

LA DEUDA EXTERNA PRIVADA EN ARGENTINA 2002-2022

Private External Debt in Argentina 2002-2022

Fernando Sciammarella

Universidad Argentina de la Empresa (UADE), Buenos Aires, Argentina

fsciammarella@uade.edu.ar

Maximiliano Albornoz

Universidad de Buenos Aires, Buenos Aires, Argentina

Universidad Nacional de Lomas de Zamora, Buenos Aires, Argentina

Universidad Argentina de la Empresa (UADE), Buenos Aires, Argentina

malbornoz@economicas.unlz.edu.ar

<https://orcid.org/0000-0002-4892-3993>

.....
Recibido: Marzo 2025

Aceptado: Marzo 2025
.....

Resumen

El artículo describió la evolución de la deuda externa privada en Argentina en el periodo 2002-2022. Dado que el análisis de la deuda externa pública es dominante por las restricciones que impone para el diseño de la política económica y ya existe una amplia bibliografía sobre el tema, el presente estudio tuvo como finalidad realizar un análisis descriptivo sobre la deuda externa privada. Entre los principales hallazgos se menciona que ha habido un cambio de composición de la deuda privada durante todo el periodo de análisis. A comienzos de los dos mil, el 77% correspondía a deuda financiera mientras que en 2022 es de 43%. Dentro de la deuda comercial es dominante el peso de la deuda por importaciones (65%) mientras que, en la deuda financiera, préstamos representa un 60%.

Palabras clave: deuda externa privada, deuda comercial, deuda financiera

Abstract

The article described the evolution of private external debt in Argentina in the period 2002-2022. Given that the analysis of public external debt is dominant due to the restrictions for the design of economic policy and there is a huge bibliography on the subject, the purpose of this study was to carry out a descriptive analysis of private external debt. The main findings are as follows.

First, there has been a change in the composition of private debt throughout the period of analysis. At the beginning of the two thousand, 77% corresponded to financial debt while in 2022 43% is for financial debt. Second, within commercial debt, the weight of debt from imports is dominant (65%) while, in financial debt, loans represent 60%.

Keywords: Private External Debt, Commercial Debt, Financial Debt

Clasificación JEL: F3, H6, H7

Introducción

La deuda externa ha sido a lo largo de las décadas una de las principales restricciones que han afectado las políticas públicas en Argentina (Véase Frenkel, Fanelli y Sommer, 1988; Forero, 2016; Cantamutto *et al*, 2020). Algunos analistas sostienen que el país padece un pecado capital y una intolerancia al endeudamiento, incluso es visto como un *defaultador serial*, es decir, un país que incumple sus compromisos externos de forma reiterada (Véase Reinhart, Rogoff y Savastano, 2003; Reinhart y Rogoff, 2004).

Por un lado, el análisis de la deuda externa pública ha recibido gran atención por parte de la academia. Damill, Frenkel y Rapetti (2005) señalan que la crisis de 2001 fue debido a la suba de la tasa de interés en el periodo 1999/2001, que hicieron que los intereses de la deuda externa sean prácticamente impagables. En 1998, los intereses de la deuda representaban el 12% de los ingresos públicos mientras que, en 2001, la cifra subió al 25%. Al 31/12/22, la deuda externa del sector público era de US\$160.690 millones (Véase Brenta, 2019; Rapoport, 2014).

Por otro lado, el estudio de la deuda externa privada ha recibido mucha menos atención (véase Basualdo y Kulfas, 2002; Basualdo, Nahon y Nochteff, 2005; Manzanelli *et al*, 2015; Bolsa de Comercio de Santa Fe, 2023). Según datos del Banco Central (BCRA), al 31/12/2022, la deuda externa privada total alcanzaba los US\$86.927 millones con una disminución de 3,9% (US\$3.598 millones) con respecto al trimestre anterior. En cambio, en términos anuales el incremento fue del 15,4% (US\$11.630 millones). Del total, el 53% corresponde a deuda privada comercial mientras que el 47% era deuda privada financiera.

El objetivo de este artículo es realizar un análisis descriptivo sobre la deuda externa privada dentro de sus principales categorías (tipo de operación, acreedor y sector), con principal énfasis en la deuda comercial y deuda financiera, definiendo etapas que permitan caracterizar las tendencias en los flujos de endeudamiento externo del sector privado. En el primer caso se quiere analizar principalmente el impacto de la deuda por importaciones de bienes mientras que,

en el segundo caso, la deuda por préstamos y títulos financieros. También, se desea evaluar el impacto de otras variables sobre la deuda externa privada financiera, como son las tasas de interés internacionales, el riesgo país y la brecha cambiaria (como proxy de restricciones cambiarias).

El artículo se organiza de la siguiente manera. La sección 2 presenta una selección de trabajos sobre la deuda externa privada. La sección 3 describe las fuentes de información utilizadas. La sección 4 describe la evolución de la deuda externa total entre 2002 y 2022 y los fundamentos de porque se profundiza en la deuda externa privada. La sección 5 establece las etapas de la deuda externa privada en base al contexto económico local e internacional. La sección 6 analiza los determinantes de la deuda externa privada por categorías y tipos de acreedor. La sección 7 analiza la deuda externa privada por sector económico y tipo de operación. Finalmente, la sección 8 ofrece las conclusiones del trabajo.

1. Selección de trabajos sobre la deuda externa privada

Uno de los trabajos más exhaustivos sobre la deuda externa privada en Argentina es el realizado por Basualdo, Nahon y Nochteff (2005), el cual tiene como eje la década del noventa, pero también describe las dos décadas anteriores como los primeros años de la década del dos mil. A comienzos de la década del noventa la deuda externa privada era apenas del 10% de la deuda externa total debido a la transferencia que hubo a través de los seguros de cambio a principios de la década del ochenta. No obstante, a principios de la década del dos mil había crecido nuevamente y representaba el 40% de la deuda externa total. Hubo factores domésticos y externos que favorecieron este proceso. Por un lado, las reformas económicas que implementó el país como apertura comercial y liberalización de la cuenta de capital. Por otro lado, el abundante financiamiento de los mercados internacionales a bajas tasas para economías emergentes.

En opinión de Basualdo *et al* (2005), los beneficiarios del nuevo proceso de endeudamiento fueron fracciones oligopólicas del capital que duplicaron la toma de deuda por encima con respecto a la deuda externa total. Es decir, el sector privado no financiero se endeudó por encima del sector público, aunque los procesos fueron complementarios. El sector público tomó deuda para generar las divisas necesarias para sostener la paridad del 1 a 1 y para permitir la fuga de capitales del sector privado. Es para destacar que las empresas beneficiarias del endeudamiento privado externo fueron las grandes corporaciones asociadas al capital concentrado.

Una relevante contribución del trabajo es haber reconstruido series de deuda externa privada para las 350 empresas más grandes de Argentina, donde se destaca el endeudamiento de YPF, Telefónica, Telecom, Pérez Companc, Transportadora del gas del sur, Astra, Aerolíneas Argentinas, Minera Alumbrera,

FIAT, Siderar, Cablevisión, Multicanal, Clarín, entre otras. En especial es muy llamativo entre los años 1998 y 1999, la previa de la gran devaluación.

Basualdo y Kulfas (2002) analizan la fuga de capitales en Argentina señalando que la expansión del endeudamiento privado termina contribuyendo a la fuga de capitales debido a la salida de divisas por intereses y amortizaciones lo cual es una severa restricción a la formación de capital en el país. Para los autores, el endeudamiento externo y la fuga de capitales son dos aspectos del mismo proceso y forman parte del nuevo proceso de valorización financiera que se instauró en Argentina hace décadas.

Manzanelli, Barrera, Wainer y Bona (2015) señalan que más de la mitad de la deuda externa privada generada en la década del noventa fue debido al rol de las empresas privatizadas y el 90% correspondió a deuda tomada por la cúpula empresarial argentina. Algo señalado por Basualdo *et al* (2005).

Néstor Forero, contador público y docente universitario, es uno de los principales expertos del país en el estudio de la deuda externa habiendo sido asesor del juzgado que investigó la deuda que se contrajo a partir de 1976. En sus diversos libros y artículos académicos señala la teoría de la deuda odiosa expresando la ilegitimidad de la deuda externa, tanto privada como pública. Reivindica la memoria de Alejandro Olmos quien denunció en 1982 en la justicia las irregularidades, fraudes y vicios que la misma tiene. Ha realizado importantes análisis con foco en el periodo 1976-1983 (Véase Forero, 2011, 2016, 2020).

En relación con estudios internacionales del tema, Dawood y otros (2020) estudiando la dinámica del endeudamiento externo de países asiáticos destacando que, tanto en el corto como en el largo plazo, el crecimiento económico y los mayores flujos de inversión extranjera directa reducen las posiciones de deuda externa, mientras que la volatilidad del tipo de cambio, los mayores flujos de comercio internacional y los mayores niveles de gasto público la aumentan. Por su parte, Gyapong (2018) expone que la deuda externa y la inversión extranjera directa tienen una relación positiva significativa en relación con el desarrollo financiero en relación con las principales economías africanas.

Silva (2020) evaluó el efecto de la deuda externa portuguesa durante el período 1999-2019 en el crecimiento de la economía. Como conclusión, expresa que la deuda externa fue el principal componente de la posición de inversión internacional. Solo algunos canales se vieron afectados significativamente por la deuda externa: la deuda externa privada y pública aumentó la inversión pública, y la deuda externa privada dañó la inversión privada.

Finalmente, Pattillo, Poirson y Ricci (2004) investigan los canales a través de los cuales la deuda afecta el crecimiento, específicamente haciendo foco si es a través de la acumulación de factores de producción o de la productividad total de

los factores (PTF) en un conjunto de datos de panel de 61 países en desarrollo durante el período 1969-1998. Los resultados indican el impacto negativo de una deuda elevada sobre el crecimiento, fenómeno que opera tanto a través de un fuerte efecto negativo sobre la acumulación de capital físico, como sobre el crecimiento de la productividad total de los factores.

2. Fuentes de información

El trabajo utilizó diferentes fuentes de información, aunque el núcleo central del mismo se basó en los datos disponibles en el Banco Central de la República Argentina (BCRA), complementada con la información difundida por el Ministerio de Economía de Argentina (MECON) y el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC).

Previamente a introducirnos en los aspectos puntuales de la metodología y forma de compilación de información, es importante destacar algunos conceptos fundamentales que se harán referencia durante todo el trabajo.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) define a la deuda externa bruta como “...el monto pendiente de reembolso en un determinado momento de los pasivos corrientes reales y no contingentes asumidos por residentes de una economía frente a no residentes con el compromiso de realizar en el futuro pagos de principal, intereses o ambos...” (FMI, 2003). En este sentido, es importante tener en cuenta que el concepto de residencia está determinado por la ubicación del centro de interés económico del agente y no por su nacionalidad.

Posteriormente definiremos el concepto de sector privado. En este sentido, el sector privado se constituye como todas aquellas unidades institucionales que no pertenecen al sector Gobierno General, entiendo Gobierno General como “... las autoridades y sus dependencias, que son entidades establecidas mediante un proceso político que ejercen autoridad legislativa, judicial y ejecutiva dentro de un área territorial. Las principales funciones económicas de un gobierno consisten en 1) asumir la responsabilidad de la provisión de bienes y servicios a la comunidad sin fines de lucro, para consumo colectivo o individual, y 2) redistribuir el ingreso y la riqueza mediante pagos de transferencia. Otra característica del gobierno es que estas actividades deben financiarse principalmente con ingresos tributarios y otras transferencias obligatorias...” (FMI, 2003)

Una vez establecido el concepto de deuda externa privada, analizaremos la principal fuente de información del estudio que son las estadísticas de deuda externa privada difundidas por el Banco Central de Argentina. El Banco central comenzó la recopilación de estadísticas de deuda externa privada en el año 2002 a través de la Comunicación A 3602, por la cual el sector privado debía informar las obligaciones por emisiones de títulos de deuda (cualquiera sea la residencia

de los tenedores de estos, la moneda de emisión o la legislación correspondiente) y pasivos contraídos con no residentes en el país, que estén pendientes de cancelación a fin de un trimestre calendario.

El mencionado relevamiento contaba con datos por tipo de operación, datos del acreedor, saldo pendiente de cancelación a la finalización del trimestre, detalle de desembolsos del principal, detalle de cancelaciones del principal, flujo estimado de pagos futuros, entre otras. En el año 2017 se dispuso, mediante la Comunicación "A" 6401, la creación de un nuevo Relevamiento de Activos y Pasivos Externos, que reemplazó y amplió los dos relevamientos existentes hasta ese momento: el Relevamiento de Títulos de Deuda y Otros Pasivos Externos (Comunicación "A" 3602 y complementarias) y el Relevamiento de Inversiones Directas en el País y en el Exterior (BCRA, 2017)

Este nuevo relevamiento, incluye información sobre activos externos e información sobre posiciones en derivados financieros (en línea con la Sexta Edición del Manual de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional). Uno de los aspectos importantes a destacar es que esta información es usada por el INDEC como insumo principal para la estimación del Balance de Pagos y Posición de Inversión Internacional, y por lo tanto haciéndolo consistente con el resto de las estadísticas del sector externo.

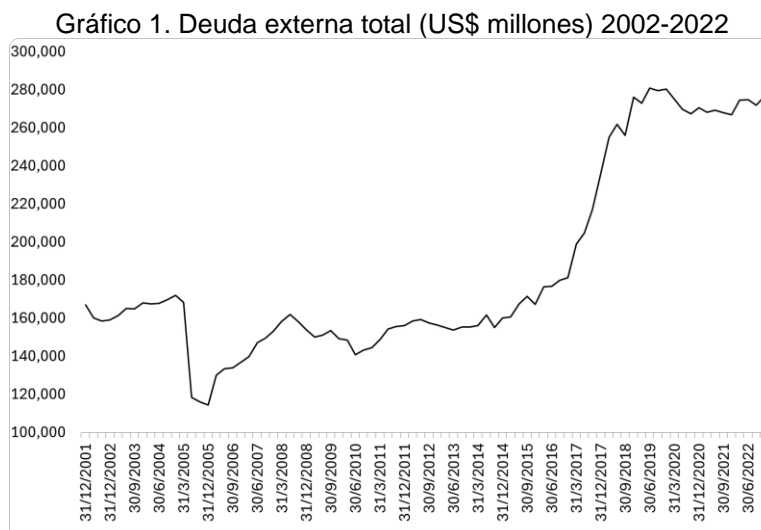
En lo que tiene que ver con la información sobre deuda externa total y pública, se consideró como insumo los datos publicados por INDEC, quien es el responsable de la difusión de las estadísticas de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional, complementada por la información por el Ministerio de Economía. Para el presente trabajo, los datos fueron actualizados al 19/11/2024 desde las páginas web del BCRA e INDEC.

3. La evolución de la deuda externa privada y pública

La deuda externa ha seguido los vaivenes económicos y políticos del país (Véase Gráfico 1). A diciembre de 2001, la misma era de US\$166.983 millones y se mantuvo prácticamente sin cambios hasta marzo de 2005. Con el canje de deuda realizado bajo la gestión de Roberto Lavagna, la deuda disminuye a US\$114.448 millones debido a la quita obtenida en la negociación de los títulos que entraron en default. No obstante, a partir de entonces la deuda externa comienza nuevamente a crecer hasta alcanzar un nuevo máximo en septiembre de 2008, llegando a US\$158.343 millones.

Entre 2008 y 2010 se reduce nuevamente, esta vez en casi US\$20.000, para luego comenzar un proceso de crecimiento sostenido y constante, primero moderado (2010-2015) y luego explosivo (2015-2019). A diciembre de 2015, la deuda externa total era de US\$167.142 millones, prácticamente similar a diciembre de 2001 (a la salida de la convertibilidad), aunque notoriamente

superior a la registrada en el canje de deuda de 2005. A diciembre de 2019, la deuda externa había crecido hasta alcanzar los US\$280.588 millones, aumentando en US\$113.176 millones en apenas cuatro años. En los últimos años de análisis (2019-2022), la deuda registró una leve disminución.



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA y Mecon

La mayoría de los análisis de deuda externa se han centrado en la deuda pública debido al impacto que la misma ha tenido sobre los grados de libertad de los distintos gobiernos. Como se mencionó en la introducción, este trabajo se enfocará en la deuda externa privada, no obstante, se realizará unos breves comentarios sobre la deuda externa publicada.

A diciembre de 2001, la relación entre deuda externa privada y pública era muy pareja (53% versus 47%). Luego de la devaluación de enero de 2002, la deuda pública comienza a crecer hasta llegar al 68% en marzo de 2005, previo al canje de deuda. A pesar de que este logró bajar el peso de la deuda pública con respecto a la deuda externa total (del 68% al 54%) en el segundo trimestre de ese año, comienza otro periodo de crecimiento estabilizándose en el 66% hasta 2009. A diciembre de 2015, la ratio era del 61%, subiendo diez puntos en los siguientes cuatro años, llegando al 71% a diciembre de 2019. En el último periodo (2019-2022), los valores se mantuvieron.

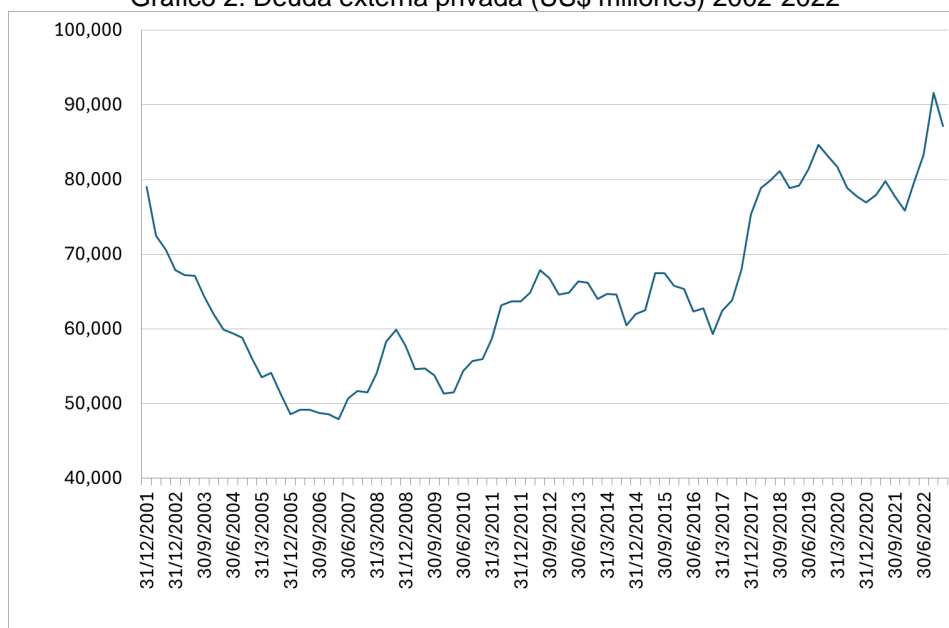
Con respecto a la deuda externa privada (Gráfico 2), a diciembre de 2001 era de US\$79.076 millones en un contexto de convertibilidad y paridad peso-dólar de 1 a 1. La devaluación afectó el endeudamiento en dólares, disminuyendo US\$11.217 millones en apenas doce meses. La tendencia continúa hasta 2007, donde en diciembre de ese año se alcanzó un piso de US\$47.953 millones. Nuevamente, como sucedió con la deuda externa total, se observan dos periodos de crecimiento, uno moderado (2007-2015) y otro explosivo (2015-2022).

Dos importantes diferencias con respecto al análisis de la deuda pública. Por un lado, el crecimiento moderado sucedió a partir de 2010, mientras que en el caso de la deuda privada sucedió tres años antes, a partir de 2007. Es decir, el incremento de la deuda privada precedió a lo que sucedió con la deuda pública. Por otro lado, con respecto al proceso de crecimiento explosivo de la deuda, se aprecia que, en ambos casos, la deuda externa privada y pública, registran el mismo comportamiento a partir de 2015.

Otra discrepancia es que la deuda externa privada crece en el último periodo (2019-2022) mientras que la deuda privada total se mantuvo constante.

El análisis del financiamiento recibido por el sector privado en todo el período registra una suba de US\$ 8.108 millones, explicado en su mayoría por el comportamiento del sector privado no financiero (US\$ 16.401 millones), parcialmente compensado por la caída del sector financiero (US\$ 8.200 millones). Los flujos de financiamiento neto tienen una evolución desigual, influenciados por los diferentes contextos macroeconómicos y los cambios en la normativa cambiaria emitida por el Banco Central de la República Argentina (BCRA). Por lo tanto, resulta de sumo interés poder definir diferentes etapas y de esta manera poder comprender las decisiones de financiamiento externo.

Gráfico 2. Deuda externa privada (US\$ millones) 2002-2022



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA y Mecon

4. Etapas de la deuda externa privada

En línea con lo mencionado, se propone analizar la evolución de la deuda externa privada a través una serie de etapas (Tabla 1). La primera estará constituida por una fuerte caída en la posición deudora del sector privado (2002-2005), en línea con una recuperación del producto bruto interno luego de la crisis

del año 2001 (Baumann y Cohan. 2018). Durante este periodo, el sector privado canceló deuda neta por US\$30.489 millones, explicado en un 66% por el sector privado no financiero (unos US\$ 20.200 millones) y el resto por el sector financiero (US\$ 10.233 millones).

El segundo periodo abarca los años 2005-2011 y se observa un constante incremento en las posiciones de deuda externa privada, en un contexto de mejora en los niveles de actividad y de los niveles de comercio exterior (redundando en unos sendos superávits de balanza comercial) y apertura comercial (Ministerio de Desarrollo Productivo. 2021). Durante este segundo periodo, el sector privado no financiero recibió financiamiento neto por US\$15.800 millones, mientras que el sector financiero obtuvo financiamiento por debajo de los US\$1.000 millones. Cabe destacar que este periodo experimentó un año de cancelación neta de deuda, en el marco de la crisis internacional del año 2008-2009.

A partir del año 2011, se produce un cambio en la normativa cambiaria vigente, profundizando el control de capitales y generando dificultades para el sector privado al acceso al mercado de cambios. Durante el tercer periodo, 2012-2015, el sector privado obtuvo financiamiento por unos US\$2.000 millones observándose una fuerte caída en relación con los volúmenes observados previamente, captados casi con exclusividad por el sector privado no financiero (US\$ 1.981 millones).

El cuarto periodo, 2015-2019, en línea con el cambio de gobierno produce una modificación sustancial en la política cambiaria, lo que genera una liberalización del flujo de capitales. Se observa una toma de endeudamiento neto positivo por parte del sector privado, donde el sector privado no financiero tomó una deuda por US\$16.563 millones mientras que el sector financiero lo hizo en US\$ 480 millones.

Es necesario destacar que durante esta etapa se observa una marcada diferencia entre los distintos años. Durante 2016 se observa un mercado desendeudamiento, presumiblemente como consecuencia de la regularización de pagos que no se pudieron cursar durante el periodo previo. A partir de 2017, en línea con lo observado en el endeudamiento del sector público (llegando a finales de 2027 al máximo histórico de la serie a finales de cada año con una posición deudora total de US\$ 83.187 millones).

El quinto periodo, 2019-2022 está marcado nuevamente por una vuelta hacia un esquema de control de capitales y por la crisis del COVID 19 que tuvo un fuerte impacto en todas las variables económicas. Si bien en esta etapa se observa un aumento de financiamiento neto de US\$3.997 millones, el mismo se dio entre los años 2021 y 2022. En este sentido, mientras que durante todo el año 2020 el sector privado evidenció un desendeudamiento de US\$6.249 millones, esta

tendencia fue revertida durante el año 2022 donde se observó toma de deuda externa por unos US\$11.300 millones.

Tabla 1. Variación de la deuda externa privada (US\$ millones) 2002-2022

Etapa	Periodo	Variación	Principal Agente
I	2002-2005	-30.489	SP no Fin
II	2005-2012	15.081	SP no Fin
III	2012-2015	915	SP no Fin
IV	2015-2019	17.822	SP no Fin
V	2019-2022	5.461	SP no Fin

Fuente: Elaboración propia en base al BCRA, FMI e INDEC

La evolución mencionada anteriormente no sigue la misma lógica en lo que respecta a la deuda pública, la cual tiene una dinámica propia determinada, en gran medida, por las necesidades del gobierno nacional para solventar su déficit fiscal recurrente. En este sentido, hasta el año 2014 se observó una tendencia decreciente en los niveles de deuda externa pública, en línea con la recuperación de la actividad económica. Sin embargo, a partir del año 2015 y en un contexto de un fuerte control de capitales del sector externo, la deuda externa pública registra un fuerte aumento de las posiciones, hasta llegar a un máximo histórico de la serie de unos US\$193.000 millones a finales del año 2020.

La Tabla 2 presenta un resumen de la evolución de la deuda externa privada por categorías, comercial y privada. Se aprecia que, dentro de cada grupo, la deuda comercial es principalmente por importaciones mientras que la deuda financiera es básicamente por préstamos. Este aspecto será profundizado en las siguientes secciones.

Tabla 2. Deuda externa privada total (US\$ millones) 2001-2022

Periodo	Deuda comercial			Deuda financiera			Deuda externa privada total	
	Total	Por importaciones	Otros	Total	Préstamos	Títulos		Otros
31/12/2001	18.171	10.157	8.014	60.906	31.459	18.936	29.447	79.077
31/12/2002	14.187	7.924	6.263	53.672	26.943	18.821	26.729	67.859
31/12/2005	13.574	8.096	5.478	35.013	18.075	14.167	16.938	48.587
31/12/2007	18.926	11.528	7.398	32.601	16.650	12.083	15.951	51.527
31/12/2009	21.597	13.551	8.046	29.782	18.267	8.566	11.515	51.379
31/12/2011	35.788	24.424	11.364	27.880	16.261	8.167	11.619	63.668
31/12/2013	36.600	23.317	13.283	27.444	16.238	7.394	11.206	64.044
31/12/2015	41.150	22.948	18.202	24.603	12.389	9.716	12.214	65.753
31/12/2017	36.896	23.488	13.408	38.483	21.228	15.799	17.255	75.379
31/12/2019	37.684	22.114	15.570	45.503	27.630	16.329	17.873	83.187
31/12/2021	35.651	22.043	13.608	40.174	23.567	15.365	16.607	75.825
31/12/2022	48.950	31.381	17.569	38.235	23.160	13.703	15.075	87.185

Fuente: Elaboración propia en base al BCRA e INDEC

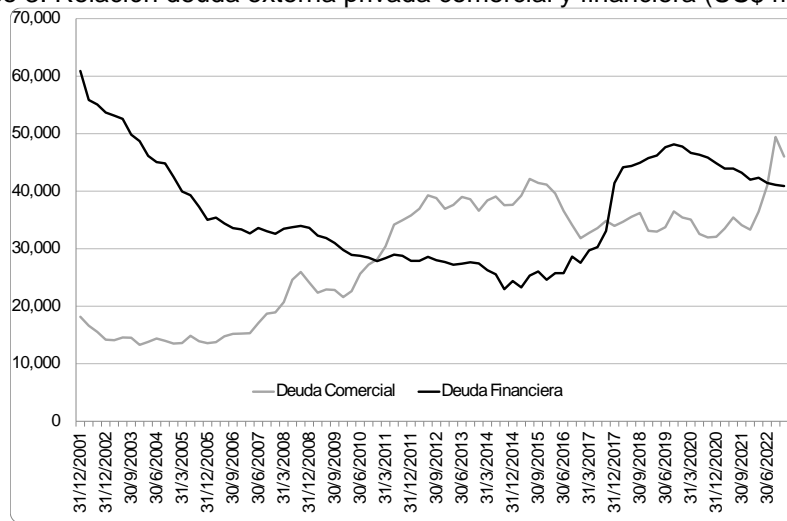
5. Deuda externa privada por categorías y tipo de acreedor

En esta sección nos centraremos en estudiar la deuda externa privada por sus diferentes jerarquías. Se divide la deuda externa privada en dos componentes. Por un lado, la deuda comercial, que es aquella deuda relacionada a operaciones de exportaciones e importaciones de bienes y servicios y cuya característica es ser de corto plazo y de carácter rotatorio. Por otro lado, la deuda financiera, la cual se caracteriza por compromisos de largo plazo y asociados a financiar inversiones de largo plazo o inversiones en máquinas y equipos.

Por otro lado, se analiza la deuda externa privada por el tipo de acreedor que otorga el financiamiento. En este aspecto, vamos a dividir los acreedores entre aquellos relacionados y no relacionados, y dentro de ellos entre organismos internacionales y resto de acreedores no relacionados. Tomando en cuenta estas categorías, se entiende que un acreedor relacionado otorgará financiamiento con un costo y plazos más extensos que otro tipo de acreedor (con excepción de los organismos internacionales, los cuales se manejan por reglas que no necesariamente reflejan las condiciones de mercado. Es decir, en contextos de stress financiero (por ejemplo, de fuerte control de capitales) un acreedor relacionado dará mayores facilidades.

Al analizar la deuda por este tipo de apertura (Gráfico 3), se observa un cambio en las tendencias de deuda. Al 31/12/2001, la deuda comercial representaba un 23% del total de deuda externa privada (aproximadamente US\$18.000 millones), mientras que a finales del año 2005 este porcentaje había crecido al 28% (aunque en valor se había reducido para llegar a los US\$13.000 millones). Por otro lado, a finales del año 2011 había llegado al 56%. Este fuerte cambio en la composición de la deuda se explicó en un contexto donde los niveles de comercio exterior (calculados como la suma de exportaciones e importaciones de bienes) crecieron fuertemente (de US\$45.701 millones en 2001 pasando a US\$67.687 millones en 2005 para llegar a US\$153.888 millones en 2011) debido al boom de los términos de intercambio y a la mejor de la actividad económica.

Gráfico 3. Relación deuda externa privada comercial y financiera (US\$ millones)



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA e INDEC

Excluyendo el periodo 2011-2015, donde la deuda comercial se ubicó por encima de la deuda financiera, se aprecia que la deuda financiera ha sido mayor que la comercial. A partir de 2015 esta tendencia se desarrolla en un contexto de cambio de la política monetaria y cambiaria del BCRA y donde se liberan los flujos de capitales, haciendo más accesible el acceso a las divisas para pagar servicios de deuda (Feldman y Formento. 2019).

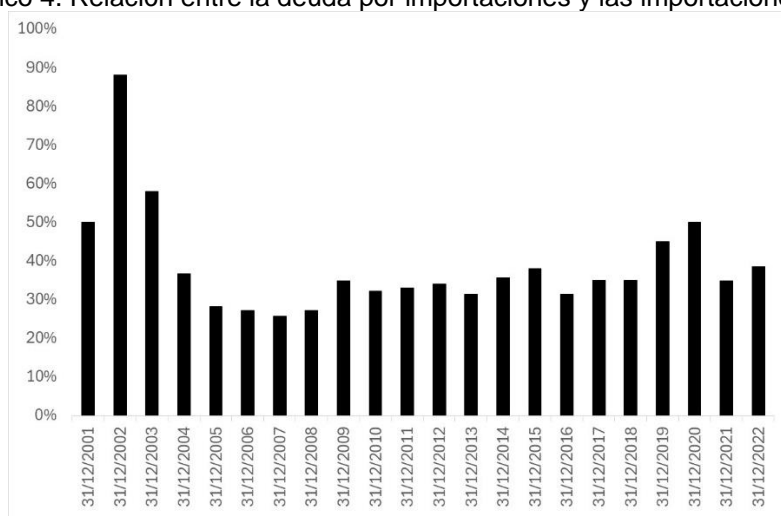
Al investigar los determinantes de este tipo de deuda, se realizó un análisis más jerarquizado, dividiendo a la deuda comercial entre la deuda por importaciones de bienes, de servicios y exportaciones de bienes.

Además, se estudió la relación de la deuda de importaciones con el nivel de importaciones de los últimos 12 meses (utilizando el supuesto de que corresponde a deuda rotatoria de corto plazo), la relación entre la deuda de servicios con el nivel de importaciones de servicios de los últimos 12 meses (utilizando el mismo supuesto que con los bienes) y la deuda de exportaciones con el nivel de exportaciones de los próximos 12 meses (en este punto tomando en cuenta que, a diferencia de la deuda por importaciones de bienes y servicios, en el caso de las exportaciones primero se recibe la financiación y luego se paga con el envío de la mercaderías).

En primer lugar, se analiza la relación de la deuda por importaciones de bienes y el nivel de importaciones (Gráfico 4). En este punto, y con excepción del periodo entre 2001 y 2005, se observa una relación estable en la serie lo que permite concluir que uno de los determinantes de la deuda de importaciones es el nivel de importaciones del año previo. Esto es consistente con la hipótesis de la deuda de carácter rotatoria y enmarcada en el capital de trabajo de las empresas.

En diciembre de 2001, la relación entre la deuda por importaciones y las importaciones era del 50% mientras que doce meses después, producto de la brusca devaluación alcanzó el 88%. A partir de ahí comienza a disminuir para tocar un piso del 27% en 2006 y estabilizarse en torno al 35%. Durante 2019 y 2020, producto de la pandemia y coincidiendo con la instrumentación de nuevos controles de cambio para el pago de servicios de deuda, la relación creció nuevamente llegando al 50%. Estos valores atípicos pueden ser asociados a un exceso de deuda del Sector Privado (el cual no puede disminuir sus posiciones de deuda como consecuencia del control de cambios).

Gráfico 4. Relación entre la deuda por importaciones y las importaciones (%)

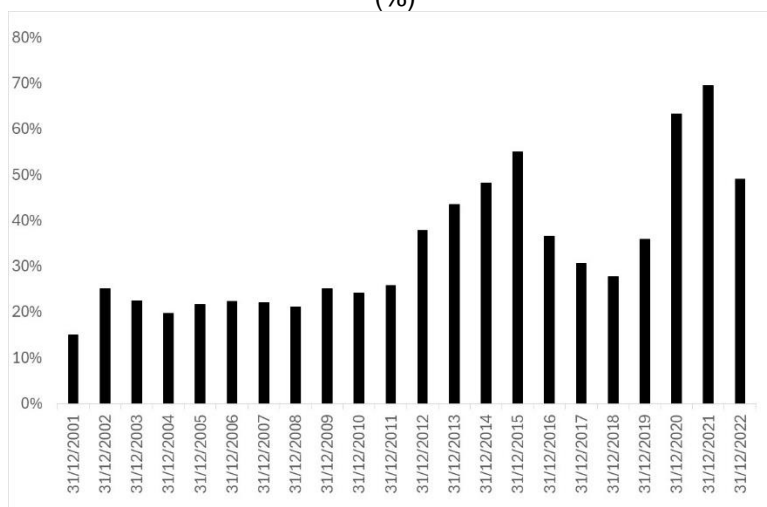


Fuente: Elaboración propia en base al INDEC y BCRA

En segundo lugar, si se analiza la deuda por importaciones de servicios (Gráfico 5), observamos un comportamiento estable entre 2002 y 2011 en torno al 25%, con un cambio de tendencia entre 2012 y 2015 donde la relación alcanza el 55% (en línea con un contexto de mayores restricciones de acceso al mercado de cambios). Desde el año 2016, y tras la relajación de las normas de cambio para el acceso al mercado de cambios, la relación comenzó una caída importante hasta llegar a valores por debajo del 30% en 2018.

Finalmente, y tras las elecciones PASO del año 2019 y la vuelta de las restricciones al acceso del mercado de cambio, nuevamente se observó una suba en el indicador (llegando a cerca del 50%). Como se señala en la última sección del presente trabajo, la acumulación de deuda externa privada comercial tensa las relaciones con los vendedores del exterior y pone en peligro los próximos flujos.

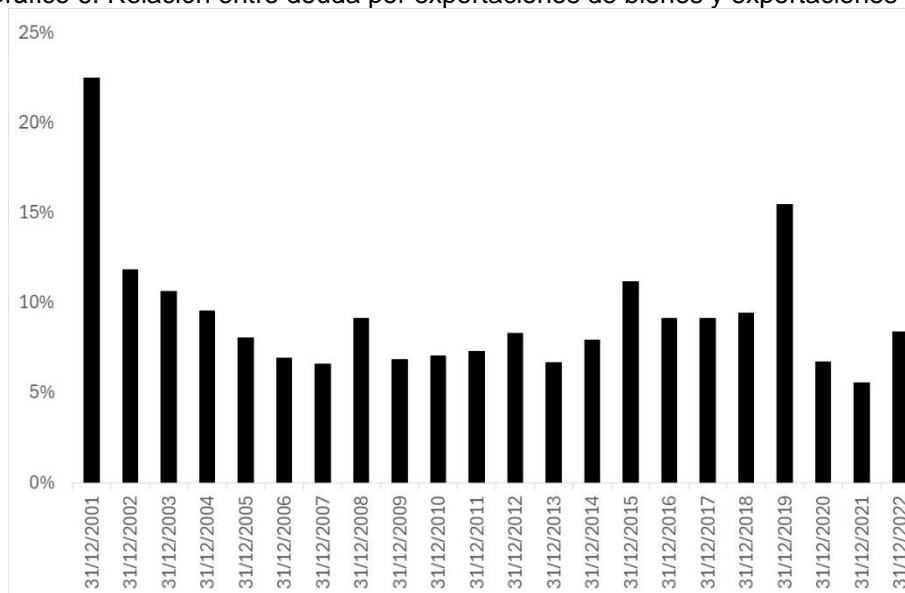
Gráfico 5. Relación entre deuda por importaciones de servicios e importaciones de servicios (%)



Fuente: Elaboración propia en base al INDEC y BCRA

En tercer lugar, se describen las relaciones entre la deuda por exportaciones y las exportaciones de bienes (Gráfico 6). A diferencia de lo acontecido con las importaciones, la deuda externa privada por exportaciones tiene valores reducidos. En diciembre de 2001 su valor era de 22%. Luego de la devaluación, entre 2002 y 2015 promedio el 8%, con un pico en 2015 donde alcanzó al 11%. Entre 2015 y 2019 subió apenas 1% llegando al 9% aunque en el último año de ese periodo, 2019, superó al 15%. En los siguientes tres años, volvió a ubicarse en torno al 8%.

Gráfico 6. Relación entre deuda por exportaciones de bienes y exportaciones (%)



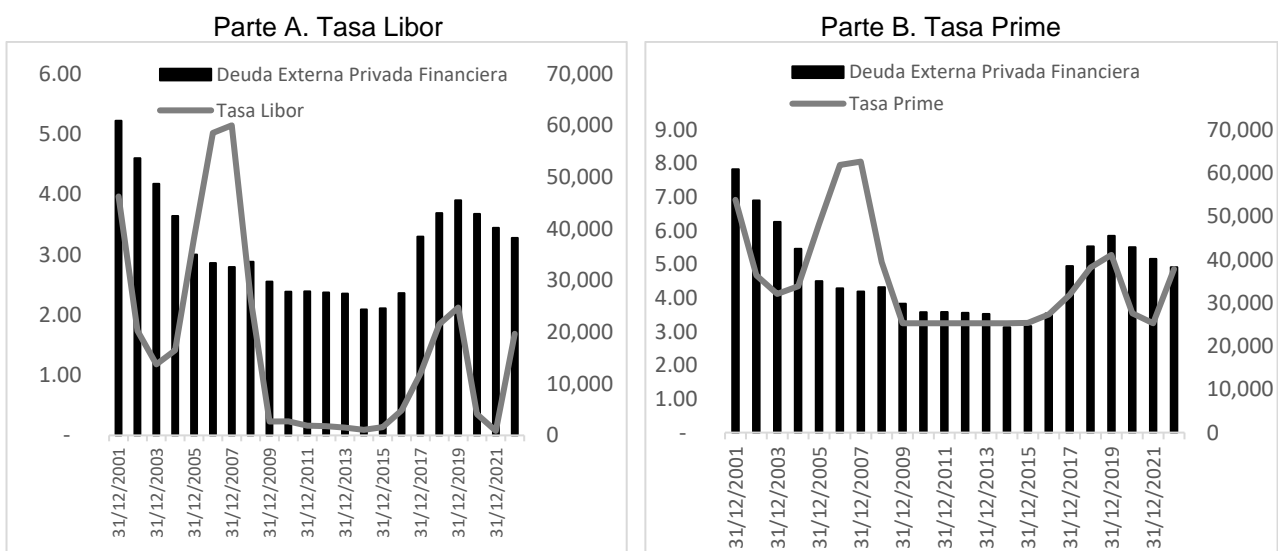
Fuente: Elaboración propia en base al INDEC y BCRA

Al analizar la deuda financiera, se eligió como posibles determinantes, en primer lugar, la evolución del producto interno bruto (suponiendo una relación directa entre el crecimiento en el nivel de actividad y las mayores necesidades de

financiamiento, tanto interno como externo de las empresas). También se analiza la relación entre las tasas de interés internacional y el riesgo país con el nivel de endeudamiento (suponiendo que un aumento en el costo del fondeo redundaría en una disminución de aquel).

Con respecto a las relaciones entre la deuda externa privada financiera y las tasas de interés internacionales (tomando como indicadores la tasa Prime y la tasa Libor), el coeficiente de correlación es bajo (0,37). Es decir, una correlación positiva, aunque baja. Aunque se aprecia cierto comportamiento donde las series se mueven juntas (salvo el periodo 2005-2008), no se observa que el endeudamiento privado financiero en Argentina se relaciona o está asociado al comportamiento de las tasas externas (Véase parte A y B del Gráfico 7).

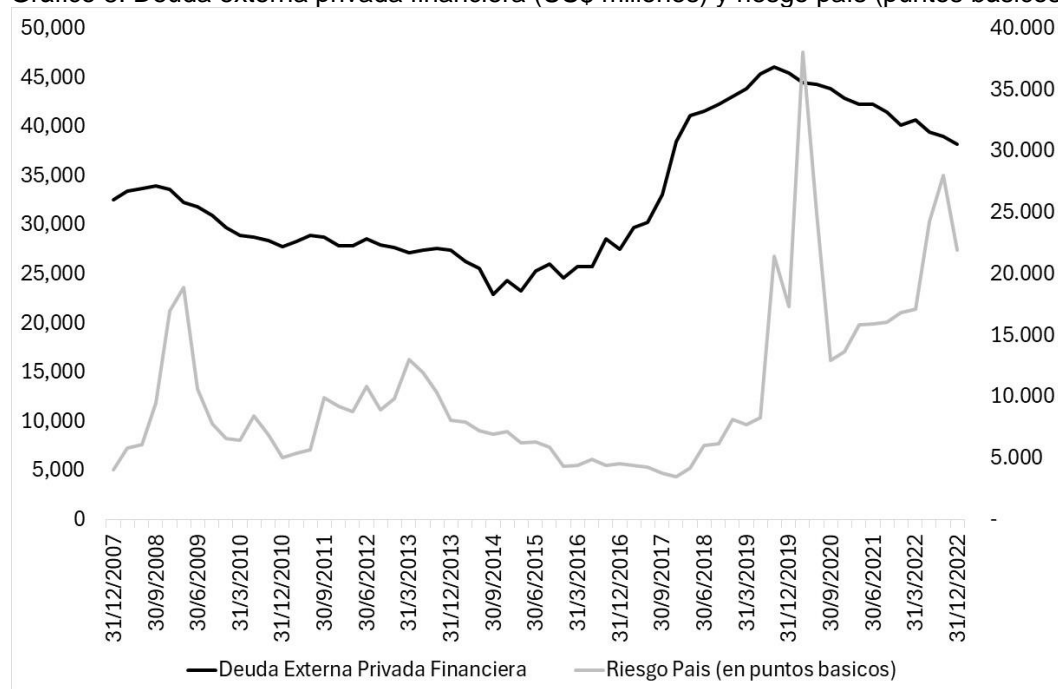
Gráfico 7. Deuda externa privada financiera (US\$ millones) y tasas internacionales (%)



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA, INDEC y MECON

Con respecto al riesgo país y el endeudamiento privado financiero, la serie comienza en 2007 siendo el coeficiente de correlación de 0,54, lo cual indica una relación directa, aunque moderada. El riesgo país afecta las tasas de interés doméstica a cuál acceden las empresas privadas, lo cual termina afectando el nivel de financiamiento (el efecto es indirecto). Además, se aprecia en el Gráfico 8 que cuando baja el riesgo país también disminuye la deuda externa privada financiera (y viceversa), esto indica que existe una variable omitida en el análisis. No sería racional señalar que las empresas se endeudan más cuando más caro es el costo del financiamiento.

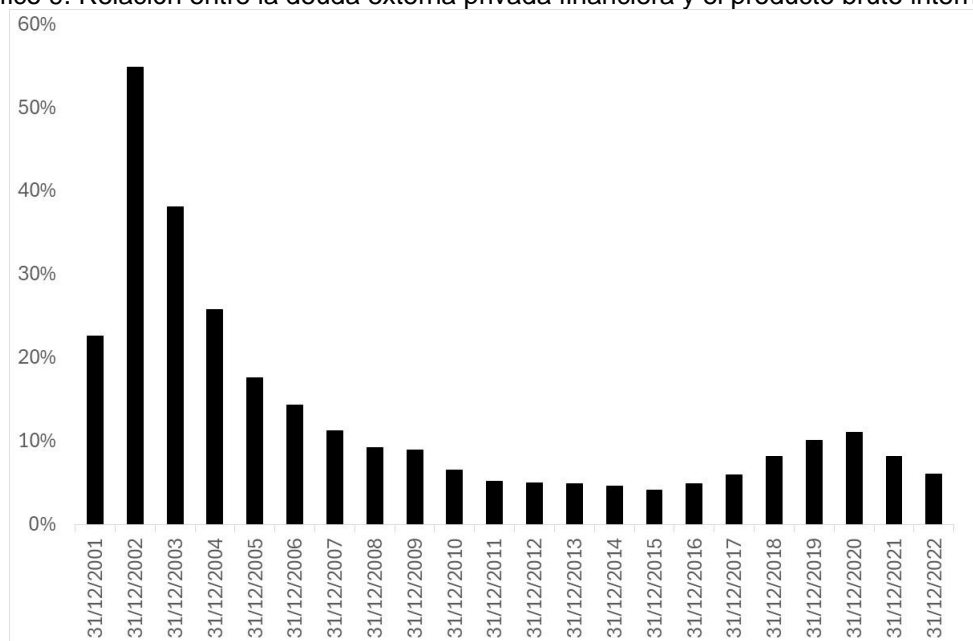
Gráfico 8. Deuda externa privada financiera (US\$ millones) y riesgo país (puntos básicos)



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA, INDEC y MECON

Por último, se observa que la relación de deuda externa financiera y producto bruto interno se mantiene estable durante gran parte del periodo, lo que evidencia una relación directa entre ambos indicadores (Gráfico 9). Sin embargo, existen excepciones como son el periodo 2002-2010, donde se evidencia un proceso de desendeudamiento del sector privado y aquellos años donde la brecha cambiaria estuvo por encima del 100% (años 2012, 2013, 2021 y 2022). En definitiva, se puede concluir un proceso de desendeudamiento forzado, donde el sector privado se esfuerza en arbitrar las diferentes cotizaciones del dólar.

Gráfico 9. Relación entre la deuda externa privada financiera y el producto bruto interno (%)



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA, INDEC y MECON

Con respecto al tipo de acreedor, se observa en la Tabla 3 que al 31/12/2001 menos del 30% de la posición de la deuda era financiada por acreedores relacionados, manteniéndose en valores similares hasta 2005. Desde ese año, se registró un crecimiento del peso relativo de este tipo de acreedor, observándose un fuerte incremento entre los años 2009 y 2015 y especialmente a partir de 2011 cuando el BCRA profundizó el control de capitales, restringiendo el acceso a las divisas para pagar este tipo de endeudamiento (véase sección 5). A fines de 2015, la deuda externa privada con acreedores privados totaliza unos USD\$28.500 millones (un aumento de USD 5.600 millones frente a la posición de 2001) mientras que cuatro años después, la cifra era de US\$33.211 millones (una suba de US\$5.000 millones). Entre 2021 y 2022, la cifra subió a US\$41.029 millones con una suba anual de US\$7.5.64 millones, siendo el mayor incremento en dos décadas (incluso superior al 2008 cuando aconteció la crisis financiera internacional).

Entre 2001 y 2012, los acreedores no relacionados superan a los del mismo grupo (aproximadamente 40% versus 34% respectivamente). A partir de entonces, los valores se invierten siendo más importante el financiamiento por acreedores del mismo grupo (42% versus 36%). Con respecto a los organismos internacionales, los valores fueron relevantes entre 2001 y 2002 donde superan los US\$4.000 millones, para ir disminuyendo progresivamente a lo largo de los años.

Tabla 3. Deuda externa privada por tipo de acreedor (US\$ millones)

Periodo	Total	Empresa Mismo grupo	Gob y Org. Internac	Múltiples tenedores	Resto acreedores no relacionados
31/12/2001	79.076	22.831	4.600	15.814	35.831
31/12/2002	67.859	18.415	4.112	15.868	29.464
31/12/2003	61.985	21.151	3.733	14.753	22.348
31/12/2004	56.005	18.388	2.838	14.632	20.147
31/12/2005	48.587	15.899	2.887	12.119	17.682
31/12/2006	48.601	15.801	2.336	11.917	18.547
31/12/2007	51.527	16.775	2.374	11.158	21.220
31/12/2008	57.729	21.042	2.816	9.727	24.144
31/12/2009	51.380	19.151	3.536	8.027	20.666
31/12/2010	55.964	21.360	3.373	7.587	23.644
31/12/2011	63.668	23.926	2.988	7.742	29.012
31/12/2012	64.617	27.172	2.657	7.138	27.650
31/12/2013	64.045	28.540	2.051	7.331	26.123
31/12/2014	62.000	27.476	1.661	7.804	25.059
31/12/2015	65.753	28.516	1.705	9.690	25.842
31/12/2016	59.369	22.861	1.889	12.945	21.674
31/12/2017	75.379	32.138	1.887	15.799	25.555
31/12/2018	78.853	32.541	2.342	15.940	28.030
31/12/2019	83.187	33.211	2.407	16.329	31.240
31/12/2020	76.937	32.783	2.354	15.753	26.047
31/12/2021	75.825	33.465	1.933	15.365	25.062
31/12/2022	87.184	41.029	1.819	13.703	30.633

Fuente: Elaboración propia en base al BCRA e INDEC

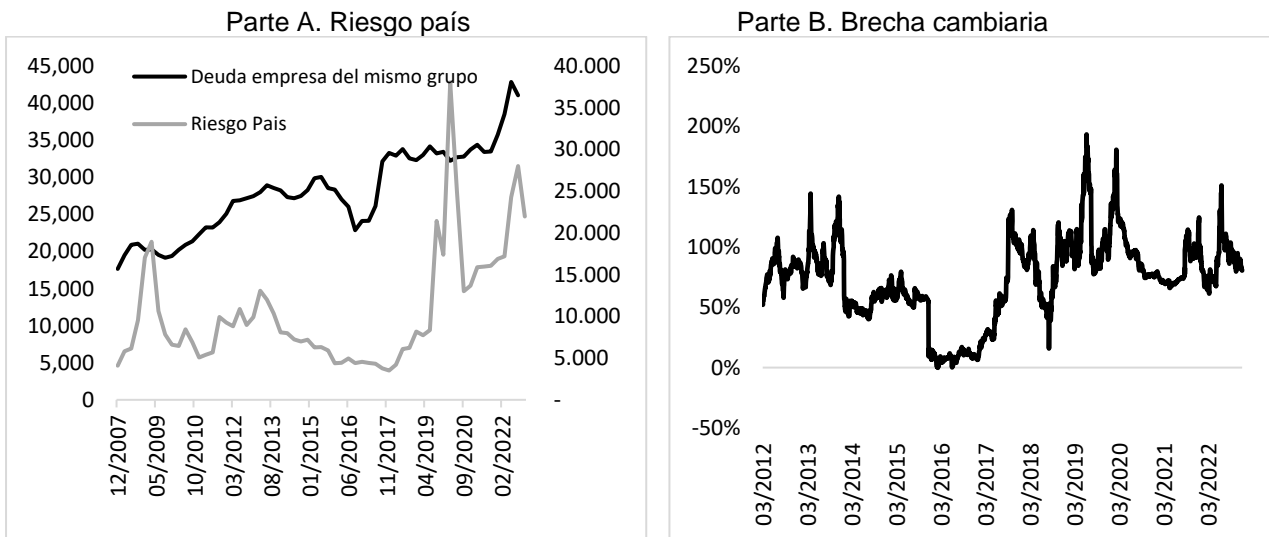
Entre 2015 y 2019, se observa una caída en la participación de la deuda de acreedores relacionados, en un contexto de libre movilidad de capitales. Finalmente, y entre el periodo 2020 y 2022, donde nuevamente el BCRA instrumentó fuertes controles de capitales, la participación de este tipo de acreedor aumentó su participación dentro del total de manera significativa, hasta totalizar 47,1% del total de la deuda.

Al analizar los acreedores no relacionados, los múltiples tenedores de títulos sufrieron una caída en la participación relativa, en línea con la caída de la deuda financiera hasta fines del año 2015. Esta tendencia se revierte a partir de ese año, cuando se relajaron sustancialmente los controles a los flujos de capitales. Durante el periodo 2015-2019, se observó un aumento en torno a los 5 puntos porcentuales.

En este punto, podemos concluir que existiría una relación directa entre el aumento en la importancia relativa de acreedores relacionados y un aumento en el control a los flujos de capitales. (Gráfico 10). Al analizar esta relación, no se

observa una influencia significativa. Uno de los motivos es que al existir una brecha siempre en torno al 100%, con excepción del periodo 2015-2019, lo que está verificando es la existencia de un control de cambios que imposibilitaba la cancelación de deuda y la toma de deuda desde otros acreedores.

Gráfico 10. Deuda con acreedores del mismo grupo (US\$ millones) , riesgo país (puntos básicos) y brecha cambiaria (%)



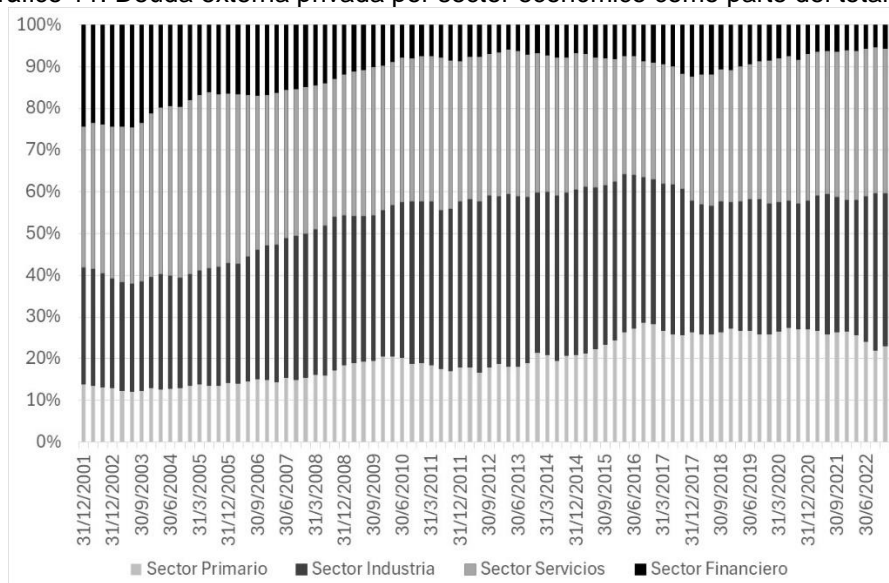
Fuente: Elaboración propia en base al BCRA e INDEC

6. Deuda externa privada por sector económico y perfil de vencimiento

Esta sección finaliza el análisis describiendo qué sector económico (primario, industria, servicios y financiero) ha necesitado el financiamiento (Gráfico 11). A diciembre de 2001, la deuda se repartía en partes bastantes parejas. El sector de servicios representaba el 34% seguido de la industria (28%) y el sector financiero (24%). El sector primario apenas ponderaba por el 14%. Luego de la devaluación, el sector financiero disminuye su participación llegando al 10% en 2009 alcanzando un mínimo local de 7% a principios de 2016. Entre 2017 y 2018 registra una leve suba al 13% para descender al mínimo histórico del 6% en 2022.

El sector servicios, punta contra punta, pasa del 34% en 2001 al 21% en 2022, con un máximo de 42% en 2005. Por otro lado, el sector industria se benefició de este financiamiento dado que pasó del 28% al 37% en dos décadas (especialmente en 2022). Por último, el sector económico que más utilizó el financiamiento externo privado ha sido el sector primario, que representaba el 14% en 2001 para alcanzar el 36% en 2022. En 2015 su valor era del 24% para subir 10 puntos en apenas cuatros y luego mantener la tendencia.

Gráfico 11. Deuda externa privada por sector económico como parte del total (%)



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA e INDEC

Las Tablas 4 y 5¹ describen la posición de deuda según el tipo de deudor y acreedor y el tipo de operación. En la Tabla 4 se aprecia que dentro de la deuda externa privada un tercio corresponde a deuda de la industria manufacturera (34%) seguida de explotación de minas y canteros (21,1%). Ambos sectores representan más del 50% de la deuda total. Con respecto al tipo de acreedor, el 47% corresponde a deuda del mismo grupo mientras que múltiples tenedores representan el 15%.

Tabla 4. Posición de deuda por sectores deudores y acreedores (US\$ millones) al 31/12/2022

Deudor /Acreedor	Bancos privados	Empresas Mismo grupo	Múltiples tenedores Títulos	Otros	Deuda externa Privada Total
Industria manufacturera	3.828	15.134	1.883	9.176	30.021
Explotación de minas y canteros	1.406	9.709	6.094	1.261	18.470
Electricidad, gas y vapor	1.945	846	2.056	1.633	6.480
Comunicaciones	513	2.505	793	1.614	5.425
Transporte	481	1.498	811	474	3.264
Otros	2.836	11.462	2.091	7.356	23.745
Total	11.009	41.154	13.728	21.514	87.405

Fuente: Elaboración propia en base al BCRA

Con respecto a la Tabla 5, y como se mencionó en secciones anteriores de este trabajo, se aprecia que más de un tercio de la deuda externa privada es debido a deuda por importaciones (35%) donde la industria manufacturera tiene la mitad

¹ Las cifras totales de la deuda privada externa total no coinciden con las descritas en otras tablas por una cuestión de redondeo. Por otro lado, no se tienen datos para 2001, con lo cual no se puede realizar la comparación entre lo acontecido durante el fin de la convertibilidad y la actualidad.

de esta (49%) seguido de comercio (27%). Le sigue en importancia los préstamos con un 27% dónde minas y canteros representa un 38% seguido de industria manufacturera (18%). Se aprecia que los títulos de deuda se concentran en el sector de minas y canteros (44%). De esta manera se comprende que la industria manufacturera y el comercio se endeudan básicamente a través de importaciones (deuda comercial). En cambio, el sector de explotación de minas y canteras elige la deuda financiera a través de préstamos y títulos de deuda. Finalmente, un aspecto a destacar es el perfil de vencimiento de la deuda externa del sector privado. Al 31/12/22 los perfiles de vencimiento de la deuda comercial son al corto plazo en más del 95% mientras que la deuda financiera tiene una proporción mucho más baja (43%).

Tabla 5. Posición de deuda por sectores deudores y tipo de operación (US\$ millones) al 31/12/2022

Deudor /Acreedor	Deuda X Bienes	Deuda M Bienes	Préstamos	Títulos deuda	Otros	Deuda Externa Privada Total
Industria manufacturera	6.127	15.177	4.103	1.883	2.731	30.021
Explotación de minas y canteros	117	1.861	8.928	6.094	1.470	18.470
Comercio	821	8.490	891	5	871	11.078
Electricidad, gas y vapor	3	1.352	2.846	2.056	223	6.480
Comunicaciones	0	849	2.086	793	1.697	5.425
Transporte	44	587	564	811	1.258	3.264
Otros	306	2.626	3.909	5.826	0	12.667
Total	7.418	30.942	23.327	13.728	11.990	87.405

Fuente: Elaboración propia en base al BCRA

Conclusiones

El presente trabajo describió la evolución de la deuda externa privada en Argentina en el periodo 2002-2022. La importancia del estudio es múltiple, pero se destaca la escasez de trabajos que se enfoquen en el sector privado, dado que la mayoría han analizado la deuda externa pública por la relevancia para las políticas públicas y para el diseño de la política económica.

Los principales resultados son los siguientes: Primero, el endeudamiento, aunque redujo sus niveles con el canje de deuda de 2005, inició un proceso de crecimiento, inicialmente moderado entre 2006 y 2015 y luego explosivo, especialmente entre 2015 y 2019, donde la deuda pasó de US\$65.000 a US\$83.000 millones.

Segundo, se aprecia un cambio de composición de la deuda, donde se pasa de deuda financiera a deuda comercial. En 2001, la deuda financiera representaba el 77% mientras que dos décadas después, el valor había bajado al 43%.

Tercero, con respecto a las etapas de la deuda externa privada, se destaca que, los periodos de fuerte crecimiento del endeudamiento fueron 2005-2012 y 2015-2019 mientras que entre 2002-2005 hubo un enorme desendeudamiento producto de la devaluación.

Cuarto, en el caso de la deuda comercial el principal determinante ha sido la deuda por importaciones mientras que en la deuda financiera han sido los préstamos y los títulos de deuda.

Quinto, con respecto a otras variables que pueden haber influido en el endeudamiento, como las tasas de interés internacionales Prime y Libor, el riesgo país y la brecha cambiaria, se obtuvo que, aunque hay una correlación positiva, esta es débil y no se lo se puede considerar como un determinante importante.

Sexto, en el caso de la deuda por tipo de acreedor, en 2001 el más relevante eran los acreedores no relacionados (44%) mientras que en los últimos años se destaca el peso de empresas del mismo grupo (47%).

Séptimo, a fines de 2001, la deuda externa privada por sector económico se concentraba en los servicios y el sector financiero (más del 60%) mientras que el sector primario sólo representaba el 14%. En cambio, en 2022, este tuvo un peso del 36% con un fuerte crecimiento a partir de 2015. De esta manera, el sector primario ha sido el quien más de endeudo en la última década marcando un cambio de tendencia.

Octavo, la industria manufacturera concentra el 34% de la deuda privada externa seguida de explotación de minas y canteros con un 21%. Ambos representan más de la mita de la deuda total. Además, las acreencias con las empresas del mismo grupo son la categoría más importante con un peso del 47%. Dentro de la deuda comercial, la deuda por importaciones es muy importante debido al comportamiento de la industria manufacturera y comercio. En cambio, en el caso de la deuda financiera, explotación de minas y canteros son el sector más relevante por el peso de préstamos y títulos de deuda.

Noveno, la deuda comercial se enfoca en el corto plazo (sea deuda exigible o dentro de los 12 meses) en un 95% mientras que la deuda financiera tiene plazos más largos, donde solo el 43% es dentro de los próximos 12 meses.

En el futuro, se espera que el presente trabajo sirva para generar nuevas investigaciones que se focalicen en análisis centralizados en determinar cuáles son las variables macroeconómicas que explican la evolución de la deuda externa privada de carácter financiero.

Referencias bibliográficas

- Baumann Fonay, I., & y Cohan, L. (2018). Crecimiento económico, ptf y Pib potencial en Argentina.
https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/crecimiento-economico-ptf-y-pib-potencial-en-argentina_0.pdf
- Basualdo, E., & Kulfas, M (2002). La fuga de capitales en Argentina, en “La Globalización Económico-Financiera. Su impacto en América Latina”. CLACSO. <https://biblioteca.clacso.edu.ar/clacso/qt/20101004085849/5.pdf>
- Basualdo, E., Nahon, C., & Nochteff, H. (2005). Trayectoria y naturaleza de la deuda externa privada en la Argentina. La década del noventa, antes y después. Documento 14. Área de economía y tecnología. Flacso.
http://legacy.flacso.org.ar/uploaded_files/Publicaciones/dt_nro14_EB_CN_HN_Dic2005.pdf
- Bolsa de Comercio de Santa Fe (2023). Estado actual de la deuda pública y privada argentina: problemática en torno a la deuda comercial.
<https://www.bcsf.com.ar/ces/downloads.php?file=SUVfMjAyM19RLnBkZg%3D%3D>
- Brenta, N. (2019). *Historia de la deuda externa argentina. De Martínez de Hoz a Macri*. Buenos Aires: Capital Intelectual.
- Cantamutto, F., Arelovich, S., Bohoslavsky, J., Cavallero, L., Gago, V., Nemiña, P., Saludas, M., Telechea, J. & Val, M. (2020). La deuda en nuestras vidas. Área economía y finanzas. Friedrich Ebert Stiftung.
<https://library.fes.de/pdf-files/bueros/argentinien/16521.pdf>
- Damill, M., Frenkel, R., & Rapetti, M. (2005). La deuda argentina: historia, default y reestructuración. Documento de trabajo CEDES.
<https://repositorio.cedes.org/bitstream/123456789/3529/1/16.pdf>
- Dawood, M., Tawiah Baidoo, S., & Raza Shah, S. (2021). An Empirical Investigation Into the Determinants of External Debt in Asian Developing and Transitioning Economies. *Development Studies Research*, 8 (1), 253-263.
- Ministerio de Desarrollo Productivo (2021). El comercio exterior de Argentina: una radiografía de las exportaciones de bienes en el siglo XXI.
https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/2021/09/el_comercio_exterior_de_argentina.pdf
- Frenkel, R., Fanelli, J., & Sommer J. (1988). El proceso de endeudamiento externo argentino documento CEDES.
https://repositorio.cedes.org/bitstream/123456789/3313/1/Doc_c02.pdf
- Feldman, G. D., & Formento, A. (2019). Marco regulatorio cambiario y dinámica del sector externo: un análisis del caso argentino reciente.
- Forero, N. (2011). *El crimen de la deuda externa*. Buenos Aires: ediciones independientes.
- Forero, N. (2016). *El crimen de la deuda externa: de Martínez de Hoz a los fondos buitres*. Buenos Aires: Ediciones Fabro.
- Forero, N. (2020). Deuda o vida: un dilema de todos los tiempos y una propuesta actual. *Realidad económica*, 332 (49), 119-136.
- Manzanelli, P., Barrera, M., Wainer, A., & Bona, L. (2015). *El ciclo de endeudamiento argentino y fuga de capitales. De la dictadura militar a los fondos buitres*. Buenos Aires: editorial La página.

- Rapoport, M. (2014). *La deuda externa argentina y la soberanía jurídica: sus razones históricas*. Buenos Aires: Fundación de Investigaciones Históricas, Económicas y Sociales.
- Reinhart, C., Rogoff, K., & Savastano, M. (2003). Debt Intolerance. Working Paper 9908. NBER.
https://www.nber.org/system/files/working_papers/w9908/w9908.pdf
- Reinhart, C., & Rogoff, K. (2004). Serial Default and the "Paradox" of Rich-to-Poor Capital Flows. *American Economic Review*, 94 (2), 53-58.
- World Bank (2018). Argentina. Escaping Crises, Sustaining Growth, Sharing Prosperity.
<https://documents1.worldbank.org/curated/en/696121537806645724/pdf/Argentina-Escaping-Crises-Sustaining-Growth-Sharing-Prosperity.pdf>

Otra bibliografía consultada

- Adamu, I. (2019). Re-visiting the Drivers for Increasing External Debt. *Journal of Contemporary Issues and Thought*, 9, 40-53.
- Avdjiev, S., Binder, S., & Sousa, R. (2017). External Debt Composition and Domestic Credit Cycles. BIS Working Papers No 627.
<https://www.bis.org/publ/work627.pdf>
- Financial Account Restriction Index. descargado de <https://www.elibrary-areaer.imf.org/Pages/ChapterQuery.aspx>
- Krugman, P. (1988). Financing vs. Forgiving. A Debt Overhang. Working Paper 2486. NBER.
https://www.nber.org/system/files/working_papers/w2486/w2486.pdf

Declaración de intereses

Los autores declaran que no existe conflicto de intereses.

Declaración de autoría

Cada autor participó en igualdad de condiciones contribuyendo con el 50% del contenido, tanto en lo referido a la investigación como a la redacción del artículo.