, exportaciones e importaciones.

* Significativo al 10%.

** Significativo al 5%.

*** Significativo al 1%.

todos los canales a través de los cuales se produce dicho impacto, que, además, tienen signos contrapuestos.

Las siguientes columnas contienen distintas variantes del modelo completo, en el que se tienen en cuenta los diferentes canales a través de los cuales el tipo de cambio real afecta a las decisiones de empleo de las empresas. La variable que mide el efecto competitividad, que relaciona el impacto positivo de las depreciaciones reales con el peso de las exportaciones sobre los ingresos totales, es siempre positiva y estadísticamente significativa en todas las especificaciones, lo que sugiere que los sectores que aumentan sus exportaciones pueden experimentar un mayor crecimiento del empleo tras una depreciación. Esta variable capturaría el canal tradicional por el cual una depreciación real tiene efectos positivos sobre la actividad

y el empleo. Sin embargo, como se ha discutido más arriba, existen otros canales que potencialmente pueden ser igual de relevantes, en particular, los efectos de balance. La variable específica que captura este efecto tiene el esperado signo negativo, que, además, resulta estadísticamente significativo en todas las especificaciones. En consecuencia, este resultado sugiere que en las industrias con elevado grado de dolarización el impacto de una depreciación real puede llegar a ser negativo, al contrario de lo postulado por la teoría tradicional, que descarta este tipo de efectos contractivos.

Por otra parte, el coeficiente asociado al tipo de cambio real no es significativo y, además, presenta un signo negativo. En este sentido, hay que resaltar que este coeficiente puede no estar capturando el verdadero efecto del tipo de cambio, puesto que también puede estar actuando como una *proxy* de las condiciones macroeconómicas en general. Para evitar que este hecho sesgue las estimaciones, primero se introduce el crecimiento del PIB [columna (3) del cuadro 2] y, a continuación, se quitan estas variables y se sustituyen por las variables ficticias de país-año [columna (4)]. Como se puede apreciar, esto no altera los resultados. Además, puesto que no se puede capturar el canal de los insumos importados, el tipo de cambio real puede estar captando parte de este efecto. Hay que recordar que la dependencia de América Latina de las importaciones de bienes de capital y de otros bienes intermedios implica que este canal puede jugar un papel importante en el coeficiente estimado para el tipo de cambio real.

Por otra parte, además de resultar estadísticamente significativas, las estimaciones también son económicamente relevantes. Los resultados sugieren que para la industria-país media de la muestra, con valores para la ratio de deuda sobre activo del 15%, participación de las exportaciones del 16%, penetración de las importaciones del 30% y ratio de apalancamiento del 44%, un incremento (depreciación) de una desviación típica del tipo de cambio real (de un 14% en la muestra) implicaría una reducción del 2% en el crecimiento del empleo (véase cuadro 2). En la columna (4), sin embargo, donde el tipo de cambio es sustituido por efectos país-año, el impacto sería de una expansión del empleo del 5%. Puesto que no se puede tener en cuenta el impacto del canal de los insumos importados y el tipo de cambio real puede estar actuando como *proxy* de otros factores macroeconómicos, este cálculo no debe tomarse como una estimación precisa. No obstante, es útil para hacer énfasis en la importancia de controlar todos los canales relevantes, así como para resaltar el hecho de que en aquellos sectores con un elevado grado de dolarización financiera y/o reducido nivel de apertura comercial el impacto de una depreciación real puede ser contractivo.

Por último, aparte de un conjunto de regresiones básicas, que son las que se han comentado aquí, en el trabajo también se comprueba la robustez de los resultados en tres direcciones: primero, se utilizan medidas alternativas de dolarización de pasivos, como la mediana de la ratio de deuda en dólares sobre deuda total y la ratio media de la deuda en dólares sobre el activo total, en vez de la mediana de la ratio de deuda en dólares sobre el activo total, que es la empleada en las regresiones básicas; segundo, para contrastar si los resultados son sensibles a la medida de tipo de cambio real usada se considera el tipo de cambio efectivo real, en vez del tipo de cambio real frente al dólar, que es el utilizado en las regresiones básicas y el más relevante por motivos financieros; tercero, se emplea el estimador del Método Generalizado de Momentos para asegurarse de que los resultados no están afectados por un problema de endogeneidad de las variables explicativas. En general, los resultados no se ven afectados de forma significativa por estos ejercicios de robustez⁴.

4. Para más detalles, véase Galindo, Izquierdo y Montero (2006).

Conclusiones

En este artículo se han estudiado los efectos de las fluctuaciones en el tipo de cambio real sobre los flujos de empleo manufacturero en América Latina. En el análisis empírico aquí realizado se han tenido en cuenta los distintos canales a través de los cuales los movimientos en el tipo de cambio alteran las decisiones de las empresas, haciendo énfasis en la importancia de los canales financieros, habitualmente olvidados. En concreto, se han considerado el grado de dolarización de los pasivos empresariales —vinculado a los efectos de balance—, la penetración de importaciones intraindustriales y la orientación exportadora de la industria —que estaría asociada con el efecto competitividad resaltado en la literatura tradicional—. Debido a problemas de disponibilidad de datos, se ha omitido un canal potencialmente relevante, como la intensidad de uso de insumos importados. Los resultados obtenidos apuntan a que, de entre todos los factores considerados, los efectos de balance y competitividad son particularmente relevantes. Incluso podría darse el caso de que en aquellas industrias con un elevado grado de dolarización las depreciaciones reales tuvieran un impacto negativo sobre las decisiones de empleo, lo que confirmaría los resultados previos de la literatura que estudia el impacto de las fluctuaciones cambiarias sobre las decisiones de inversión.

Es importante notar que este estudio se centra en el sector manufacturero, del que podría decirse que es el sector con un mayor peso de bienes comerciables de la economía y, por tanto, el menos vulnerable, en teoría, al impacto de las oscilaciones cambiarias a través del canal de los efectos de balance, pues genera una parte de sus recursos en divisas. Por tanto, la significatividad del canal de los efectos de balance en este sector, así como su importancia cuantitativa estimada, reflejan lo potencialmente perturbadoras que pueden llegar a ser las depreciaciones abruptas. Esto confirma la relevancia de abordar la reducción de la dolarización financiera en América Latina, pues, a los obstáculos que impone sobre el mecanismo de transmisión de la política monetaria o sobre la estabilidad financiera, también hay que añadirle los costes que puede imponer sobre la actividad real.

13.6.2006.

BIBLIOGRAFÍA

- AGHION, P., P. BACCHETTA y A. BANERJEE (2001). «Currency Crises and Monetary Policy in a Credit-Constrained Economy», *European Economic Review*, 45, pp. 1121-1150.
- BERNANKE, B., y M. GERTLER (1989). «Agency Costs, Net Worth and Economic Fluctuations», *American Economic Review*, 79, pp. 14-31.
- CAMPA, J. M., y L. GOLDBERG (2001). «Employment versus Wage Adjustment and the US Dollar», *The Review of Economics and Statistics*, 83 (3), pp. 477-489.
- GALINDO, A., A. IZQUIERDO y J. M. MONTERO (2006). *Real exchange rates, dollarization and industrial employment in Latin America*, Documentos de Trabajo, n.º 0601, Banco de España.
- GERTLER, M., S. GILCHRIST y F. NATALUCCI (2003). *External Constraints on Monetary Policy and the Financial Accelerator*, Working Paper 10128, National Bureau of Economic Research.
- GOURINCHAS, P.-O. (1998). «Exchange Rates and Jobs: What Do We Learn from Job Flows?», *NBER Macroeconomics Annual 1998*, The MIT Press, Cambridge, MA, pp. 153-207.
- HALTIWANGER, J., A. KUGLER, M. KUGLER, A. MICCO y C. PAGÉS (2004). «Effects of Tariffs and Real Exchange Rates on Job Reallocation: Evidence from Latin America», *Journal of Policy Reform*, vol. 7, n.º 4, diciembre.
- KLEIN, M. W., S. SCHUH y R. TRIEST (2003). «Job Creation, Job Destruction, and the Real Exchange Rate», *Journal of International Economics*, vol. 59, Issue 2, pp. 239-265.
- KRUGMAN, P. (1999). «Balance Sheet Effects, the Transfer Problem and Financial Crises», en P. Isard, A. Razin y A. Rose (eds.), *International Finance and Financial Crises*, Kluwer Academic Publisher.
- NICKELL, S., y D. NICOLITSAS (1999). «How does Financial Pressure Affect Firms?», *European Economic Review*, 43, pp. 1435-1456.