

# CUADERNOS DE ECONOMÍA

ISSN 0121-4772



Facultad de Ciencias Económicas  
Escuela de Economía  
Sede Bogotá



UNIVERSIDAD  
**NACIONAL**  
DE COLOMBIA

## ASESORES EXTERNOS

### COMITÉ CIENTÍFICO

**Ernesto Cárdenas**

Pontificia Universidad Javeriana-Cali

**José Félix Cataño**

Universidad de los Andes

**Philippe De Lombaerde**

NEOMA Business School y UNU-CRIS

**Edith Klimovsky**

Universidad Autónoma Metropolitana de México

**José Manuel Menudo**

Universidad Pablo de Olavide

**Gabriel Mías**

Universidad Nacional de Colombia

**Mauricio Pérez Salazar**

Universidad Externado de Colombia

**Fábio Waltenberg**

Universidade Federal Fluminense de Rio de Janeiro

### EQUIPO EDITORIAL

**Daniela Cárdenas**

**Karen Tatiana Rodríguez**

**María Paula Moreno**

Estudiante auxiliar

**Proceditor Ltda.**

Corrección de estilo, armada electrónica,  
finalización de arte, impresión y acabados  
Tel. 757 9200, Bogotá D. C.

**Gabriela Bautista Rodríguez**

Fotografía de la cubierta

### Indexación, resúmenes o referencias en

#### SCOPUS

**Thomson Reuters Web of Science**

(antiguo ISI)-SciELO Citation Index

**ESCI** (Emerging Sources Citation Index) - Clarivate Analytics

#### EBSCO

**Publindex** - Categoría B - Colciencias

**SciELO** Social Sciences - Brasil

**RePec** - Research Papers in Economics

**SSRN** - Social Sciences Research Network

**EconLit** - Journal of Economic Literature

**IBSS** - International Bibliography of the Social Sciences

**PAIS International** - CSA Public Affairs Information Service

**CLASE** - Citas Latinoamericanas en Ciencias Sociales y Humanidades

**Latindex** - Sistema regional de información en línea

**HLAS** - Handbook of Latin American Studies

**DOAJ** - Directory of Open Access Journals

**CAPEs** - Portal Brasileiro de Información Científica

**CIBERA** - Biblioteca Virtual Iberoamericana España / Portugal

**DIALNET** - Hemeroteca Virtual

Ulrich's Directory

**DOTEC** - Documentos Técnicos en Economía - Colombia

**LatAm-Studies** - Estudios Latinoamericanos

**Redalyc**

**Universidad Nacional de Colombia**

Carrera 30 No. 45-03, Edificio 310, primer piso

Correo electrónico: revcuaco\_bog@unal.edu.co

Página web: www.ceconomia.unal.edu.co

Teléfono: (571)3165000 ext. 12308, AA. 055051, Bogotá D. C., Colombia

### Cuadernos de Economía Vol. 43 No. 92 - 2024

El material de esta revista puede ser reproducido citando la fuente. El contenido de los artículos es responsabilidad de sus autores y no compromete de ninguna manera a la Escuela de Economía, ni a la Facultad de Ciencias Económicas, ni a la Universidad Nacional de Colombia.

## UNIVERSIDAD NACIONAL DE COLOMBIA

**Rectora**

Dolly Montoya Castaño

**Vicerrector Sede Bogotá**

Jaime Franky Rodríguez

### FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

**Decana**

Liliana Alejandra Chicaiza Becerra

### ESCUELA DE ECONOMÍA

**Directora**

Nancy Milena Hoyos Gómez

### CENTRO DE INVESTIGACIONES PARA EL DESARROLLO

- CID

Karoll Gómez

### DOCTORADO Y MAESTRÍA EN CIENCIAS ECONÓMICAS Y PROGRAMA CURRICULAR DE ECONOMÍA

**Coordinadora**

Olga Lucía Manrique

### CUADERNOS DE ECONOMÍA

**EDITOR**

**Gonzalo Cómbita**

Universidad Nacional de Colombia

### CONSEJO EDITORIAL

**Juan Carlos Córdoba**

Iowa State University

**Liliana Chicaiza**

Universidad Nacional de Colombia

**Paula Herrera Idárraga**

Pontificia Universidad Javeriana

**Juan Miguel Gallego**

Universidad del Rosario

**Mario García**

Universidad Nacional de Colombia

**Iván Hernández**

Universidad de Ibagué

**Iván Montoya**

Universidad Nacional de Colombia, Medellín

**Juan Carlos Moreno Bríd**

Universidad Nacional Autónoma de México

**Manuel Muñoz**

Universidad Nacional de Colombia

**Ömer Özak**

Southern Methodist University

**Marla Ripoll**

Universidad de Pittsburgh

**Juanita Villaveces**

Universidad Nacional de Colombia

Esta obra está bajo una Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-SinDerivadas 2.5 Colombia.

**Usted es libre de:**

Compartir - copiar, distribuir, ejecutar y comunicar públicamente la obra

**Bajo las condiciones siguientes:**

- **Atribución** — Debe reconocer los créditos de la obra de la manera especificada por el autor o el licenciante. Si utiliza parte o la totalidad de esta investigación tiene que especificar la fuente.
- **No Comercial** — No puede utilizar esta obra para fines comerciales.
- **Sin Obras Derivadas** — No se puede alterar, transformar o generar una obra derivada a partir de esta obra.

Los derechos derivados de usos legítimos u otras limitaciones reconocidas por la ley no se ven afectados por lo anterior.



El contenido de los artículos y reseñas publicadas es responsabilidad de los autores y no refleja el punto de vista u opinión de la Escuela de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas o de la Universidad Nacional de Colombia.

*The content of all published articles and reviews does not reflect the official opinion of the Faculty of Economic Sciences at the School of Economics, or those of the Universidad Nacional de Colombia. Responsibility for the information and views expressed in the articles and reviews lies entirely with the author(s).*

---

# CAUSAS DE LA CESACIÓN DE PAGOS DE LA DEUDA SOBERANA DE VENEZUELA

---

Rafael Mac-Quhae  
Hermes A. Pérez F.

**Mac-Quhae, R., & Pérez F., Hermes. A. (2024). Causas de la cesación de pagos de la deuda soberana de Venezuela. *Cuadernos de Economía*, 43(92), 491-520.**

En Venezuela se dieron varios fenómenos que suelen preceder la cesación de pagos soberanos según la literatura. Entre ellos, se pueden contar la volatilidad del crecimiento económico, el desplome de la actividad y la desalineación del tipo de cambio real —desequilibrio que generó la apreciación del bolívar debido a la paridad fija establecida—. En este artículo, se valida que la debilidad institucional parece ser un determinante del impago de la deuda, situación que se dio

---

R. Mac-Quhae  
Universidad Metropolitana, Caracas (Miranda, Venezuela). Correo electrónico: rmacquhae@unimet.edu.ve.

H. A. Pérez F.  
Universidad Metropolitana, Caracas (Miranda, Venezuela). Correo electrónico: hperez@unimet.edu.ve.

Sugerencia de citación: Mac-Quhae, R., & Pérez F., Hermes. A. (2024). Causas de la cesación de pagos de la deuda soberana de Venezuela. *Cuadernos de Economía*, 43(92), 491-520. <https://doi.org/10.15446/cuad.econ.v43n92.101981>

**Este artículo fue recibido el 5 de abril de 2022, ajustado el 18 de agosto de 2023 y su publicación aprobada el 12 de octubre de 2023.**

después del mayor auge de precios del petróleo del que se tenga registros. El país entra a ser definido como *deudor serial* debido al incumplimiento periódico de sus obligaciones.

**Palabras clave:** deuda; gestión de deuda; deuda soberana; incumplimiento de deuda soberana.

**JEL:** H63, H68.

**Mac-Quhae, R., & Pérez F., Hermes. A. (2024). Causes of Venezuela's sovereign debt default. *Cuadernos de Economía*, 43(92), 491-520.**

In Venezuela several phenomena materialised that usually precede sovereign debt default according to the literature. Among them, are the volatility of economic growth, the collapse of activity and the misalignment of the real exchange rate, an imbalance that generated the appreciation of the bolivar due to the established fixed parity. In this article, it is validated that institutional weakness seems to be a determinant of debt default, a situation that occurred after the biggest oil price boom on record. The country came to be defined as a serial debtor due to periodic default on its obligations.

**Keywords:** Debt; debt management; sovereign debt; sovereign debt default.

**JEL:** H63, H68.

## INTRODUCCIÓN

Venezuela está en cesación de pagos de su deuda en dólares, emitida en los mercados financieros internacionales con respaldo en los bonos soberanos de la República y de la empresa petrolera estatal, Petróleos de Venezuela, S. A. (PDVSA). El pago de los compromisos asociados con los intereses y el capital se interrumpió en noviembre de 2017 (Asonuma y Trebesch, 2016<sup>1</sup>; Duggar, 2018 y Moody's Investor Service, 2021b). En este sentido, el objeto del presente trabajo es describir las características de la deuda soberana venezolana en cesación de pagos, estimar su valor y analizar las principales causas del impago en 2017. Para esto, la investigación comprende cuatro partes. En la primera, se revisan las definiciones de cesación de pagos en la literatura. En la segunda, se hace una descripción de la deuda soberana de Venezuela y de PDVSA emitida en los mercados internacionales, y de los bonos declarados en cesación de pagos. Además, se estima el valor de esa deuda, ya que no existe información oficial disponible sobre este dato. En la tercera, se presenta una revisión (estado del arte) de las causas de la cesación de pagos soberanos. En la cuarta parte se analizan las posibles causas que condujeron a la cesación de pagos de Venezuela en 2017 y se finaliza con algunas conclusiones.

## DEUDA SOBERANA EXTERNA EN CESACIÓN DE PAGOS

### Definiciones y características

Agrupamos en cinco categorías las definiciones de deuda soberana externa en cesación de pagos que se encuentran en la literatura, de acuerdo con el esquema de Ams *et al.* (2019). En la primera categoría, incluimos las definiciones obtenidas de trabajos especializados. En la segunda categoría, incorporamos el concepto de impago, según lo que entienden por él las leyes del Estado de Nueva York en EE. UU. En la tercera categoría, agrupamos las definiciones utilizadas por los entes multilaterales. En la cuarta categoría se incluyen las definiciones de las calificadoras de riesgo y de los mercados de derivados de créditos —instituciones que permiten negociar las permutas de incumplimiento crediticio o *credit default swap* (CDS, por sus siglas en inglés). En la quinta categoría, agrupamos los eventos de cesación de pagos (ECP) incluidos en los contratos de deuda soberana externa de Venezuela y de PDVSA.

### *Definiciones de trabajos especializados*

En esta primera categoría, la *cesación de pagos soberanos* se entiende en general como el incumplimiento de un compromiso programado en un tiempo (incluido el período de gracia) determinado en un contrato de deuda soberana externa (Das

---

<sup>1</sup> A pesar de que el trabajo de Asonuma y Trebesch es de 2016, incluye una base de datos actualizada con los países que se encuentran en cesación de pagos hasta septiembre de 2020.

*et al.*, 2012; Hatchondo *et al.*, 2007). Ese concepto también se puede describir como la suspensión del pago de intereses o del capital de un compromiso soberano externo (Datz, 2014). De acuerdo con Tomz y Wright (2013), el impago ocurre cuando el país deudor viola los términos de su contrato de deuda al no realizar el desembolso de la cuota de intereses o de capital antes del vencimiento del período de gracia contractualmente acordado. Agregan que esta definición, al no ser muy amplia, no abarca situaciones en las que los gobiernos amenazan con reducir los pagos de forma arbitraria. Según Kalliomäki (2012), el incumplimiento puede estar relacionado con tres posibles escenarios: i) el país deudor no desembolsa la cantidad total que le corresponde cancelar; ii) de forma unilateral se modifican los términos del cronograma de pagos; o iii) una combinación de los dos escenarios.

La complejidad de la definición de la cesación de pagos soberanos tiene dos motivos: la primera es la arquitectura legal de los contratos que involucran jurisdicciones nacionales diferentes; la segunda fuente es la evolución histórica del riesgo asociado con el pago de la deuda soberana, lo que afecta a los deudores y a los prestamistas de los recursos (Choi *et al.*, 2012). El surgimiento de diversas crisis de deuda soberana ha hecho que los contratos evolucionen para adaptarse a las condiciones asociadas con la dinámica del riesgo soberano cambiante de las naciones (Choi *et al.*, 2012). Por su parte, Beers y De Leon-Manlagnit (2019) afirman que la deuda soberana de un país abarca los títulos financieros que los gobiernos nacionales emiten y prometen pagar en unas condiciones establecidas en un contrato. Así, la cesación de pagos resulta del incumplimiento de dichos compromisos contractuales vinculados con los intereses y el capital en una fecha definida.

### ***Definiciones bajo las leyes del Estado de Nueva York y Londres***

Todos los contratos de deuda soberana relevantes para este trabajo se firmaron bajo las leyes del Estado de Nueva York, condición de la mayoría de los acuerdos de crédito bilaterales y multilaterales (Ams *et al.*, 2019). Bajo esta legislación, la cesación de pago está definida como un evento de incumplimiento (*events of default* [EoD]), y está diseñada para que pueda ser identificada con claridad, según los términos contractuales acordados entre las partes. La cesación de pagos cubre una gama de factores que podrían afectar el incumplimiento de un compromiso financiero. Dichas cláusulas establecen las consecuencias de los citados incumplimientos y se erigen como normas vinculantes desde el punto de vista jurídico para los deudores y los acreedores (Ams *et al.*, 2019).

### **Definiciones establecidas por entes multilaterales**

El Banco Mundial y sus entes afiliados son los mayores acreedores multilaterales del mundo, ya que solo otorgan préstamos a países soberanos (Ams *et al.*, 2019). Estas instituciones disponen de un convenio marco (carta de intención) en el que se pueden englobar varias operaciones de crédito independientes e incluyen cláusulas que se asemejan a los eventos de incumplimiento antes descritos (World

Bank Group, 2021). Casi siempre se incluye un capítulo en el que se esbozan algunos elementos que pudieran entrar en la categoría de evento de incumplimiento. Cuando el país deudor no cumple las condiciones de la carta de intención, el ente multilateral puede suspender los desembolsos de fondos. Hay cuatro causas para suspender los desembolsos de un crédito de una agencia multilateral: en primer lugar, cuando el país falla en realizar algún pago previsto en el acuerdo crediticio; una segunda causa es el incumplimiento de cualquier otra condición establecida en el convenio marco; en tercer lugar, la suspensión se realiza si se determina que el país prestatario o cualquiera de sus entidades regionales participó en prácticas corruptas, fraudulentas o colusorias en relación con el uso de los recursos del préstamo; por último, existe la suspensión cruzada, asociada con cualquier otro incumplimiento del país en otro contrato (World Bank Group, 2021).

## **Definiciones de los mercados de derivados de crédito o CDS**

Como se señaló antes, la historia de los impagos de la deuda soberana incide en los mercados en los que se negocian este tipo de títulos financieros. Por esa razón, hay un mercado de CDS relacionado con la deuda soberana; se trata de contratos bilaterales que actúan como un seguro frente a eventos de cesación de pagos. Este tipo de instrumento financiero se utiliza para cubrir al tenedor de títulos en riesgo de incumplimiento. Al respecto, la operación consiste en que el tenedor de un activo de alto riesgo realiza pagos periódicos durante un lapso acordado a cambio de garantizar un pago único contingente si ocurre un evento de cesación de pago relacionado con el instrumento u obligación subyacente (Das y Sundaram, 2011). Los citados contratos de incumplimiento crediticio o CDS son títulos negociables en los mercados financieros internacionales: un ente especializado garantiza el pago de una deuda riesgosa mediante un título o compromiso de pago, y lo vende a los agentes interesados en tener la cobertura en caso de un incumplimiento. En este ámbito, el pago del título subyacente está vinculado con eventos de incumplimiento que deben ser observables y verificables (Ams *et al.*, 2019).

### ***Definiciones establecidas por las calificadoras de riesgo***

Standard & Poor's (2012) define la cesación de pagos como la ausencia de desembolso asociado con el capital o con intereses en la fecha de vencimiento contenida en los términos originales de una emisión de deuda. Además, considera que hay incumplimiento en los compromisos en cualquiera de las siguientes circunstancias:

- i. Cuando el gobierno central no cancela el servicio de la deuda programada en la fecha de vencimiento o realiza una oferta de canje de un nuevo compromiso con condiciones menos favorables que los que se estipulan en la emisión original. Esto referido a los bonos, los pagarés y las letras en moneda local y extranjera emitidos por el gobierno central y por fuera del sector público del país.



- ii. Cuando se convierten los títulos en moneda local emitida por el banco central a una nueva moneda de valor nominal inferior al monto equivalente.
- iii. El incumplimiento soberano también se produce cuando el gobierno central no realiza el desembolso programado en la fecha de vencimiento o negocia con los acreedores bancarios una reprogramación del principal o de los intereses en términos menos favorables que en el préstamo original.

Moody's Investor Service (2021a) entiende que la cesación de pagos solo aplica para las obligaciones de deuda o similares (por ejemplo, acuerdos de canje o swap). Al respecto, considera cuatro eventos de esta naturaleza:

- i. La falta o el retraso en el pago del desembolso de los intereses o el capital, sin incluir los pagos atrasados realizados dentro de un período de gracia estipulado por contrato.
- ii. La declaración de quiebra del emisor o una decisión judicial con efecto sobre la capacidad de pago del deudor, lo que incidirá en los pagos futuros del servicio de la deuda legalmente existente.
- iii. El intercambio de obligaciones en condiciones desfavorables para los acreedores. En estas situaciones, el deudor ofrece una deuda nueva o reestructurada que asciende a un valor menor que la deuda original. Ese intercambio desfavorable se hace con el fin de evitar un eventual incumplimiento de toda la obligación.
- iv. Una modificación en las condiciones de pago de un contrato de crédito impuesta por un Estado soberano que resulte en una obligación financiera menor, como una redenominación forzada de la moneda o un cambio forzado en algún otro aspecto del contrato original como la indexación de los pagos o la modificación del vencimiento.

## **Definiciones establecidas en los contratos de deuda soberana de Venezuela**

Los contratos de los títulos de la deuda de Venezuela establecen los siguientes como eventos de incumplimiento:

- a. La falta de pago del capital o los intereses, transcurrido el período de gracia —por lo general estipulado en 30 días contados a partir de la fecha de vencimiento—.
- b. El incumplimiento por parte de la república de cualquier otra obligación contenida en el contrato de deuda. En este caso, el período de gracia es de 90 días.
- c. Que el Banco Central de Venezuela (BCV) no realice la transferencia de los dólares estadounidenses destinados al pago de los compromisos estableci-

dos y que esta situación se mantenga durante 30 días luego del vencimiento de la obligación.

- d. Que el BCV incumpla cualquier otra obligación contenida en el contrato de deuda y esta situación se mantenga durante 90 días.
- e. Si ocurre un incumplimiento de cualquier otro compromiso de deuda en cualquier moneda distinta al Bolívar, se activa la cláusula de aceleración que obliga el pago de todos los compromisos adquiridos antes de su vencimiento.
- f. Si Venezuela o el BCV declara la moratoria de cualquiera de sus compromisos.
- g. Cualquier sentencia por un tribunal en contra de Venezuela o del BCV que lo obligue a cancelar un monto mayor o igual a USD 100 000 000.
- h. Que Venezuela deje de pertenecer al Fondo Monetario Internacional (FMI), lo cual no aplica a todos los bonos.
- i. Que la validez de la deuda sea impugnada por alguna autoridad en Venezuela o por cualquier modificación constitucional, tratado, convención, ley, regulación, decreto, etc.
- j. Caducidad de la autoridad que evite el pago de las obligaciones de Venezuela.

## **DESCRIPCIÓN Y ESTIMACIÓN DE LA DEUDA EN CESACIÓN DE PAGOS DE VENEZUELA Y DE PDVSA**

Desde cualquiera de las ópticas señaladas, Venezuela entró en cesación de pagos en noviembre de 2017. A continuación, se desglosa la deuda en cesación de pagos de la República Bolivariana de Venezuela y de la empresa estatal Petróleos de Venezuela, S. A. (PDVSA) con respaldo en bonos. Al respecto, se identificó la interrupción del pago de obligaciones, que ascendían a un monto de USD 60 506 millones en noviembre de 2017. Estimamos que la deuda acumulada, incluidos intereses vencidos y mora, alcanzó los USD 86 670 millones al 31 de diciembre de 2021. Nuestro cálculo coincide con el que realizó Moody's Investor Service (2021b), que valoró dicha deuda en USD 82 990 millones al 25 de marzo de 2021. Se hace pertinente la comparación debido a la falta de datos oficiales en esta materia. De manera similar, estimamos que la deuda impaga se calculó en USD 98 063 millones al 30 de junio de 2023 (tabla 1). El cálculo de los intereses vencidos se realizó sobre la base de un año de 360 días, que consta de doce meses, con 30 días cada uno, tal como se estipula en los contratos de la deuda soberana de Venezuela. Además, se consideró la fecha de vencimiento de cada título, su tasa de interés, sus cupones; y se estimó el monto mensual y anual de intereses vencidos y de mora de cada uno.

**Tabla 1.**

Monto de la deuda externa venezolana con respaldo en bonos (en USD millones)

	<b>Principal</b>	<b>Int. vencidos</b>	<b>Mora</b>	<b>Total</b>
Soberana	31 095	17 593	4 384	53 072
PDVSA	29 412	13 000	2 579	44 991
Total	60 506	30 593	6 964	98 063

Fuente: Bloomberg, prospectos de títulos de la deuda y cálculos propios.

La deuda en cesación de pagos de Venezuela comprende quince (15) emisiones de títulos soberanos de la República que suman un total de USD 31 095 millones<sup>2</sup>. Cada emisión tiene características únicas en cuanto al monto colocado, tasas de interés, fechas de emisiones y vencimientos. Sin embargo, esas emisiones comparten algunos elementos comunes como la moneda en la cual fueron emitidos (dólares estadounidenses) y bajo qué leyes se rigen (las del Estado de Nueva York y Londres). Esto significa que cualquier demanda o litigio se tendría que dirimir en esas jurisdicciones.

Los vencimientos de los bonos soberanos iniciaron en agosto de 2018 y se extienden hasta marzo de 2038. De estas, hay siete (7) emisiones que vencieron el 30 de junio de 2023 y cuyos montos ascienden a USD 11 049 millones. El resto de las emisiones (ocho [8] en total), suman USD 20 046 millones, y solo adeudan el pago de intereses vencidos (tabla 2). De las quince (15) emisiones, doce (12) incluyen cláusulas de acción colectiva. Esa disposición establece que cualquier acuerdo o modificación del contrato deberá ser aprobada por una mayoría calificada (entre 75% y 85% dependiendo del bono) de los tenedores de los bonos. Además, todas las emisiones incluyen las cláusulas de incumplimiento cruzado (CCD, por su nombre en inglés). Estas garantizan que, en caso de incumplimiento del pago de un solo compromiso, se acelera el pago de la totalidad de la deuda. Por su parte, siete (7) de las emisiones incluyen cláusulas de incumplimiento cruzado con el FMI. Estas normas establecen como un evento de incumplimiento la salida del país del FMI y la imposibilidad de acceder a los recursos a los cuales tiene derecho como miembro de la citada institución.

En paralelo, los compromisos impagos de PDVSA están distribuidos en diez (10) emisiones de títulos que ascendían a USD 29 412 millones al momento que se sus-

<sup>2</sup> No incluye los bonos globales poco líquidos: ISIN USP9395PAA95 de USD 300 millones, emitido el 27/09/2001, con un cupón de 13,635% anual y con vencimiento el 15/08/2018; ni el ISIN XS0402654148 de USD 37,5 millones, emitido el 30/12/2008, con cupón de 7% anual y vencimiento el 31/03/2038. En ambos casos, no se ubicaron los prospectos de las emisiones de los títulos, aunque los datos de ambas colocaciones se validaron en el Glosario de Bonos Soberanos del Banco Mercantil (s.f.). Además, las citadas colocaciones se pudieron verificar en el portal de información Cbonds.com. No se ubicó el prospecto del bono ISIN US922646BE32, por USD 300 millones, con vencimiento el 15/08/2018, ni se pudo validar la colocación de esta emisión reseñada por el Banco Mercantil (s.f.). El ISIN por sus siglas en inglés, está referido a un código internacional de doce dígitos que identifica cada emisión de deuda.

**Tabla 2.**  
Bonos soberanos de Venezuela

Venezuela	ISIN 1/	Monto ( Mill. USD)	Cupón (%)	Emisión	Vencimiento	Estatus
2018	US922646BE32	300	13,625	27/09/2001	15/08/2018	Default
2018	US922646AT10	753	13,625	06/08/1998	15/08/2018	Default
2018	USP97475AD26	1.000	7,00	01/12/2003	01/12/2018	Default
2019	USP97475AN08	2.496	7,75	13/10/2009	13/10/2019	Default
2020	USP97475AG56	1.500	6,00	09/12/2005	09/12/2020	Default
2022	USPI7625AC16	3.000	12,75	23/08/2010	23/08/2022	Default
2023	USPI7625AA59	2.000	9,00	07/05/2008	07/05/2023	Default
2024	USP97475AP55	2.496	8,25	13/10/2009	12/10/2024	Default
2025	XS0217249126	1.600	7,65	21/04/2005	21/04/2025	Default
2026	USPI7625AE71	3.000	11,75	21/10/2011	21/10/2026	Default
2027	US922646AS37	4.000	9,25	18/09/1997	15/09/2027	Default
2028	USPI7625AB33	2.000	9,25	07/05/2008	07/05/2028	Default
2031	USPI7625AD98	4.200	11,95	05/08/2011	05/08/2031	Default
2034	US922646BL74	1.500	9,375	14/01/2004	13/11/2034	Default
2038	USP97475AJ95	1.250	7,00	15/11/2007	31/03/2038	Default
Total		31.095				

Fuente: Bloomberg, prospectos de títulos de la deuda y cálculos propios.  
1/ Código internacional de doce dígitos que identifica cada emisión de deuda o ISIN por sus siglas en inglés.

pendió su pago en noviembre de 2017. Dicho monto incluye un título de la Compañía Anónima La Electricidad de Caracas (Elecar), empresa que fue adquirida por el Estado Venezolano en 2007 y que fue transferida a PDVSA. Esta compañía había emitido un bono de deuda en los mercados financieros internacionales por un monto de USD 650 millones que pasó a ser un compromiso de la empresa petrolera.

Las emisiones de PDVSA contemplan singularidades en cuanto a montos colocados, tasas de interés, fechas de sus emisiones y vencimientos. Los bonos con vencimiento en 2020, 2022 (cupón de 12,75%), 2027, 2037 y el de Elecar comparten varias características: todos fueron emitidos en dólares estadounidenses y se rigen por las leyes del Estado de Nueva York. Ninguna de las emisiones mencionadas incluye Cláusulas de Acción Colectiva, mientras que todas incluyen las cláusulas de incumplimiento cruzado. En contraste, las emisiones con vencimiento en 2021, 2022 (cupón 6%), 2024, 2026 y 2035 fueron colocaciones internas que en su mayoría se adjudicaron al BCV y al Banco de Venezuela, y en menor medida a proveedores y la banca comercial. Más allá de los montos emitidos, las fechas de vencimiento y sus cupones, no se tiene más información sobre dichos títulos (J.P Morgan, 2015; Petróleos de Venezuela, 2014).

Los vencimientos de los títulos de PDVSA iniciaron en abril de 2018 y se extienden hasta abril de 2037. De estos, hay cinco (5) emisiones que ya vencieron al 30 de junio de 2023, incluido el bono de Elecar, cuyos montos ascienden a USD 12412 millones. El resto de las emisiones, cinco (5) en total, suman USD 17000 millones y solo adeudan el pago de intereses vencidos (ver la tabla 3).

**Tabla 3.**  
Bonos de PDVSA

PDVSA	Monto (Mill USD)	Cupón (%)	Emisión	Vencimiento	Estatus
2020	3368	8,50	10/28/2016	27/10/2020	Default
2021	2394	9,00	17/11/2011	17/11/2021	Default
2022	3000	12,75	17/02/2011	17/02/2022	Default
2022	3000	6,00	28/10/2014	28/10/2022	Default
2024	5000	6,00	16/05/2014	16/05/2024	Default
2026	4500	6,00	15/11/2013	15/11/2026	Default
2027	3000	5,375	12/04/2007	12/04/2027	Default
2035	3000	9,750	17/05/2012	17/05/2035	Default
2037	1500	5,50	12/04/2007	12/04/2037	Default
Elecar 2018	650	8,50	14/10/2008	10/04/2018	Default
Total	29412				

Fuente: Bloomberg, prospectos de títulos de la deuda y cálculos propios.

Es importante resaltar que la deuda del país va creciendo de forma progresiva por cada mes que se mantenga la cesación de pagos. Solo en junio de 2023, la deuda subió en USD 437,6 millones distribuidos entre USD 252,1 millones de deuda soberana y USD 185,5 millones de deuda de PDVSA según nuestros cálculos. De la misma manera, los compromisos aumentan en torno a los USD 5250,9 millones por cada año de retraso, de los cuales USD 3025,2 corresponden a la República y USD 2225,7 a PDVSA. Estos valores, que seguirán acumulándose, no incluyen intereses de mora ni gastos de litigios, los cuales no son nada despreciables y generan presiones políticas en los países (Ams *et al.*, 2019; Enderlein *et al.*, 2018 y Datz, 2014). Además, el país pasará más tiempo excluido de los mercados financieros mientras más tarde en pagar (Ams *et al.*, 2019; Borensztein y Panizza, 2009; Eaton y Gersovitz, 1981; Panizza *et al.*, 2009) y deberá cancelar tasas de intereses más elevadas cuando tenga de nuevo acceso a los créditos internacionales (Cruces y Trebesch, 2013).

## CAUSAS QUE DETERMINAN LA CESACIÓN DE PAGOS

La cesación de pagos tiene que definirse de manera negativa ya que describe un evento en el que un país no cumple sus obligaciones financieras y afecta así a sus acreedores. La cesación se presenta cuando una deuda documentada no se paga en las condiciones convenidas. Al respecto, se considera que un gobierno es insolvente cuando la probabilidad de que no realice los pagos de su deuda pública es muy elevada (Debrun *et al.*, 2019). Ahora bien, como la solvencia de un agente económico es una predicción sobre su capacidad presente y futura para honrar sus compromisos, se requiere indagar sobre algunas causas probables de la cesación de pagos de la deuda soberana de un país. En la literatura revisada para esta investigación, encontramos las siguientes causas de la cesación de pagos:

### Ciclos económicos desfavorables

Los ciclos económicos desfavorables se asocian con caídas del producto interno bruto (PIB) de un país que propician un declive en el ingreso fiscal y un eventual impago de la deuda pública. En este ámbito, Hatchondo *et al.* (2007) mencionaron que una de las causas que propicia que una nación deje de cumplir sus compromisos de deuda es la insuficiencia de recursos fiscales asociada con los ciclos económicos. En estos casos, el gobierno tiene la posibilidad de mantenerse solvente con sus compromisos, pero requeriría realizar grandes ajustes en sus gastos e ingresos, lo que conlleva imponer a la población un costo muy elevado. Así, los responsables económicos prefieren repudiar sus contratos de deuda antes que realizar ajustes en sus finanzas públicas. Por su parte, Tomz y Wright (2007) se preguntan si la cesación de pagos ocurre en momentos de crisis económicas o si se trata de un fenómeno independiente. Los autores analizan los datos de la actividad económica

y de los episodios de cesación de pago soberano en el lapso comprendido entre 1820 y 2005. En dicho trabajo encontraron una relación débil entre la menor actividad económica y los aumentos de los incumplimientos.

Panizza *et al.* (2009) evaluaron los datos de veintitrés episodios de cesación de pagos soberanos. Encontraron que dichos incumplimientos estuvieron vinculados con tres razones: choques adversos en la actividad económica, cambios de las condiciones de los mercados financieros internacionales y niveles de deuda muy elevados. En primer lugar, observaron que los impagos tienden a ocurrir después de un choque adverso que afecta la actividad económica del país deudor, pero advirtieron que el fenómeno es multicausal. En particular, aseveraron que se hacía difícil explicar la cesación de pagos si se consideran solo los ciclos del crecimiento económico. Además, encontraron que la relación entre ambas variables (actividad económica y cesación de pagos) no es tan estrecha como podía esperarse.

Entretanto, Kalliomäki (2012) y Schmitt-Grohé y Uribe (2017) encontraron que el crecimiento económico es una variable determinante de la cesación de pagos. Esto significa que los países tienden a incumplir sus pagos en momentos de declive de su actividad económica. Por último, Moody's Investor Service (2020) analizó cuarenta y dos casos de cesación de pagos de bonos soberanos que tuvieron lugar desde 2010. El estudio encontró que las causas de los impagos se podían agrupar en cuatro categorías: debilidad institucional y política (36%), niveles elevados de deuda (33%), estancamiento económico crónico (17%) y crisis bancarias (14%). En lo que respecta al estancamiento económico crónico, se requieren circunstancias concomitantes como cuentas fiscales débiles o choques externos como la pérdida de la confianza de los inversionistas. Los incumplimientos relacionados con esta causa ocurrieron en países con niveles de deuda bajos con respecto al PIB y fueron propiciados por importantes salidas de capital.

## **Volatilidad macroeconómica**

Peter (2002) afirma que la volatilidad de los fundamentos macroeconómicos puede ser determinante en la cesación de pagos de las naciones. Entre las variables más importantes señaló al PIB per cápita y la desalineación del tipo de cambio. A su vez, Manasse y Roubini (2005) encontraron que los episodios de debilidad de los fundamentos macroeconómicos y la sobrevaloración del tipo de cambio pueden estar asociados con los impagos soberanos. Entretanto, según Asonuma (2016), la depreciación del tipo de cambio real, que obedecía al aumento relativo de los precios internos en comparación con los precios foráneos, elevaba la carga del pago de la deuda en moneda extranjera. En virtud de que la mayoría de la deuda estaba denominada en moneda extranjera, la depreciación del tipo de cambio aumenta los montos requeridos en moneda local, lo que incrementa la probabilidad de la cesación de pagos soberanos. De forma similar, Megersa (2019) indica que entre los factores internos que pudieran propiciar la cesación de pagos está la volatilidad de los agregados macroeconómicos, entre otros factores.

## Factores políticos y debilidad institucional

Peter (2002) alude al riesgo político como uno de los tres elementos primordiales que determinan la cesación de los pagos de un país. En tal sentido, describió que el riesgo político estaría circunscrito a dos ámbitos generales: limitar la corrupción de los funcionarios públicos, las tensiones étnicas y la participación del ejército en los aspectos políticos; y la mejora del clima de inversión, las condiciones socioeconómicas y la responsabilidad democrática del gobierno. Por su parte, Reinhart *et al.* (2003) argumentaron que los países “intolerantes a la deuda”, aquellos que con cierta regularidad incumplían sus pagos soberanos, por lo general tenían estructuras fiscales débiles. Esa debilidad se acentúa aún más con la recurrencia de la cesación de sus pagos soberanos, lo cual los hace más propensos a nuevos incumplimientos. En paralelo, Manasse y Roubini (2005) refieren que la inestabilidad política agravaba los problemas de liquidez propiciados por los montos elevados de pasivos a corto plazo en comparación con el nivel de reservas internacionales. Estos episodios podían generar crisis de deudas en los países y elevar la probabilidad de cesación de pagos. Hatchondo *et al.* (2007) aseveran que los factores políticos juegan un rol importante en las cesaciones de pagos y realizaron una revisión detallada de los trabajos que abordan este tema. Encontraron que el marco político podía elevar el riesgo del país al alejar las inversiones y propiciar una crisis de solvencia.

En paralelo, el trabajo de Tomz y Wright (2007) encontró que los factores políticos afectan la tasa de retorno de las inversiones y que la inestabilidad política se asocia con los episodios de cesación de pagos soberanos. En otro orden de ideas, Datz (2014) explicó que el incumplimiento de los pagos no es una decisión técnica: es el resultado de un cálculo complejo que considera la relación costo beneficio, que por lo general envolvía consideraciones políticas y sociales.

Bétin y Fournier (2018) desarrollaron un modelo cuyo hallazgo principal fue el vínculo entre la calidad de las instituciones públicas y las cesaciones de pagos soberanos. Aseveran que los impagos no se asocian con la falta de recursos, sino con la debilidad institucional de los países, que favorece el manejo inadecuado de la deuda y propicia su insostenibilidad, incluso con niveles bajos de deuda. Dentro de los factores que consideraron para medir la efectividad de los gobiernos están los seis componentes que se incluyen en el Índice de Gobernanza Mundial que estima el Banco Mundial (World Bank Group, s. f.). De manera similar, Megersa (2019) comenta que las vulnerabilidades asociadas con el manejo de la deuda en naciones emergentes, dependientes de las exportaciones de sus materias primas, tenían que ver con una inadecuada capacidad para levantar ingresos públicos y endeudarse. Menciona que los impagos soberanos podían obedecer a factores internos asociados a crisis en los fundamentos macroeconómicos y por un endeudamiento excesivo. En este estudio se señala que la falta de transparencia de la gestión de la deuda y los problemas de corrupción acentúan el problema.

Por otra parte, Moody's Investor Service (2020) encontró que más de un tercio de las cesaciones de pagos soberanos se vincula con debilidad institucional o facto-



res políticos como la inestabilidad política, el manejo inapropiado de los presupuestos públicos, los problemas de gobernanza y la falta de voluntad para pagar. Dichos impagos ocurrieron con distintos niveles de deuda sobre el PIB y algunos con endeudamientos relativamente bajos.

## Historia de impagos recientes

De acuerdo con Peter (2002), la variable más importante para explicar la interrupción de los pagos de la deuda soberana de un país es su historia de pagos. En tal sentido, estimó que las naciones que no cumplieron con sus obligaciones por lo menos una vez en los últimos tres años tenían una probabilidad de incumplimiento 70% más elevada que otros países sin impagos durante el mismo lapso.

De la misma manera, Reinhart *et al.* (2003) y Reinhart y Rogoff (2004) introdujeron el término *intolerancia a la deuda*, que se podía explicar a través del historial previo de impagos, el nivel de deuda del país y la inestabilidad de sus fundamentos económicos —esto último asociado con la presencia de inflaciones elevadas y crónicas—. El punto básico de dichos autores es que un conjunto de naciones ha tenido problemas recurrentes para honrar sus compromisos soberanos externos. En ese sentido, llegan a la conclusión que la historia de los incumplimientos pasados, junto con los registros inflacionarios, es una buena herramienta para medir la capacidad de las naciones para cumplir sus compromisos de pagos futuros. Además, sugirieron que la cesación de pagos tiende a ser un problema crónico (utilizan el término en inglés *serial default*) para enfatizar que aquellas naciones con historias previas de impago tendrán una mayor probabilidad de incumplir sus compromisos financieros. En un trabajo más reciente, Reinhart y Rogoff (2008) hacen hincapié en que en casi la totalidad de los casos de cesación de pagos soberanos de los países considerados “incumplidores seriales” se dan episodios de alta inflación. Además, sugieren que las economías emergentes deberían mantener niveles de deuda externa como porcentaje del PIB menores en comparación con los valores considerados prudentes en la literatura (entre 15% y 30% del coeficiente deuda/PIB).

De igual forma, Manasse y Roubini (2005) destacaron que los países con problemas de insolvencia asociados con elevados niveles de deuda con respecto al PIB e inflación frecuente pueden tener crisis de deuda recurrentes. De la misma manera, naciones con episodios de iliquidez vinculados con montos altos de pasivos a corto plazo comparados con sus niveles de reservas son propensos a tener problemas de deuda. Entretanto, el informe de Moody's Investor Service (2015) encontró que el acceso a los mercados de deuda por parte de los países está vinculado de una forma más directa con el cumplimiento de sus compromisos en el pasado, en comparación con la relación deuda/PIB en el presente. Es decir, los países con historial de incumplimientos son más propensos a nuevos impagos por lo que su acceso a nuevos créditos está más restringido.

## Manejo inadecuado de la deuda

Existe un consenso general en cuanto a que el manejo inapropiado de la deuda externa es un elemento fundamental que puede condicionar la interrupción de los pagos de una nación. Entre otros estudios, Peter (2002) indica que la deuda adquirida el año previo al incumplimiento, y una relación de la deuda sobre el PIB (o deuda sobre exportaciones) elevada, constituyan variables asociadas con impagos soberanos. En este orden de ideas, Manasse y Roubini (2005) encontraron que los países podían presentar episodios de insolvencia y de iliquidez que los hacía propensos a crisis de endeudamiento. Los primeros están vinculados con la insostenibilidad de la deuda debido a sus elevados valores, mientras que la iliquidez estaba asociada con altos montos de pasivos a corto plazo en comparación con sus niveles de reservas internacionales.

Según Hatchondo *et al.* (2007), otro elemento que puede impulsar la ocurrencia de la suspensión de los pagos de los compromisos soberanos internacionales es la devaluación de la moneda. Esto sucede cuando una fracción importante de la deuda soberana está denominada en moneda extranjera y los ingresos dependen de manera importante de los impuestos sobre el sector no transable. Estos autores encontraron que la crisis impulsada por la devaluación tiende a ser amplificada por el desequilibrio cambiario que ocurre en el sector bancario, el corporativo y en los hogares.

Mientras tanto, Panizza *et al.* (2009) hallaron que los incumplimientos de pagos de las naciones están vinculados con niveles de deuda muy elevados. En dichos casos, los países son más vulnerables ante hechos inesperados no muy importantes que pueden propiciar la suspensión de sus compromisos soberanos. En consecuencia, la probabilidad de una crisis de deuda se asocia de forma positiva con niveles altos de deuda total y una mayor proporción de deuda a corto plazo. Por otra parte, Bandiera *et al.* (2010) encontraron que una mayor probabilidad de cesación de pagos soberanos está muy vinculada con el nivel de endeudamiento. Así, los países con una deuda externa por encima del 50% con respecto al ingreso nacional bruto e inflaciones elevadas evidenciaban una mayor probabilidad de incurrir en impagos.

En paralelo, Moody's Investor Service (2015) señala que una alta relación de deuda sobre el PIB no es una condición indispensable ni suficiente para generar la interrupción de los compromisos soberanos. En contraste, descubre que una elevada porción de la deuda en moneda extranjera puede ser una fuente importante de fragilidad. Megersa (2019) estudió la deuda de los países petroleros del Medio Oriente y encontró que exhiben vulnerabilidades asociadas con su manejo. En general, estos países presentan una capacidad inadecuada de obtener ingresos públicos y manejar sus compromisos, los que los hace más propensos a crisis y cesación de pagos. Así, las naciones con débiles estructuras macroeconómicas, dependientes de las exportaciones de sus materias primas y sin mecanismos que les permitan resistir choques externos, elevan su dependencia al endeudamiento. Adicionalmente, Moody's Investor Service (2020) indica que un tercio de los

incumplimientos que analizaron obedecen a los persistentes desbalances externos y fiscales, los cuales se transformaron en niveles elevados de deuda. Así, los impagos se originan en niveles muy elevados de deuda en proporción al PIB que eventualmente se vuelven insostenibles y propician los citados impagos.

### **Deterioro en los términos de intercambio y volatilidad fiscal**

Este deterioro tiene que ver con la desmejora de los términos de intercambio debido a las variaciones de los precios de las materias primas, lo que impacta de forma adversa en los ingresos públicos y propicia que la política fiscal tienda a ser más volátil. Al respecto, Hatchondo *et al.* (2007) argumentan que las fluctuaciones en el comercio internacional pueden preceder la ocurrencia de la cesación de pagos en países emergentes, en respuesta a la reducción de los recursos disponibles y a los menores ingresos fiscales, lo cual dificultaría el pago de los compromisos soberanos. En este mismo ámbito, el trabajo de Tomz y Wright (2007) encontró una relación entre la reducción de los ingresos internos y el deterioro de los términos de intercambio como causas de los impagos.

Entretanto, la volatilidad fiscal está vinculada con la variabilidad de los impuestos, el gasto y el resultado fiscal (Peña, 2014). Según el autor, este ha sido un rasgo característico que ha afectado la capacidad de los gobiernos para enfrentar sus obligaciones de deuda en Latinoamérica. En particular, la volatilidad de los términos de intercambio ha tenido un efecto negativo en los ingresos del fisco y en el ejercicio fiscal de los países de la región. Además del vínculo entre el deterioro de los términos de intercambio y la volatilidad fiscal, se suman elementos internos que agravan la situación, como la ausencia de una política fiscal anticíclica, la falta de reglas fiscales, la discrecionalidad y la existencia de instituciones débiles. De la misma manera, Marioli *et al.* (2023) aseveran que la política fiscal es por lo general más volátil en las naciones emergentes que en los países avanzados; y en economías exportadoras de materias primas en contraste con naciones no exportadoras de productos primarios. Este fenómeno incide de manera negativa en el ciclo económico y en el crecimiento, lo que pudiera repercutir en la capacidad de los países emergentes y exportadores de materias primas de honrar sus compromisos externos. Dichos autores también encontraron que la existencia de reglas fiscales, una cuenta financiera más abierta y tipos de cambio más flexibles están asociados con menor volatilidad de la política fiscal y por ende en mejor capacidad de pago.

De manera similar, Megersa (2019) observó que muchos de los países petroleros tenían elevada dependencia al endeudamiento. Al respecto, encontró que los choques externos adversos, como la caída de los precios de las materias primas o un cambio brusco en las condiciones de financiamiento, podían impulsar inconvenientes en el pago de los compromisos. En paralelo, Ams *et al.* (2019) describe que los choques externos asociados con el deterioro de los términos de intercambio, una recesión en las grandes economías, el alza de las tasas de intereses en los mercados financieros internacionales o la ocurrencia de alguna crisis importante puede elevar la volatilidad fiscal y propiciar la cesación de pagos.

## **Incremento en el costo de los créditos y crisis externas**

El costo del servicio de la deuda es un factor determinante en la explicación de los episodios de cesación de pagos soberanos, sobre todo para los países que tienen sus finanzas públicas poco ordenadas. Panizza *et al.* (2009) relacionan los episodios de impago soberano con las condiciones en los mercados financieros internacionales. Estas condiciones tienen que ver con aumentos en las tasas de interés o caídas en los niveles de liquidez internacional, lo cual impacta de forma adversa en el acceso al crédito y reduce la capacidad de los gobiernos para financiar el gasto público. También reconocen que la probabilidad de la cesación de pagos aumenta si las condiciones financieras se hacen más ajustadas y si existen elevados montos de deuda soberana denominados en moneda extranjera.

Por otro lado, Kaminsky y Vega-García (2016) encontraron que un alto porcentaje (63%) de las crisis de deudas en los países emergentes están vinculadas con crisis sistémicas globales; en particular con el colapso de la liquidez internacional o la desaceleración del crecimiento en los centros financieros. Para estos autores, una menor proporción de las crisis de deuda de las naciones emergentes se origina en las vulnerabilidades internas específicas de cada país. Al estudiar las causas de los episodios de cesación de pagos, la mayoría de los autores consideran más relevantes las causas internas. Sin embargo, las condiciones externas tienen una influencia marcada porque el nivel de integración de los mercados financieros y la fluidez en la circulación de los capitales globales hacen cada día más difícil aislar las causas internas de las condiciones internacionales.

## **ANÁLISIS DE LAS CAUSAS DE LA CESACIÓN DE PAGOS DE LA DEUDA SOBERANA DE VENEZUELA**

Después de revisar la literatura sobre las causas de la cesación de pagos de la deuda soberana, se procede a evaluar el caso del país para indagar si se dieron fenómenos que pudieran ayudar a anticipar la cesación de pagos de 2017 que se prolonga hasta el momento de escribir el presente trabajo.

### **Ciclos económicos y volatilidad macroeconómica**

Al observar la tasa de crecimiento anual del PIB (tabla 4), se aprecian valores extremos en 2004 (18,3%) y en 2016 (-17,0 %), lo que permite afirmar la presencia de elementos cíclicos en la actividad económica. Además, se evidencia un crecimiento negativo del PIB desde 2014 hasta 2017, lo que apunta a un pobre desempeño de la economía en su conjunto. Al comparar esta cifra con el promedio de Latinoamérica se aprecia un contraste muy revelador: Venezuela presentó tasas negativas de crecimiento en ocho años, mientras que el promedio regional asume valores negativos solo en dos oportunidades. De estas observaciones se puede inferir que la cesación de pagos de Venezuela se asocia con un ciclo económico desfa-

vorable prolongado determinado por factores internos. Esta inferencia se reafirma al evaluar el PIB por habitante para el período 2000-2017: el promedio regional subió de USD 12 541 a USD 15 688, mientras que el de Venezuela continuó con una tendencia opuesta al reducirse de USD 16 047 (2000) a USD 12 323 (2017). En ese contexto, las condiciones de Venezuela parecen coincidir con las características de los ciclos de crecimiento desfavorables descritos en la literatura. Por ejemplo, el país registró una amplia volatilidad de su crecimiento total y per cápita, tuvo un desplome de su actividad, y presentó una desalineación de su tipo de cambio real, lo que generó una apreciación insostenible del bolívar, como se muestra en la tabla 4. En este sentido, se puede decir que el país contó con los ingredientes necesarios que lo predisponían para incumplir con sus pagos soberanos.

**Tabla 4.**

Evolución de algunos agregados macroeconómicos

	PIB (Var. %)		PIB per cápita <sup>a/</sup>		Tipo Cambio Real Vzla
	Venezuela	Latinoamérica	Venezuela	Latinoamérica	2010=100
2000	3,7	3,7	16 074	12 541	79,96
2001	3,4	0,6	16 346	12 422	85,05
2002	-8,9	0,4	14 656	12 248	66,50
2003	-7,8	2,0	13 303	12 327	57,74
2004	18,3	6,1	15 488	12 909	55,76
2005	10,3	4,4	16 820	13 309	54,59
2006	9,9	5,5	18 196	13 864	57,81
2007	8,8	5,6	19 488	14 454	63,35
2008	5,3	4,0	20 208	14 830	75,97
2009	-3,2	-2,0	19 271	14 329	99,07
2010	-1,5	6,1	18 705	15 006	100,00
2011	4,2	4,6	19 204	15 514	70,80
2012	5,6	2,9	19 993	15 773	84,99
2013	1,3	2,9	19 975	16 043	83,22
2014	-3,9	1,3	18 931	16 064	128,95
2015	-6,2	0,4	17 513	15 942	310,07
2016	-17,0	-0,6	14 484	15 650	740,65
2017	-15,7	1,3	12 323	15 688	ND

Fuente: Banco Central de Venezuela, Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional.

<sup>a/</sup> Utilizando el Poder de Paridad de Compra (PPA) con dólares de 2017.

En detalle, se puede observar cómo la volatilidad del PIB y del PIB per cápita de Venezuela —medidas como la desviación típica de la serie— fueron superiores a las registradas por los otros países latinoamericanos en dicho lapso. Así, la variabilidad del PIB Venezolano fue 3,8 veces mayor a la registrada por los países latinoamericanos, mientras que el PIB per cápita fue 1,7 veces mayor (tabla 5). En paralelo, se logra apreciar que el tipo de cambio real se mantuvo desalineado de su valor central, lo cual pudiera obedecer al régimen cambiario que se instauró a partir de 2003 y hasta 2017, y que se caracterizó por establecer una paridad fija; esta paridad presenció pocas modificaciones a lo largo de dichos años, y facilitó la apreciación nominal en virtud de la mayor inflación interna con respecto a nuestros socios comerciales (tabla 4). Esta decisión de mantener una paridad fija tuvo un efecto adverso sobre la actividad económica.

**Tabla 5.**

Análisis de volatilidad

Medida como la desviación típica de la serie					
Valores	PIB (Var. %)		PIB per cápita (PPA)		Tipo cambio real Vzla
	Venezuela	Latinoamérica	Venezuela	Latinoamérica	2010=100
Promedios	0,4	2,7	17 277	14 384	130,3
Máximo	18,3	6,1	20 208	16 064	740,7
Mínimo	-17,0	-2,0	12 323	12 248	54,6
DT Muestral	9,1	2,4	2417	1409	165,6
DT Promedio	7,5	2,0	2080	1236	93,0

Fuente: Banco Central de Venezuela, Banco Mundial, Fondo Monetario Internacional y cálculos propios.

## Factores políticos y debilidad institucional

En el aparte previo se afirmó que la decisión de recurrir al cambio fijo a partir de 2003 fue una causa relevante del ciclo desfavorable que atravesó la economía venezolana. Para evaluar aspectos institucionales y políticos que pudieron incidir en el episodio de cesación de pagos que inició en 2017, se recurre al trabajo de Bétin y Fournier (2018), el cual relaciona la efectividad del gobierno con la posibilidad de impagos soberanos. Para medir la efectividad, seleccionamos los seis componentes que se incluyen en el Índice de Gobernanza Mundial (IGM) que estima el Banco Mundial (World Bank Group, s. f.), según la metodología de Kaufmann *et al.* (2010). Estos indicadores son: voz y rendición de cuentas; estabilidad política y ausencia de violencia; efectividad del gobierno; calidad regulatoria; estado de derecho; y control de la corrupción. También se consideró pertinente el enfoque sobre la corrupción y la responsabilidad democrática del gobierno que plantea Peter (2002).

En la tabla 6, se presentan los valores del IGM seleccionados para algunos años del período 2000-2016. Al respecto, la puntuación de Venezuela es menor que la del promedio de Latinoamérica, y se observa una desmejora progresiva y creciente en todos ellos. Destaca la evolución negativa del estado de derecho, un dato que se aproxima a cero el último año de los seleccionados, seguido de calidad regulatoria, control de la corrupción y efectividad del gobierno. Hay que tomar en consideración que la escala es del cero (0) al cien (100), y cien es el valor más alto y cero el más bajo.

Las áreas voz y rendición de cuentas; efectividad del gobierno; estado de derecho; y control de la corrupción se pueden asociar con la falta de transparencia de la gestión de la deuda y los problemas de corrupción en cuanto al manejo de los recursos fiscales. Al respecto, Megersa (2019), al citar un trabajo de Zeaiter y El-Khalil (2016), afirma que los países con elevados niveles de corrupción y debilidad democrática tienen una mayor probabilidad de acumular atrasos en la deuda. Esta situación los hace más propensos a los incumplimientos de sus pagos soberanos.

**Tabla 6.**

Indicadores de gobernanza mundial

Rango percentil: (0 a 100)

	2000	2004	2008	2012	2016
Voz y rendición de cuentas					
Latinoamérica y el Caribe	61,8	59,3	61,2	60,8	59,6
Venezuela	49,8	29,3	26,4	22,1	17,2
Estabilidad política y ausencia de violencia					
Latinoamérica y el Caribe	53,3	53,1	50,2	54,8	59,5
Venezuela	23,3	9,2	11,5	17,5	13,8
Efectividad del gobierno					
Latinoamérica y el Caribe	56,5	56,3	57,4	58,6	54,6
Venezuela	26,2	12,4	11,7	14,2	8,7
Calidad regulatoria					
Latinoamérica y el Caribe	58,7	55,6	56,9	56,7	54,9
Venezuela	37,5	14,9	5,8	6,6	2,4
Estado de derecho					

(Continúa)

	2000	2004	2008	2012	2016
Latinoamérica y el Caribe	52,1	52,4	51,5	52,0	50,4
Venezuela	25,9	9,6	1,9	0,5	0,5
Control de la corrupción					
Latinoamérica y el Caribe	55,6	55,7	58,5	57,2	53,4
Venezuela	33,0	17,2	11,2	8,1	6,7

Fuente: Banco Mundial.

## Historia reciente de impagos

Tal como lo mencionaron algunos autores ya reseñados, la cesación de pagos soberanos puede ser un factor determinante en la ocurrencia de nuevos incumplimientos. Por esta razón, evaluaremos el historial de Venezuela en esta materia. Al respecto, Reinhart y Rogoff (2008) hallaron que, desde 1830 y hasta el 2006, Venezuela había registrado diez (10) incumplimientos de pagos soberanos: en 1826, 1848, 1860, 1865, 1892, 1898, 1983, 1990, 1995 y 2004. En el lapso estudiado, el país se había mantenido en cesación de pagos un 38,4% de su tiempo.

Por su parte, Asonuma y Trebesch (2016)<sup>3</sup>, nos muestran un panorama histórico de los incumplimientos de Venezuela en el lapso que va de 1975 a 2020:

- Desde marzo de 1983 y hasta febrero de 1986.
- Desde abril de 1986 y hasta septiembre de 1987.
- A partir de enero de 1989 y hasta diciembre de 1990.
- El iniciado en noviembre de 2017 y aún vigente.

Schmitt-Grohé y Uribe (2017), en un tratado dedicado a los morosos seriales, exponen algunos datos empíricos sobre el caso de Venezuela que apuntan a fortalecer el argumento de Reinhart y Rogoff (2004).

- Venezuela incurrió en diez (10) cesaciones de pagos soberanos entre 1824 y 2016. Además, estuvo en esta condición en promedio seis (6) años por cada evento (tabla 7). Entre estos datos, agregamos el impago vigente desde 2017.
- El promedio de la relación de deuda sobre el PIB se ubicó en 41,3% en el lapso 1970 y 2000, mientras que esta relación subió hasta 46,3% el año del incumplimiento (2017).

<sup>3</sup> Ver nota 1.



**Tabla 7.**

Cesación de pagos de la deuda soberana de Venezuela  
1800-2023

Evento	Lapso	Nº de años
1	1826 - 1840	14
2	1848 - 1862	14
3	1865 - 1881	16
4	1892	1
5	1898 - 1905	7
6	1983 - 1986	3
7	1986 - 1987	1
8	1989 - 1990	2
9	1995 - 1997	3
10	2004 - 2005	2
11	2017- actual	6

Fuente: elaboración propia. Datos de Reinhart *et al.* (2023), de la página de Behavioral Finance & Financial Stability. Harvard Business School; y de Asonuma y Trebesch, 2016.

Con una metodología más flexible, Moody's Investor Service (2021b) identificó dos eventos de impago desde 1983.

- En julio de 1998.
- El que inició en noviembre de 2017 y se mantiene vigente.

### Manejo inadecuado de la deuda

Otra posible causa de la cesación de pagos, que se incluye con frecuencia en la literatura es el manejo de la deuda, que depende de condiciones políticas e institucionales, y de las capacidades de los funcionarios responsables de las finanzas públicas. Para abordar este tema, estudiamos la gestión fiscal y el índice de precios al consumidor (IPC) de Venezuela para el período 2000-2017. Al respecto, contrastamos el desempeño del país con los de los países emergentes y los de los países latinoamericanos (tabla 8).

**Tabla 8.**

Evolución de algunos agregados macroeconómicos

	Déficit público (% del PIB)			IPC (Var. % Prom.)		
	Venezuela	Emergentes	Latinoamérica	Venezuela	Emergentes	Latinoamérica
2000	4,5	-1,6	-2,9	16,2	8,5	8,9

(Continúa)

	Déficit público (% del PIB)			IPC (Var. % Prom.)		
	Venezuela	Emergentes	Latinoamérica	Venezuela	Emergentes	Latinoamérica
2001	-4,6	-3,0	-3,1	12,5	7,8	7,0
2002	-1,5	-3,5	-2,8	22,4	6,4	6,5
2003	0,2	-2,8	-2,7	31,1	6,5	9,3
2004	2,5	-1,2	-1,1	21,7	5,9	6,1
2005	4,1	0,5	-1,1	16,0	6,0	5,4
2006	-1,6	1,0	-1,3	13,7	5,9	4,2
2007	-2,8	0,5	-1,1	18,7	6,5	4,2
2008	-3,5	0,7	-1,0	31,4	9,2	6,4
2009	-8,7	-3,8	-3,6	26,0	5,2	4,6
2010	-4,7	-2,4	-2,7	28,2	5,6	4,2
2011	-8,2	-1,0	-2,6	26,1	7,1	5,2
2012	-9,9	-1,0	-2,7	21,1	5,8	4,6
2013	-10,4	-1,7	-3,2	40,6	5,4	4,6
2014	-9,8	-2,5	-4,8	62,2	4,7	4,9
2015	-8,1	-4,3	-6,3	121,7	4,7	5,4
2016	-8,5	-4,7	-5,7	254,9	4,3	5,5
2017	-13,3	-4,1	-5,1	438,1	4,4	6,3

Fuente: Banco Central de Venezuela y Fondo Monetario Internacional.

En este sentido, se comienza por señalar que un déficit fiscal recurrente puede conducir al manejo inadecuado de la deuda de un país, ya que el gobierno puede encontrar en el diferimiento del pago de los compromisos un paliativo a su carencia de ingresos fiscales corrientes. Por otra parte, algunos autores coinciden en señalar que períodos de inflaciones elevadas preceden la ocurrencia de las cesaciones de pago. (Manasse y Roubini, 2005; Reinhart y Rogoff, 2008 y Bandiera *et al.*, 2010).

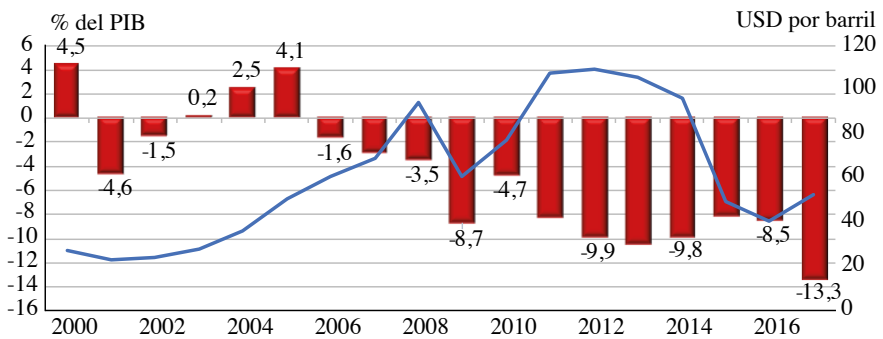
Al observar los datos de Venezuela, se pueden identificar déficits públicos crecientes a partir de 2006. Este resultado deficitario fue superior al promedio del de los países emergentes del mundo y al promedio de los países de Latinoamérica y presentó una mayor variabilidad. También se puede advertir cómo este desequilibrio fiscal recurrente tuvo incidencia en los valores de inflación que registró el país, los cuales se ubicaron por encima de los de sus pares.

Otro elemento a considerar es que el déficit fiscal en el lapso que va de 2006 a 2017 coincidió con una etapa de precios elevados del petróleo (figura 1). Al respecto, el precio promedio de la Cesta de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) se ubicó en USD 78,5 por barril entre 2007 y 2017. Además,

alcanzó un valor máximo de USD 109,5 por barril en 2012, el mismo año en el cual el déficit fiscal fue de -9,9% en el PIB. Así, la etapa de déficits crecientes de las finanzas públicas de Venezuela no pareciera estar asociada con la caída en el precio del petróleo, principal producto de exportación del país, sino con un manejo poco prudente de las finanzas públicas. La inferencia previa se reafirma al observar que la deuda pública externa aumentó desde los USD 49 404 millones en 2006 hasta los USD 176 106 millones en 2017, según cifras del Banco Mundial.

**Figura 1.**

Déficit de Venezuela y precios del petróleo



Fuente: Fondo Monetario Internacional (2021) y Organización de Países Exportadores de Petróleo (2021).

En la tabla 9 se compara la gestión fiscal de Venezuela con la de los países emergentes. Allí se observa una ampliación del déficit fiscal de Venezuela en comparación con sus pares entre el 2010 y el 2017, por lo que se puede llegar a la conclusión que en el lapso descrito su desempeño fue peor. En este contexto, el creciente déficit fiscal solo puede ser imputado a un manejo inapropiado de las finanzas públicas, que en ausencia de medidas prudentes de políticas públicas que corrigieran estos desequilibrios, era previsible la ocurrencia del incumplimiento de los pagos soberanos en el 2017.

**Tabla 9.**

Balance fiscal del gobierno general de los países emergentes (como % del PIB)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Países emergentes	-2,2	-1,0	-1,0	-1,7	-2,4	-4,1	-4,5	-3,8
Emergentes Asia	-2,2	-1,6	-1,7	-1,9	-1,8	-3,1	-3,7	-3,6
Emergentes Europa	-4,1	-0,7	-1,1	-1,9	-1,8	-2,5	-2,8	-1,7

(Continúa)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Latinoamérica y el Caribe	-2,7	-2,6	-2,7	-3,2	-4,8	-6,3	-5,7	-5,1
Medio Oriente y Asia Central	0,8	3,4	4,3	2,0	-1,5	-7,1	-7,7	-4,8
África Subsahariana	-3,3	-1,1	-1,7	-3,0	-3,5	-4,2	-4,3	-4,4
Venezuela	-4,7	-8,2	-9,9	-10,4	-9,8	-8,1	-8,5	-13,3

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

## Deterioro de los términos de intercambio, volatilidad fiscal y crisis externas

En esta investigación, se revisaron varios trabajos que abordan algunas posibles causas de la cesación de pagos de la deuda soberana de un país. En particular, los posibles motivos tienen que ver con el deterioro de los términos de intercambio y la caída del precio de las materias primas; estos se perciben como elementos que generen una mayor volatilidad fiscal e inciden sobre la capacidad de pago del país. También se abordó la posibilidad de la ocurrencia de una crisis externa con impacto interno. Sobre los dos primeros elementos se mostró, en la figura 1, que los precios del petróleo fueron muy elevados en el período anterior a la cesación de pagos de Venezuela, lo que implica que los términos de intercambio jugaron a favor del país. Por otra parte, al revisar las series de tiempo de la tabla 10, se identificó que la cuenta corriente fue superavitaria en todo el período, a excepción de 2015 y 2016. También se pudo exponer que la relación deuda externa sobre las exportaciones tuvo un salto importante a partir de 2009 en respuesta al creciente endeudamiento de ese año. Al respecto, todo parece indicar que ningún factor externo determinó el impago. En contraste, se observó un creciente déficit fiscal que se financió, en buena medida, con endeudamiento externo, en un contexto de elevados precios del petróleo. Este desequilibrio, que impulsó el aumento de la deuda externa, se vio amplificado por una creciente relación deuda sobre las exportaciones, a pesar del superávit en la cuenta corriente. En 2017, la situación se volvió insostenible; es en este año que inicia la cesación de pagos vigente en 2023.

**Tabla 10.**

Evolución de algunos agregados macroeconómicos de Venezuela

	Deuda bruta (% del PIB)	Deuda pública (millones de USD)	Cuenta corriente (% del PIB)	Deuda Púb./Export. %
2000	27,7	49 458	10,1	147,5
2001	30,7	46 662	1,6	175,0
2002	48,2	44 712	8,0	167,0
2003	56,0	46 742	14,1	171,7
2004	41,8	46 331	13,8	116,8

(Continúa)

	<b>Deuda bruta (% del PIB)</b>	<b>Deuda pública (millones de USD)</b>	<b>Cuenta corriente (% del PIB)</b>	<b>Deuda Púb./Export. %</b>
2005	34,9	50 486	17,7	90,6
2006	25,7	49 404	14,8	75,3
2007	26,4	65 150	5,8	92,8
2008	20,3	73 153	10,2	76,2
2009	27,6	94 353	0,2	161,2
2010	37,7	116 529	1,8	174,2
2011	52,5	135 299	5,2	144,3
2012	58,4	151 370	0,7	154,7
2013	85,4	153 890	1,8	173,4
2014	84,9	160 907	2,3	215,5
2015	129,8	167 206	-12,8	449,0
2016	138,4	175 795	-3,4	641,5
2017	133,6	176 106	7,5	517,5

Fuente: Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional. Cálculos propios.

## CONCLUSIONES

La investigación lleva a las siguientes conclusiones:

1. La deuda soberana de Venezuela y la de PDVSA entraron en cesación de pagos en noviembre de 2017.
2. Para el 30 de junio de 2023, el monto vencido de esa deuda, incluida la deuda principal y los intereses, era de USD 98 063 millones que se distribuyen entre la república (USD 53 072 millones) y PDVSA (USD 44 991 millones).
3. En la literatura revisada se encontró que el impago de 2017 es el undécimo episodio en el cual Venezuela demora o difiere sus pagos, por lo cual el país entra en la categoría de deudor serial.
4. Las causas del actual impago soberano tienen que ver con fenómenos internos del país: debilidad institucional, fallas de política macroeconómica y manejo inapropiado de la deuda.
5. El manejo inapropiado de la deuda se confirma al observar que la cesación de pagos ocurrió después de que Venezuela experimentara el mayor y más prolongado auge de precios del petróleo del que se tengan registros, entre el 2007 y el 2017.
6. La investigación también constató que el incumplimiento de las obligaciones ocurrió después de una sustancial desalineación del tipo de cambio real

en virtud de la decisión de mantener una paridad cambiaria fija desde el 2003 con pocas modificaciones y elevados niveles de inflación interna. En este contexto, era previsible la ocurrencia del incumplimiento de los pagos soberanos en 2017 debido al manejo inapropiado de las finanzas públicas y en ausencia de medidas prudenciales de políticas públicas como reglas fiscales anticíclicas que remediaran los desequilibrios acumulados en la economía venezolana.

## REFERENCIAS

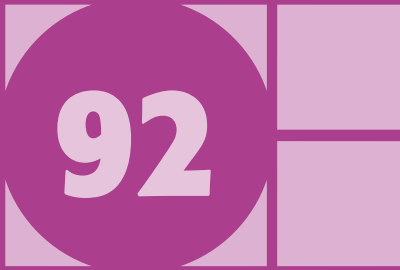
1. Ams, J., Baqir, R., Gelpern, A., & Trebesch, C. (2019). Sovereign default. En S. Abbas, A. Pienkowski & K. Rogoff (Eds.), *Sovereign debt: A guide for economists and practitioners*. Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/oso/9780198850823.001.0001>
2. Asonuma, T. (2016). *Sovereign defaults, external debt, and real exchange rate dynamics* (Working Paper WP/16/37). IMF Research Department. <https://doi.org/10.5089/9781475597738.001>
3. Asonuma, T., & Trebesch, C. (2016). Sovereign debt restructurings: Pre-emptive or post-default. *Journal of the European Economic Association*, 14(1), 175-214. <https://doi.org/10.1111/jeea.12156>
4. Banco Mercantil (s.f.). Glosario de bonos soberanos de Venezuela. <https://www.mercantilterinvest.com/content/pdfs/tools/mercado/trimestral.pdf>
5. Bandiera, L., Cuaresma J., & Vincelette, G. (2010). *Unpleasant surprises: sovereign default determinants and prospects* (Policy Research Working Paper 5401). World Bank. <http://hdl.handle.net/10986/3885> <https://doi.org/10.1596/1813-9450-5401>
6. Beers, D., & De Leon-Manlagnit, P. (2019). *The BoC-BoE sovereign default database: What's new in 2019?* (Working Paper 829). Bank of England. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3460540>
7. Bétin, M., & Fournier, J. (2018). *Sovereign defaults: Evidence on the importance of government effectiveness* (Economics Department Working Paper 1494). OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/e6eb6668-en>
8. Borensztein, E., & Panizza, U. (2009). The costs of sovereign default. *IMF Staff Papers*, 56, 683-741. International Monetary Fund. <https://doi.org/10.1057/imfsp.2009.21>
9. Choi, S., Gulati, M., & Posner, E. (2012). The evolution of contractual terms in sovereign bonds. *Journal of Legal Analysis*, 4(1), 31-179. <https://doi.org/10.1093/jla/las004>
10. Cruces, J., & Trebesch, C. (2013). Sovereign defaults: The price of haircuts. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 5(3), 85-117. <https://doi.org/10.1257/mac.5.3.85>

11. Das, S., & Sundaram, R. (2011). *Derivatives: Principles and practice*. McGraw Hill.
12. Das, U., Papaioannou, G., & Trebesch, C. (2012). *Sovereign debt restructurings 1950-2010: Literature survey, data, and stylized facts* (Working Paper 203). IMF. <https://doi.org/10.5089/9781475505535.001>
13. Datz, G. (2014). *Sovereign debt default*. The International Studies Encyclopedia. [https://www.researchgate.net/publication/270577604\\_Sovereign\\_Debt\\_Default](https://www.researchgate.net/publication/270577604_Sovereign_Debt_Default)
14. Debrun, X., Ostry, J., Willems, T., & Wyplosz, C. (2019). Public debt sustainability. [https://www.researchgate.net/publication/335943450\\_PUBLIC\\_DEBT\\_SUSTAINABILITY](https://www.researchgate.net/publication/335943450_PUBLIC_DEBT_SUSTAINABILITY)
15. Duggar, E. (2018). *Sovereign debt restructurings: The case of Venezuela. Venezuela's debt default*. [Conferencia]. Moody's Investor Service.
16. Eaton, J., & Gersovitz, M. (1981). Debt with potential repudiation: Theoretical and empirical analysis. *The Review of Economic Studies*, 48(2), 289-309. <https://doi.org/10.2307/2296886>
17. Enderlein, H., Schumacher, J., & Trebesch, C. (2018). *Sovereign defaults in court*. (Working Paper Series 2135). European Central Bank. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2189997>
18. Hatchondo, J., Martinez, L., & Saprizza, H. (2007). The economics of sovereign defaults. *Economic Quarterly*, 93(2), 163-187.
19. International Monetary Fund (2021). World Economic Outlook Database. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2021/October>
20. J.P. Morgan (2015). Venezuela and PDVSA debt: A guide. *Emerging Markets Research*, 30.
21. Kalliomäki, M. (2012). *Determinants of sovereign defaults. An examination of fundamental factors derived from credit ratings* [Ensayo de maestría]. University of Lund.
22. Kaminsky, G., & Vega-García, P. (2016). Systemic and idiosyncratic sovereign debt crises. *Journal of the European Economic Association*, 14(1) 80-114. <https://doi.org/10.1111/jeea.12165>
23. Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2010). *The worldwide governance indicators: Methodology and analytical issues* (Policy Research Working Paper 5430). World Bank. <https://ssrn.com/abstract=1682130>
24. Manasse, P., & Roubini, N. (2005). *Rules of thumb for sovereign debt crises* (Working Paper). IMF. Fiscal Affairs Department. <https://doi.org/10.5089/9781451860610.001>
25. Marioli, F., Fatás, A., & Vasishtha, G. (2023). *Fiscal policy volatility and growth in emerging markets and developing economies* (Policy Research Working Papers 10409). World Bank. <http://hdl.handle.net/10986/39711>

26. Megersa, F. (2019). *Determinants of sovereign debt default: Some evidence from FCAS and MENA countries*. Institute of Development Studies. <https://opendocs.ids.ac.uk/opendocs/handle/20.500.12413/14812>
27. Moody's Investor Service (2015). *Moody's sovereign roundtable: Distressed sovereigns*.
28. Moody's Investor Service (2020). *Sovereign defaults series. The causes of sovereign defaults. Sector in depth*.
29. Moody's Investor Service (2021a). *Rating symbols and definitions*. Moody's Investor Service.
30. Moody's Investor Service (2021b). *Sovereign default and recovery rates, 1983-2020*.
31. Organization of the Petroleum Exporting Countries (2021). *Annual statistical bulletin*. [http://www.opec.org/opec\\_web/en/publications/202.htm](http://www.opec.org/opec_web/en/publications/202.htm)
32. Panizza, U., Sturzenegger, F., & Zettelmeyer, J. (2009). The economics and law of sovereign debt and default. *Journal of Economic Literature*, 47(3), 651-698. <https://doi.org/10.1257/jel.47.3.651>
33. Peña, C. (2014). Volatilidad fiscal y crecimiento económico. Venezuela, 1998-2010 *Revista de Economía*, XXXI(82), 37-76. Universidad Autónoma de Yucatán. <http://hdl.handle.net/10872/13974>
34. Peter, M. (2002). Estimating default probabilities of emerging market sovereigns: A new look at a not-so-new literature. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1017468>
35. Petróleos de Venezuela, SA. (2014). *Balance de la deuda financiera consolidada*. <http://www.pdvsa.com/images/pdf/RELACION%20CON%20INVERSIONISTAS/Estados%20Financieros/2014/Estados%20financieros%20al%2031%20de%20diciembre%20de%202014.PDF>
36. Reinhart, C., & Rogoff, K. (2004). Serial default and the "paradox" of rich-to-poor capital flows. *American Economic Review*, 94(2), 53-58. <https://doi.org/10.1257/0002828041302370>
37. Reinhart, C., & Rogoff, K. (2008). *This time is different: A panoramic view of eight centuries of financial crises* (Working Paper 13882). NBER. <http://www.nber.org/papers/w13882>. <https://doi.org/10.3386/w13882>
38. Reinhart, C., Rogoff, K., & Savastano, M. (2003). Debt intolerance. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2003(1) 1-74. Project MUSE. <https://doi.org/10.1353/eca.2003.0018>
39. Schmitt-Grohé, S., & Uribe, M. (2017). *Open economy macroeconomics*. Princeton University Press.
40. Standard & Poor's (2012). *Sovereign defaults and rating transition data, 2011 update*. Global Credit Portal. Ratings Direct.
41. Tomz, M., & Wright, M. (2007). *Do countries default in "bad times"?* (Working Paper 17). <https://doi.org/10.24148/wp2007-17>



42. Tomz, M., & Wright, M. (2013). *Empirical research on sovereign debt and default* (Working Paper 18855). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2239522>
43. World Bank Group (s.f.). *Worldwide Governance Indicators (WGI)*. <https://info.worldbank.org/governance/wgi/>
44. World Bank Group (2021). *General Conditions for IBRD Financing*. <http://www.worldbank.org/en/topic/lawjusticeanddevelopment/publication/general-conditions>
45. Zeaiter, H., & El-Khalil, R. (2016). Extreme bounds of sovereign defaults: Evidence from the MENA region. *International Review of Economics and Finance*, 41, 391-410. <https://doi.org/10.1016/J.IREF.2015.10.003>



# CUADERNOS DE ECONOMÍA

ISSN 0121-4772

## ARTÍCULOS

- WILLMER GUEVARA-RAMÍREZ, TAMARA GONZÁLEZ-SOTELLA, CONSTANZA LAGUNAS-ALVARADO,  
JOSÉ RADMAN-VARGAS Y AITOR RUIZ-DE-LA-TORRE-ACHA  
Análisis de la competitividad de Chile en el mercado mundial del litio 383
- RAFAEL SALVADOR ESPINOSA RAMIREZ  
Kidnapping and investment: A theoretical model 413
- MARÍA PAULA BONEL  
Combination of theoretical models for exchange rate forecasting 437
- DIANA LIZETTE BECERRA PEÑA  
Logros educativos y TIC: análisis comparativo de la productividad latinoamericana 469
- RAFAEL MAC-QUHAE Y HERMES A. PÉREZ F.  
Causas de la cesación de pagos de la deuda soberana de Venezuela 491
- JOSÉ CARLOS TREJO GARCÍA, HUMBERTO RÍOS BOLÍVAR Y MARÍA DE LOURDES SOTO ROSALES  
Traspaso del tipo de cambio real y el índice de confianza al consumo en la inflación de México. Un modelo de análisis de cointegración con pruebas de límites ARDL 521
- WILSON PÉREZ-OVIEDO  
Expectativas racionales, ergodicidad y expectativas sociales 545
- IVÁN GONZALEZ  
El peso de las externalidades en la ubicación espacial de la economía 565
- MARÍA PAZ HERNÁNDEZ Y NORMA PATRICIA CARO  
Principales factores de la inclusión financiera en países de América del Sur 589
- HÉCTOR FLORES MÁRQUEZ Y OMAR NEME CASTILLO  
Corrupción y desigualdad de ingresos en México: análisis a nivel entidad federativa 609
- JOHN CAJAS GUJARRO  
Deuda, poder y ciclos: un modelo Norte-Sur de deuda y distribución (NSDD) 639
- CRISTIAN COLTHER  
El ciclo económico de Chile: análisis del período 1810-2000 675
- FREDDY DE JESÚS BATISTA GARCÍA, EDITH JOHANA MEDINA HERNÁNDEZ Y JORGE LUIS MUÑOZ OLITE  
Asociación multidimensional entre el progreso social de las juventudes y las instituciones económicas inclusivas 705

ISSN 0121-4772



9 770121 477005 9 2