

ANDRÉS CARRASQUERO STOLK  
RAMÓN ESCOVAR ALVARADO  
MARIANA CAMPOS VILLALBA  
VÍCTOR FREITAS CARUSO

---

**PROCESOS DE  
REESTRUCTURACIÓN  
DE LA DEUDA  
SOBERANA:  
LECCIONES  
APRENDIDAS  
PARA VENEZUELA  
DE URUGUAY, GRECIA,  
PUERTO RICO  
Y ARGENTINA**

---



ANDRÉS CARRASQUERO STOLK  
RAMÓN ESCOVAR ALVARADO  
MARIANA CAMPOS VILLALBA  
VÍCTOR FREITAS CARUSO

---

**PROCESOS DE  
REESTRUCTURACIÓN  
DE LA DEUDA SOBERANA:  
LECCIONES APRENDIDAS  
PARA VENEZUELA  
DE URUGUAY, GRECIA,  
PUERTO RICO Y  
ARGENTINA**

---



CARACAS, VENEZUELA  
AGOSTO, 2023



## **CONTENIDO**

- 3 Presentación**
- 5 I. Introducción**
- 5 II. El fenómeno de la deuda soberana**
- 7 III. Los diferentes mecanismos y procesos de reestructuración de la deuda soberana**
- 10 IV. Contexto venezolano**
- 10 V. Análisis comparado**
  - 11 a. Uruguay (2003)**
  - 17 b. Grecia (2012)**
  - 22 c. Puerto Rico (2017)**
  - 28 d. Argentina (2005 y 2022)**
- 37 VI. Principales semejanzas y diferencias entre los casos analizados y el caso venezolano**
- 39 VII. Lecciones aprendidas para considerar en el caso Venezuela**
- 40 VIII. Conclusiones**
- 42 Referencias bibliográficas**

## **PRESENTACIÓN**

El débil crecimiento global observado en 2023 en un contexto de inflación elevada y políticas monetarias contractivas, ha generado previsible impactos en los mercados emergentes y las economías en desarrollo, tanto por el debilitamiento del comercio internacional, la reducción de los ingresos fiscales, como por el aumento en el servicio de la deuda, producto de las elevadas tasas de interés. Todo ello ha agudizado los temores sobre la sostenibilidad de la deuda, particularmente de los países de bajos ingresos.

Según Naciones Unidas, la deuda mundial alcanza en 2023 los USD 305 billones y la deuda externa de los países en desarrollo se incrementó en un 15 % respecto al 2022. Por su parte, la Cepal reporta que los países de América Latina y el Caribe duplicaron su deuda pública en la última década, y esta tendencia ubicaba a la región, incluso antes de la pandemia, como la de mayor carga de deuda/PIB, alcanzando un 54,3 %. Asimismo, es la región que presenta la mayor participación de deuda soberana en manos de acreedores externos, un 33 %. En el 2020, el 32,9 % de la deuda total del gobierno general era mantenida por acreedores externos, lo que presenta problemas adicionales a su sostenibilidad.

El tema de la deuda alimenta las preocupaciones de riesgo y colapsos sistémicos y ante escenarios de insostenibilidad de deuda pública, las economías suelen iniciar procesos de reestructuración de deuda, principalmente externa. En muchos casos, los países no atienden las alertas de insostenibilidad y caen en moratoria o impago y en estos casos los procesos de negociación y reestructuración son mucho más complejos. Este es el caso que tendrá que enfrentar Venezuela, que desde 2017 está en cesación de pagos de su deuda externa, la cual sigue creciendo por la acumulación de intereses, así como por litigios

que ha perdido en tribunales internacionales y que eventualmente tendrá que honrar.

Con la finalidad de extraer lecciones de otros procesos de restructuración de deuda soberana, el Observatorio de Gasto de Público de Cedice-Libertad impulsa la investigación recogida en el presente trabajo elaborado por Andrés Carrasquero, Ramón Escovar, Mariana Campos y Víctor Freitas, el cual revisa las experiencias de Uruguay (2003), Grecia (2012), Puerto Rico (2017) y Argentina (2005 y 2022). Una contribución a la discusión crítica para avanzar en la construcción de una Venezuela de prosperidad, paz y libertad.

**Sary Levy-Carciente**

Coordinadora, Observatorio de Gasto Público

Cedice-Libertad

## **I. INTRODUCCIÓN**

En los últimos años gran parte de los países del mundo han aumentado sus niveles de endeudamiento. El aumento exponencial y no sustentable de la deuda soberana conduce a un camino de perjuicios económicos para la población. La experiencia venezolana de los últimos veinte años demuestra esta máxima. En la actualidad, los bonos de República y PDVSA están en estado de *default* desde el año 2017; como se ha evidenciado en estudios anteriores, la deuda externa asciende a no menos de 162 millardos de dólares y Venezuela atraviesa la peor crisis humanitaria de su historia. En consecuencia, la reestructuración de la deuda gubernamental es de tanta importancia que, inclusive, trasciende la política.

En tal sentido, podemos observar las experiencias de Uruguay (2003), Grecia (2012), Puerto Rico (2017) y Argentina (2005 y 2022), las cuales son relevantes para estudiar procesos exitosos de reestructuración de deuda soberana. Para facilitar su lectura, hemos dividido el presente trabajo en cuatro secciones: **i.** el análisis del fenómeno de la deuda soberana y los mecanismos y procesos de reestructuración; **ii.** el contexto venezolano; **iii.** el estudio comparado con Uruguay, Grecia, Puerto Rico y Argentina; y **iv.** las conclusiones.

## **II. EL FENÓMENO DE LA DEUDA SOBERANA**

En el mundo globalizado actual, los Estados utilizan la deuda como un mecanismo para el funcionamiento de sus economías. Los préstamos les permiten gastar más de lo que pueden –o quieren– recaudar mediante la tributación general de un determinado período fis-

cal<sup>1</sup>. El incremento de los niveles endeudamiento y del nivel de gasto público de forma no sustentable, conducen al *default* de la deuda soberana, situación que –insistimos– tiene efectos perjudiciales para los ciudadanos.

En la práctica del mercado internacional se utiliza el término deuda soberana para denominar a aquella deuda de Estado que se instrumenta mediante la emisión de bonos que cotizan en ofertas públicas en mercado de valores<sup>2</sup>. El término incluye todo contrato de préstamo que celebra la Administración Pública con alguna persona de derecho privado o bien con algún organismo internacional y que son instrumentados mediante la emisión de bonos emitidos en diferentes monedas y jurisdicciones.

El concepto de deuda soberana plantea diversas interrogantes relevantes en torno a la definición del rol del Estado en la relación jurídica que se genera como consecuencia del endeudamiento y si, en caso de incumplimiento, este puede ser objeto de procedimientos legales de cobro y ejecución como cualquier otro deudor<sup>3</sup>.

De esta manera, para evitar que la deuda soberana se convierta en un «arma de doble filo», las Administraciones Públicas deben aplicar criterios de transparencia y gestión sustentable dirigidos al crecimiento económico. De lo contrario, el incremento de la deuda soberana se traducirá en frenos a la inversión privada, aumento de la

1. S. M. Ali Abbas y Alex Pienkowski, diciembre de 2022, «¿Qué es la deuda soberana?», Fondo Monetario Internacional. <https://www.imf.org/es/Publications/fandd/issues/2022/12/basics-what-is-sovereign-debt>.

2. Agustina María Ranieri, «Deuda soberana: problemas y soluciones en la encrucijada». *Revista Pensar en Derecho* a. 4, n.º 06 (2015): pág. 250. Acceso en: <http://www.derecho.uba.ar/publicaciones/pensar-en-derecho/revistas/6/deuda-soberana-problemas-y-soluciones-en-la-encrucijada.pdf>.

3. Eduardo Novoa Monreal, «Deuda externa y soberanía nacional». Mensaje n.º 347 (1986), pág. 102. Acceso en: [https://repositorio.uahurtado.cl/static/pages/docs/1986/n347\\_102.pdf](https://repositorio.uahurtado.cl/static/pages/docs/1986/n347_102.pdf).



presión fiscal, reducción del gasto social e, inclusive, limitación de la capacidad gubernamental de implementar reformas<sup>4</sup>.

Según las cifras de la ONU (Organización de Naciones Unidas), para el año 2022, la deuda pública mundial alcanzó la cifra récord de 92 billones de dólares. Los países en vías de desarrollo representan el 30 % de dicha deuda<sup>5</sup>. Los datos presentados por la ONU reflejan una situación preocupante que se ha vuelto tendencia en los países en vías de desarrollo. En muchos casos se busca utilizar la deuda como un mecanismo de obtención de fondos para sustentar sus presupuestos, sin que ello suponga la puesta en marcha de una estrategia económica y fiscal para garantizar los pagos.

### **III. LOS DIFERENTES MECANISMOS Y PROCESOS DE REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA SOBERANA**

Por reestructuración de la deuda soberana se hace referencia a aquellos intercambios de bonos de deuda que se encuentran pendientes, como préstamos o bonos, por nuevos instrumentos de deuda o efectivo a través de un proceso legal<sup>6</sup>. Entre los mecanismos de reestructuración de deuda soberana destacan: **i.** la reprogramación, cuyo objetivo es extender los vencimientos de la deuda anteriormente contraída, con tasas de interés más bajas; y **ii.** la reduc-

4. Deuda: panorama general, Banco Mundial, acceso el 29 de julio de 2023: <https://www.bancomundial.org/es/topic/debt/overview>.

5. Organización de las Naciones Unidas, «A world of debt: A growing burden to global prosperity», Un Global Crisis Response Group (2023), pág. 5. Acceso en: [https://unctad.org/system/files/official-document/osgmisc\\_2023d4\\_en.pdf](https://unctad.org/system/files/official-document/osgmisc_2023d4_en.pdf).

6. Udaibir S. Das, Michael G. Papaioannou y Christoph Trebesch, Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts (Fondo Monetario Internacional: IMF Working Paper, 2012), pág. 7. Acceso en: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12203.pdf>.

ción de la deuda, definida como una reducción en el valor nominal de los instrumentos anteriores<sup>7</sup>.

Dicho esto, es importante precisar que en todo proceso de reestructuración de deuda soberana participan varios actores relevantes cuyo rol es esencial para cumplir con los objetivos de la reestructuración. Entre ellos, se pueden identificar los siguientes<sup>8</sup>:

- *Deudores soberanos*. Son todos aquellos Estados y/o entidades estatales que buscan modificar los términos y condiciones de los contratos de deuda y son responsables de la elaboración de propuestas para los escenarios posibles de la reestructuración. Para un sector de la doctrina, los deudores soberanos no son equiparables a aquellos deudores comunes de las relaciones jurídicas privadas, debido a que detentan características que los hacen excepcionales, a saber:
  - i.** están expuestos a acciones legales hostiles por parte de los acreedores, puesto que no pueden declararse en bancarrota como sí lo podrían hacer las organizaciones empresariales;
  - ii.** no todos los activos del Estado son embargables, contando con una protección única; y
  - iii.** algunos Estados continúan haciendo uso de la teoría restrictiva de la inmunidad soberana.
- *Acreedores*. Son la otra faceta del proceso de reestructuración de la deuda soberana. Se clasifican en tres categorías:
  - a. multilaterales:** se trata de organismos internacionales que intervienen como nuevo financista y ejercen una función de monitoreo y apoyo (por ejemplo: el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo);

7. Ibidem, pág. 7.

8. Lee Buchheit, Guillaume Chabert, Chanda DeLong y Jeromin Zettelmeyer, «How to Restructure Sovereign Debt: Lessons from Four Decades», Peterson Institute for International Economics Working, Paper n.º 19-8 (2019). Acceso en: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3387455](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3387455).

**b. bilaterales:** son Estados que realizan préstamos a otros Estados.

Usualmente los préstamos están dirigidos a financiar exportaciones o proporcionar asistencia al desarrollo de otro país. Estos acreedores cuentan con una menor capacidad financiera que los multilaterales, puesto que su objetivo no es ser prestamista con otros Estados; y

**c. comerciales:** Personas privadas que sean tenedores de bonos, bancos, proveedores, contratistas.

- *Asesores legales y financieros.* Todas las partes cuentan con especialistas jurídicos y económicos que los orientan en la toma de decisiones, así como en las opciones a tomar.
- *Fondo Monetario Internacional.* Este organismo internacional cumple con un papel fundamental en los procesos de reestructuración de la deuda soberana. De acuerdo con su convenio constitutivo, el FMI tiene como objetivo fomentar la cooperación monetaria internacional, la expansión y el crecimiento del comercio internacional, la estabilidad cambiaria, acortar la duración y aminorar el grado de desequilibrio de las balanzas de pagos de los países miembros, entre otros.

A todo evento, los procesos de reestructuración deben estar amparados por reglas claras, transparentes y con la participación de todas las partes involucradas, permitiendo que el Estado pueda cumplir con sus obligaciones contraídas, sin que ello suponga la afectación de los intereses colectivos del país ni de los intereses particulares de los acreedores. Una reestructuración desordenada aumenta, por un lado, la probabilidad de que el valor de los títulos se reduzca en perjuicio de los acreedores y, por el otro, afecta negativamente los niveles de reputación del deudor, influyendo directamente en el futuro cercano de su economía.

## **IV. CONTEXTO VENEZOLANO**

Venezuela ha pasado por procesos de reestructuración su deuda en tres oportunidades a lo largo de su historia<sup>9</sup>. Sin embargo, la crisis económica actual ha sido una de las más severas de nuestro continente. La tasa media de inflación entre los años 1980 y 2020 fue del 3.608,8% e, inclusive, fue superior a 130.000% en el 2018. Desde el 2013 ha perdido más del 80% de su PIB. En 2017 Venezuela quedó en una situación de *default* de su deuda. Según estimaciones del FMI, para finales del 2022 la deuda soberana alcanzó la cantidad de 160 mil millones de dólares aproximadamente, y para finales del 2024 será superior a los 200 mil millones de dólares.

Ante dicha situación, Venezuela es considerado el país más endeudado de Latinoamérica y el Caribe, con una deuda superior al 172% del PIB. Si bien los países de la región también están endeudados, estando en unos 5,8 mil millones de dólares, equivalente al 117% del PIB de todos los países, el panorama de Venezuela es la excepción.

## **V. ANÁLISIS COMPARADO**

Como se advirtió al inicio, la presente investigación tiene como objetivo hacer uso de un enfoque de estudio de casos comparados en la región y el mundo, de su situación con respecto a la deuda soberana, sus procesos de reestructuración y su relación con el caso venezolano, se seleccionaron los casos de Uruguay (año 2003), Grecia (año 2012), Puerto Rico (año 2017) y Argentina (años 2005 y 2022):

<sup>9</sup>. Andrés Carrasquero, Ramón Escobar y Mariana Campos, «La reestructuración de la deuda externa venezolana: experiencias, límites y propuestas efectivas» (Caracas: CEDICE Libertad, 2022), pág. 3. Acceso en: <https://cedice.org.ve/observatoriogp/wp-content/uploads/2022/09/Reestructuracio%CC%81n-deuda-ext.-venezolana-3.pdf>.

## a. Uruguay (2003)

### i. Contexto uruguayo

La crisis que se registró en la República Oriental del Uruguay en el año 2003 fue considerada de las peores de su historia<sup>10</sup>, lo que condujo a un diseño e implementación de la reestructuración de la deuda soberana. Este proceso es considerado como la antítesis de lo practicado en la República de Argentina<sup>11</sup>, el cual podremos observar más adelante.

De allí que la economía de Uruguay presentaba altos ingresos de capital extranjero, principalmente en dólares de los Estados Unidos, lo que repercutió en el crecimiento sostenido de las reservas internacionales entre los años 1993 y 2002. Debido a la crisis en Argentina, Uruguay adoptó lo que se denominó como un «corralito bancario» durante un día feriado bancario, es decir, un conjunto de medidas políticas de carácter restrictivo que buscaba evitar la salida en masa de depósitos bancarios. No obstante, estas medidas trajeron como consecuencia el retiro masivo de depósitos debido a la desconfianza generalizada y la fuga de capitales.

Remitiéndonos al año 2001, en Uruguay los precios de los títulos públicos se ubicaban cerca de su valor nominal (101,19 % global), mientras que el riesgo país se plasmaba en 227 puntos básicos, lo que significaba que la prima por riesgo en comparación con los bonos norteamericanos, era de las menores entre los países emergentes,

10. Julio de Brun y Gerardo Licandro, «Regreso del infierno. Manejo de la crisis en una economía dolarizada: El caso del Uruguay», en *Dolarización Financiera: la agenda de política*, por Adrián Armas (Lima: Banco Central de la Reserva del Perú, 2006), pág. 173. Acceso en: <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Dolarizacion-Financiera/Dolarizacion-Financiera-07.pdf>

11. Julián Benassi, «Reestructuración de deuda soberana: un estudio de casos comparados para Argentina, Uruguay, Belice y Grecia en el período 2003-2020» (tesis de grado en licenciatura en Economía, Universidad Nacional del Mar de Plata, 2021), pág. 79. Acceso en: <https://nulan.mdp.edu.ar/id/eprint/3574/1/benassi-2021.pdf>

solo siendo superado por Chile<sup>12</sup>. Por su parte, el sistema bancario contaba con 3.631 millones de dólares en depósitos, principalmente no residentes, y las reservas del Banco Central se habían incrementado en 2.956 millones de dólares.

Durante el inicio del año 2002 cambia el signo de la variación de depósitos, posteriormente, en un lapso de siete meses, el sistema bancario pasaría de 13.663 millones de dólares en depósitos en moneda extranjera a tan solo 7.398 millones de dólares. Por otro lado, el riesgo país se ubicaba en el orden de los 3.000 puntos básicos<sup>13</sup>, y sobre las reservas internacionales, estas sufrieron una caída del 75 %<sup>14</sup>.

Otro aspecto relevante dentro del esquema económico de Uruguay, es que presentaba desde 1990 un sistema de «bandas cambiarias», las cuales contaban con una amplitud y un deslizamiento diario a tasas conocidas pero que ocasionalmente eran revisadas<sup>15</sup>. Estas bandas presentaron ampliaciones en el 2001 y 2002, llegando al 19 de junio del 2002, en donde el gobierno anunció el abandono del régimen de bandas cambiarias, adoptando el de flotación «libre», produciendo un salto importante en la cotización del dólar en un lapso no mayor de tres meses.

Con todo ello, los problemas de la deuda pública estuvieron reflejados durante todo el 2002, por medio de las bajas de calificación por parte de las agencias internacionales y el aumento continuo del riesgo país. Del mismo modo, con la devaluación de la moneda local, la recesión económica y con los préstamos recibidos por los organismos

**12.** Adrián Fernández, Paula Garda y Nicole Perelmuter, «Calificaciones, crisis de deuda y crisis bancaria: la experiencia uruguaya en el 2002», CINVE (2003), pág. 5. Acceso en: <https://www.cinve.org.uy/wp-content/uploads/2012/12/06-2003.pdf>.

**13.** Ibidem, pág. 5.

**14.** Julián Benassi, «Reestructuración de deuda soberana: un estudio de casos comparados para Argentina, Uruguay, Belice y Grecia en el período 2003-2020», pág. 82.

**15.** Adrián Fernández, Paula Garda y Nicole Perelmuter, «Calificaciones, crisis de deuda y crisis bancaria: la experiencia uruguaya en el 2002», pág. 6.

internacionales, sembró el terreno para que la deuda bruta del sector público aumentara de 10.072 millones de dólares en diciembre de 2001 a 11.345 millones de dólares a fines de 2002. Estos factores incidieron negativamente en el contexto uruguayo, estableciendo un ratio de la deuda con el PIB de 54 % en 2001 a 92 % en 2002.<sup>16</sup>

En resumen, el contexto uruguayo se puede analizar a partir de estos tres indicadores: **i.** el retiro masivo de depósitos del sistema bancario uruguayo; **ii.** la pérdida de reservas del Banco Central; y **iii.** la sostenida subida del riesgo país<sup>17</sup>.

### ***ii. Proceso de reestructuración de la deuda***

El proceso de reestructuración de la deuda soberana de Uruguay se inicia con la contención de la corrida bancaria y la reconstrucción del sistema financiero. Estos fueron los primeros pasos para resolver la fragilidad de la economía uruguayana<sup>18</sup>. Si bien en agosto del año 2002 se implementó un plan de emergencia económica que permitió detener la corrida bancaria, exitosamente, por otro lado, se generó una devaluación que afectó negativamente la capacidad de pago de la deuda uruguayana<sup>19</sup>. Mientras se lograba la estabilización de los depósitos, la recuperación de la liquidez en el sistema financiero y la recomposición de la reserva del Banco Central, el Estado comenzó a elaborar los principios de la estrategia de reestructuración de su deuda soberana para el 2003<sup>20</sup>.

Para el gobierno era prioritario que Uruguay pudiera recuperar la reputación de buen pagador. La percepción de los analistas y de los

16. *Ibidem*, pág. 9.

17. *Ibidem*, pág. 6.

18. Julio de Brun y Gerardo Licandro, «Regreso del infierno. Manejo de la crisis en una economía dolarizada: El caso del Uruguay», pág. 196.

19. Julio de Brun y Umberto Della Mea, «Una aproximación de mercado a la reestructuración de la deuda soberana: lecciones de la experiencia uruguayana», pág. 124.

20. *Ibidem*, pág. 125.

inversores era que los problemas de Uruguay fueron consecuencia del contagio de la crisis argentina. Se buscó acordar con el FMI la inclusión de los acreedores e inversores extranjeros a la consulta en torno a la deuda soberana de Uruguay. El propósito fue que el Gobierno pudiera definir su estrategia de reestructuración.

De acuerdo a las cifras oficiales que involucraron al proceso de reestructuración, fue elegido un 42 % de la deuda total. Este porcentaje incluyó 5,3 mil millones de dólares, tanto en residentes (que suponían un 44,1 %) como de no residentes (con un 55,9 %). De igual forma, se incluyeron un total de 65 emisiones de bonos, repartidos en tres grupos: **i.** 46 bonos domésticos por la suma de 1,6 mil millones de dólares; **ii.** 18 bonos europeos por un monto de 3,5 mil millones de dólares; y **iii.** 1 bono japonés por 250 millones de dólares, con vencimientos hasta el año 2027<sup>21</sup>.

El 10 de abril de 2003 se impulsó oficialmente la propuesta de canje. En la propuesta el gobierno estableció que para la aceptación era necesario contar con al menos un 90 % de participación de los bonistas como requisito necesario. Ello representó aumentar el riesgo de fracaso de la operación de reestructuración. Sin embargo, a su vez, se introdujeron cláusulas de consentimiento de salida, de manera de procurar la protección de los derechos de los tenedores de bonos que decidieron aceptar el canje. Dentro de las opciones que se presentaban para los tenedores, se reseñan las siguientes<sup>22</sup>:

- Una opción que extendía el vencimiento para los pagos del capital. Los pagos se llevarían a cabo en un promedio de cinco años.
- Y la otra opción planteaba el intercambio de bonos existentes por bonos de referencia, de más larga duración que la de vencimientos

21. Julio de Brun y Gerardo Licandro, «Regreso del infierno. Manejo de la crisis en una economía dolarizada: El caso del Uruguay», pág. 197.

22. *Ibidem*, pág. 198.



extendidos, pero con mayor cantidad de bonos en circulación para ofrecer liquidez al mercado.

El 29 de mayo de 2003 finalizó oficialmente el canje. La participación fue superior al 92 %. Los acreedores nacionales licitaron sus bonos casi en su totalidad (98,8 %). La participación de los no residentes fue del 89,2 %. En cuanto a las opciones de bonos,  $\frac{2}{3}$  de los participantes eligieron la segunda opción, relativo a los bonos de referencia<sup>23</sup>. Como dato adicional, un alto porcentaje de la deuda uruguaya quedó denominada bajo bonos globales 2011, 2015 y 2033, con montos suficientes para estar incluidos en el índice EMBI de JP Morgan.

### ***iii. Intervención de multilaterales***

#### **1. El Fondo Monetario Internacional**

El FMI tuvo una participación activa y decisiva dentro del proceso de reestructuración de la deuda soberana en Uruguay. En efecto, su participación fue determinante para que el gobierno de Uruguay lograra reestructurar su deuda soberana. También brindó la asistencia financiera necesaria para respaldar los esfuerzos de resolución de la crisis; y diseñó un esquema de incentivos que alentó a los acreedores e inversionistas a participar en el canje.

Desde los inicios del involucramiento del FMI en el país se aprobaron un conjunto de programas destinados principalmente a actuar como mecanismo de precaución, para proteger a Uruguay de la crisis económica que arrojaba a Brasil y Argentina en ese momento<sup>24</sup>. Los programas se vinculaban principalmente en una agenda fiscal y bancaria, apuntando a un superávit del PIB.

23. *Ibidem*, pág. 198; y Julio de Brun y Umberto Della Mea, «Una aproximación de mercado a la reestructuración de la deuda soberana: lecciones de la experiencia uruguaya», pág. 130.

24. Julián Benassi, «Reestructuración de deuda soberana: un estudio de casos comparados para Argentina, Uruguay, Belice y Grecia en el período 2003-2020», pág. 92.

#### ***iv. Estatus actual***

Dentro del panorama actual, Uruguay ha mostrado un desempeño económico positivo, a pesar de las consecuencias de la pandemia del covid-19, con un aumento del PIB y la ejecución de medidas macroeconómicas efectivas. Por su parte, en materia de déficit fiscal y deuda pública, las cifras disminuyeron de forma sustancial durante el 2020 y 2021, en función a los esfuerzos que mantuvieron las autoridades uruguayas.

Con respecto a las cifras emitidas por el FMI, de la declaración final del personal técnico sobre la misión de consulta del Artículo IV a Uruguay correspondiente al año 2023,<sup>25</sup> el déficit global del sector público no financiero (SPNF), se situó en 2,8 % del PIB en 2022, frente a 3,1 % en 2021. Tras alcanzar un máximo de 69 % del PIB en 2020, la deuda bruta del SPNF disminuyó a 61 % del PIB a finales de 2022, presentando los indicadores de riesgo soberano en niveles históricamente bajos.

Al respecto, los resultados macroeconómicos presentados por el FMI, suponen una actuación acorde de parte de las autoridades del país, llevando a cabo un conjunto de políticas destinadas a favorecer la economía a nivel local e internacional. A pesar de haber transcurrido por un período complejo en la década del 2000, la economía uruguaya ha crecido, se ha apreciado la moneda local y se ha reducido el déficit fiscal.

**25.** Declaración final del personal técnico sobre la misión de consulta del Artículo IV a Uruguay correspondiente a 2023, Fondo Monetario Internacional, 20 de marzo de 2023, acceso en: <https://www.imf.org/es/News/Articles/2023/03/20/cs032023-uruguay-staff-concluding-statement-of-the-2023-article-iv-mission>

## **b. Grecia (2012)**

### ***i. Contexto de la crisis griega***

En el año 1981, la República Helénica, también conocida como Grecia, ingresó a la Comunidad Económica Europea (CEE), antecesora de la Unión Europea (UE), lo que significó la integración en un bloque económico que luego adoptaría al euro como moneda. Más adelante, en el año 2000, se comenzaron a percibir con mayor nitidez las inconsistencias del sistema europeo. La característica era los altos niveles de desigualdad entre sus países miembros. Así, por ejemplo, el PIB de Alemania era 13 veces mayor que el de Grecia, Portugal o Irlanda<sup>26</sup>. Los niveles de desigualdad también se reflejaban en niveles de productividad disímiles y desequilibrios en Cuenta Corriente de España, Irlanda y Grecia. En 2007 este último tuvo un déficit de hasta el 14 % de su PIB<sup>27</sup>.

La crisis griega empezó en el año 2009. La alarma se produjo como consecuencia de la filtración de cifras económicas, lo cual, a su vez, generó una crisis de credibilidad de las autoridades y, con ello, el alejamiento de los mercados financieros y la pérdida de la capacidad de poder financiar su déficit fiscal<sup>28</sup>. Para el gobierno de Grecia formar parte de la Zona Euro representó ser una *camisa de fuerza* para llevar a cabo reformas monetarias debido a que la política fiscal de la unión es potestad del Banco Central Europeo<sup>29</sup>. Sin embargo, la participación dentro del esquema económico de la UE, representaba al-

26. José Oscategui, «La crisis económico-financiera griega», *Economía* Vol. XXXVIII, n.º 76, semestre julio-diciembre 2015, ISSN 0254-4415 (2015). Pág. 217. Acceso en: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6414170>.

27. *Ibidem*, pág. 218.

28. Dimitris Katsikas, «La crisis económica griega del 2012», *Anuario internacional CIDOB*, ISSN 1133-2743, n.º 1, (2013), pág. 197. Acceso en: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5597911>.

29. José Francisco Rodríguez Montoya, «La crisis griega del 2010», *Análisis Económico*, vol. XXV, n.º 60, (2010), pág. 338. Acceso en: <https://www.redalyc.org/pdf/413/41316760012.pdf>.

gunos beneficios principalmente por los niveles bajos en que se ubicaban las tasas de interés y por la posibilidad de endeudarse en una moneda que era considerada de bajo riesgo.

En el año 2010, después de un conjunto de medidas de austeridad implementadas por el gobierno, Grecia firmó un primer acuerdo de rescate para un período de tres años, con un préstamo de 110.000 millones de euros, aportados por los estados de la Zona Euro en conjunto con el FMI<sup>30</sup>. En el año 2011, se aprobó un segundo acuerdo de rescate. El monto fue de 230.000 millones de euros, distribuidos de la siguiente manera: **i.** 130.000 millones en créditos de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera a tres años; y **ii.** 100.000 millones en concepto de quita del 50 % sobre los títulos de deuda soberana<sup>31</sup>.

En suma, una parte de la crisis griega está vinculada al sistema económico de la UE, debido a la falta de mecanismo de integración bancaria y fiscal<sup>32</sup>. La otra parte es consecuencia de las políticas económicas internas del gobierno griego (elevados salarios públicos y altos índices de déficit fiscal y de deuda soberana).

## ***ii. Proceso de reestructuración de la deuda***

Debido a los bajos niveles de confianza que existía en torno a las autoridades griegas y su manejo de la deuda, hubo cierta renuencia en brindar más apoyo financiero. En consecuencia, se consideró la participación del sector privado. No obstante, las opciones que se presentaban con el canje de bonos a la par o a descuento, no fue fac-

**30.** «Eurogrupo aprueba rescate para Grecia», *BBC Mundo*, acceso el 29 de julio de 2023, [https://www.bbc.com/mundo/economia/2010/05/100507\\_economia\\_caida\\_bolsas\\_lr](https://www.bbc.com/mundo/economia/2010/05/100507_economia_caida_bolsas_lr).

**31.** «Europa pacta perdonar el 50 % de la deuda griega y ampliar el fondo de rescate a un billón de euros», Radio y Televisión Española, acceso el 29 de julio de 2023, <https://www.rtve.es/noticias/20111027/lideres-zona-euro-acuerdan-ampliar-fondo-rescates-billon-euros/471324.shtml>

**32.** José Oscategui, «La crisis económico-financiera griega», pág. 225.

tible<sup>33</sup>. Esta circunstancia trajo como consecuencia la necesidad de un nuevo acuerdo.

En este sentido, se comenzó una nueva etapa de negociación. Luego de varios meses, en febrero de 2012, se acordó un plan con el objetivo de plantear una participación conjunta entre el sector privado y el gobierno para restaurar la competitividad y brindar alivio a la deuda, así como retornar el camino dentro de los mercados financieros internacionales para el 2015<sup>34</sup>.

Del acuerdo se desprendió una única oferta de reestructuración sujeta a la aceptación del 90 %<sup>35</sup>. Ello significaba una condonación de los tenedores del 53,5 % sobre el capital adeudado. Por otro lado, el 46,5 % del capital restante, se intercambiaría en 31,5 % por bonos griegos y 15 % por una mejora crediticia, por medio de pagarés con calificación AAA emitidos por el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera<sup>36</sup>.

No obstante, ante una baja participación de los tenedores de bonos, debido a la insuficiencia de incentivos, el gobierno decidió tomar medidas activando las cláusulas de acción colectiva, adaptadas por el parlamento griego, aumentando la participación al 100 %<sup>37</sup>. De esta forma, se logró llevar a cabo el canje superando el umbral del 90 % para hacer efectiva la reestructuración.

Si bien, la reestructuración de la deuda soberana griega era un paso inevitable y los resultados dieron un respiro al país, la reestructura-

**33.** Miranda Xafa, «Sovereign debt crisis management Lessons From The 2012 Greek Debt Restructuring», *CIGI PAPERS*, n.º 33 (2014), pág. 8. Acceso en: [https://www.cigionline.org/static/documents/cigi\\_paper\\_33.pdf](https://www.cigionline.org/static/documents/cigi_paper_33.pdf)

**34.** *Ibidem*, pág. 8.

**35.** *Ibidem*, pág. 9.

**36.** Arturo Porzecansk, «Behind the Greek default and restructuring of 2012», Munich Personal RePEc Archive, n.º 44178 (2012), pág. 8. Acceso en: [https://mpra.ub.uni-muenchen.de/44178/1/Behind\\_the\\_Greek\\_Default\\_and\\_Restructuring\\_of\\_2012\\_Final.pdf](https://mpra.ub.uni-muenchen.de/44178/1/Behind_the_Greek_Default_and_Restructuring_of_2012_Final.pdf)

**37.** Miranda Xafa, «Sovereign debt crisis management Lessons From The 2012 Greek Debt Restructuring», pág. 9.

ción no resolvió la causa fundamental de los problemas estructurales de Grecia. Los déficits presupuestarios y de cuenta corriente continuaron acumulándose hasta repercutir en nuevos problemas y crisis en un futuro.

### ***iii. Intervención de actores multilaterales***

#### **1. La Troika: El Fondo Monetario Internacional, la Comisión Europea y el Banco Central Europeo**

Dentro del contexto vivido durante el año 2012 en Grecia, se puede destacar como un actor multilateral fundamental para el proceso de reestructuración al equipo conformado por el Fondo Monetario Internacional, la Comisión Europea y el Banco Central Europeo, conocido como la Troika. En consecuencia, a la situación económica y fiscal que tuvo incidencias en toda la zona euro, requirió la asistencia financiera condicional acordada con la Troika<sup>38</sup>.

Por medio de dos programas de asistencia financiera, en los años 2010 y 2012, la Troika acordó proporcionar un conjunto de préstamos bilaterales por un monto aproximado de 110 mil millones de euros. La Comisión Europea financió 80 mil millones de euros, el FMI 30 mil millones de euros y, por su parte, el Banco Central Europeo mantuvo un apoyo en las reglas de garantía para los instrumentos de deuda<sup>39</sup>.

Respecto a este primer programa de ayuda acordado con la Troika, se destaca su estrategia, dirigida a dos ejes principales: la política fiscal y las reformas estructurales. En principio, los miembros europeos no consideraban la posibilidad de ejecutar un plan que inclu-

**38.** Manuela Moschella, «Negotiating Greece. Layering, insulation, and the design of adjustment programs in the Eurozone», *Review of International Political Economy* Vol. 23, n.º 5 (2016), pág. 800. Acceso en: <https://www.tandfonline.com/doi/epdf/10.1080/09692290.2016.1224770?needAccess=true&role=button>.

**39.** *Ibidem*, pág. 806.

yera devaluación y la reestructuración de la deuda, ya que no se veía como una solución<sup>40</sup>. Sin embargo, dicho acuerdo se consideró como un fracaso, al no cumplir con los objetivos trazados, llegando a tener un desempeño peor que el estimado en cuanto a la recesión, el déficit fiscal y la relación de la deuda soberana con el PIB.

Para evitar que se continuaran extendiendo las dificultades financieras de Grecia por el resto de la zona euro, se tomó la decisión de idear un segundo programa de asistencia en marzo de 2012. Consi-go, se creó el Fondo de Estabilidad Financiera, con el propósito de salvaguardar la estabilidad financiera de Europa. A Grecia se le aportó hasta 145 mil millones de euros hasta finales del año 2014<sup>41</sup>.

#### ***iv. Estatus actual***

Tras décadas de problemas económicos y desconfianza, en la actualidad el panorama de Grecia es muy distinto al analizado anteriormente. Hoy se habla de una transformación de la economía griega<sup>42</sup>.

Tomando en cuenta los indicadores de corte financiero, el Índice General de la Bolsa de Atenas ha sido sustancialmente mejor que el de la zona euro. Por su parte, la rentabilidad del mercado de deuda pública es también reseñable, con una muy marcada caída de la prima de riesgo a diez años, el cual cotiza 50 puntos básicos por debajo de Italia. La morosidad bancaria ha tenido una reducción fundamental, traduciéndose en tasas de crecimiento del PIB superiores a la media de la Unión Europea.

40. *Ibidem*, pág. 807.

41. *Ibidem*, pág. 812.

42. Judith Arnal y Álvaro García-Rosales Sanz, «La metamorfosis de la economía griega: una reflexión con ocasión de las elecciones de 2023», Real Instituto Elcano ARI 55/2023, (2023). Acceso en: <https://media.realinstitutoelcano.org/wp-content/uploads/2023/06/la-metamorfosis-de-la-economia-griega-una-reflexion-con-ocasion-de-las-elecciones-de-2023-real-instituto-elcano.pdf>

A pesar de la aparente mejora económica que se ha registrado en Grecia, lo cierto es que siguen existiendo diversos desequilibrios: el PIB de Grecia para el año 2022 seguía estando por debajo de los niveles del año 2008; el déficit fiscal por cuenta corriente sigue siendo elevado, estando aproximadamente en 10 % del PIB para el 2022; la ratio de deuda pública sobre PIB permanece también en niveles elevados; y finalmente, en materia social, existen altos niveles de población en riesgo de pobreza, siendo el 3.<sup>er</sup> país de la UE.

Toda esta situación indica que para las autoridades griegas aún queda mucho trabajo por hacer. Si bien existe una mejora sustancial en comparación con la situación del año 2012, lo cierto es que hay indicadores que no pueden ser ignorados, ya que podrían conllevar otra situación compleja para el país.

## **c. Puerto Rico (2017)**

### ***i. Contexto de la crisis puertorriqueña***

Dentro del contexto de la crisis de Puerto Rico, es preciso señalar la situación político-territorial de la isla. Con una superficie territorial de 8.896 km<sup>2</sup> y ubicada en el mar Caribe, fue una colonia española durante casi 400 años hasta la invasión de los Estados Unidos en el año 1898<sup>43</sup>. A partir de esta fecha, Puerto Rico se ha constituido, hasta nuestros días, como un Estado Libre Asociado, sometido a los términos del convenio acordado entre el pueblo puertorriqueño y los Estados Unidos de América<sup>44</sup>.

Durante años se han reseñado diversas causas que llevaron al país a

43. María Méndez, «Puerto Rico, la invasión que perdura», *Nueva Sociedad*, n.º 33 (1977), pág. 141. Acceso en: [https://static.nuso.org/media/articles/downloads/379\\_1.pdf](https://static.nuso.org/media/articles/downloads/379_1.pdf).

44 Constitución del Estado Libre Asociado de Puerto Rico, artículo I, sección 1. «Se constituye el Estado Libre Asociado de Puerto Rico. Su poder político emana del pueblo y se ejercerá con arreglo a su voluntad, dentro de los términos del convenio acordado entre el pueblo de Puerto Rico y los Estados Unidos de América».



una crisis financiera, llegando a ser denominada como la «*Grecia del Caribe*». Según el informe emitido por el Grupo de Trabajo para la recuperación fiscal y económica de Puerto Rico, así como a la sostenibilidad de su deuda<sup>45</sup>, también conocido como «Informe Krueger», creado en fecha 29 de junio de 2015 por orden del gobernador de la isla<sup>46</sup>, coloca en perspectiva los problemas, concluyendo que se deben a fallas estructurales y no cíclicos. De ahí la importancia de ejecutar un Plan de Ajuste Fiscal y Económico que contenga diversas medidas de carácter administrativo y legislativo<sup>47</sup>.

De acuerdo con el Informe: **i.** Puerto Rico se benefició de las inversiones hasta 2006, a través de la ejecución de exenciones fiscales dirigidas a empresas del sector manufacturero; **ii.** la aprobación del NAFTA en los años 90 afectó la economía de la isla, generando que otros países del entorno se volvieran más competitivos y atrajeran más inversiones, a través de la oferta de mano de obra más barata; **iii.** el sector turístico se ha perjudicado debido a los altos precios, además de la alta competitividad que presenta el Caribe; y **iv.** su propia condición de Estado Libre Asociado ha perjudicado su economía, mediante la aplicación de su estatus especial, se han aplicado ciertas normas federales estadounidenses que tienden a ser desventajosas para la isla y el amplio campo competitivo que representa el Caribe<sup>48</sup>.

Según cifras del Informe de Krueger, el déficit fiscal para el 2016, se ubicaba en los 3.695 millones de dólares, consigo la deuda ascendía a unos 73.000 millones de dólares, por lo tanto, realizó una serie de

45. Ver Informe: <https://sincomillas.com/wp-content/uploads/2015/06/Informe-Krueger.pdf>.

46. Ver: <http://www.gdb-pur.com/spa/documents/OE-2015-022.pdf>.

47. Isabel Fernández Torres, «El Estado Libre Asociado de Puerto Rico necesita declararse en bancarota», *Revista de Administración Pública* n.º 198 (2015), pág. 371. Acceso en: <https://recyt.fecyt.es/index.php/RAP/article/view/42374>.

48. *Ibidem*, pág. 372.

recomendaciones entre las cuales se encontró la reestructuración de la deuda.

## **ii. Ley Promesa**

Dada la delicada situación económica, durante el año 2016, fue aprobada la Ley para la Supervisión, Administración y Estabilidad Económica de Puerto Rico (PROMESA, por sus siglas en inglés)<sup>49</sup>. La Ley permite la intervención de una junta de control financiero y fiscal, con el fin de supervisar las actividades del gobierno puertorriqueño. Del mismo modo, se buscaba colaborar en la obtención de un proceso de reestructuración de la deuda en los tribunales federales, proponiendo una situación similar a la de bancarrota.

Al momento de la promulgación de la ley, Puerto Rico se encontraba en una situación de insostenibilidad de la deuda estimada en 70 mil millones de dólares, más 55 mil millones de dólares en pasivos de pensiones no financiados<sup>50</sup>. Tampoco contaba con una vía legal para hacerle frente por medio de una reestructuración y así estabilizar su economía, pues ya había perdido el acceso a los mercados de capital.

Por ello, la Junta de Control fue creada con el propósito esencial de elaborar y aprobar un plan para el proceso de desarrollo, presentación, aprobación y certificación de los planes fiscales, así como la supervisión de su implementación, teniendo la potestad de requerir al Gobierno de Puerto Rico que incluya sus recomendaciones<sup>51</sup>.

Los planes de ajuste propuestos tuvieron un fuerte rechazo de la población. Posteriormente en el año 2017, ante la imposibilidad de al-

49. Ver: <https://aldia.microjuris.com/wp-content/uploads/2016/06/bills-114s2328enr.pdf>.

50. «Proceso de reestructuración de la deuda de Puerto Rico», Financial Oversight & Management Board for Puerto Rico, acceso el 29 de julio de 2023: <https://juntasupervision.pr.gov/deuda/>.

51. Sección 201, Ley PROMESA.

canzar un acuerdo con los acreedores para evitar una avalancha de demandas, el gobernador de Puerto Rico recurrió al Título III de la ley, considerado como un híbrido con las disposiciones del capítulo 9 y el 11 del código de quiebras norteamericano<sup>52</sup>. Este título establece que el proceso de reestructuración de la deuda es supervisado por un tribunal y tiene como efecto la paralización de cualquier proceso litigioso. Así mismo, el Título IV de la ley permite exigir que todos los acreedores acepten el plan antes de que el tribunal competente pueda confirmarlo, teniendo un enfoque principal dirigido a la deuda financiera, no las pensiones u otros tipos de reclamo.

En mayo del año 2017, el Gobierno de Puerto Rico y el Banco Gubernamental de Fomento para Puerto Rico firmaron un Acuerdo de Apoyo a la Reestructuración (RSA, en inglés), con una parte significativa de los acreedores de dicho banco. Con ello, se redujo 2 mil millones de dólares de la deuda, bajando el valor nominal de las reclamaciones en un 45 %. Los pagos de la deuda están garantizados por el flujo de efectivo del BGF. Como efecto de la reestructuración se protege a los municipios al compensar los préstamos que debían al BGF con la cantidad total de sus depósitos en el banco.

Por su parte, en febrero de 2019, el Tribunal de Distrito de los Estados Unidos aprobó el Plan de Ajuste para la Corporación del Fondo de Interés Apremiante de Puerto Rico (Cofina), la primera reestructuración de la deuda completada bajo el Título III de la ley. Entre las medidas están: **i.** la reducción de 6 mil millones de dólares de la deuda de Cofina, de USD 18 mil millones a USD 12 mil millones; y **ii.** la reducción de los pagos del servicio de la deuda en un 32 %, ahorrando a la isla aproximadamente 17,5 mil millones de dólares.

52. Isabel Fernández Torres, «A vueltas con la insolvencia de los entes públicos y la vía concursal (el caso de Puerto Rico)», *Revista de administración pública*, ISSN 0034-7639, n.º 204 (2017), pág. 384. Acceso en: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6237187>.

Mientras tanto, en agosto de 2019, la Autoridad de Acueductos y Alcantarillados de Puerto Rico (AAA) y el Gobierno de Puerto Rico, llegaron a un acuerdo con la Agencia de Protección Ambiental de los Estados Unidos y el Departamento de Agricultura de los Estados Unidos para la modificación consensuada de unos mil millones de dólares en préstamos pendientes, bajo el fundamento de la Sección 207 de la ley. Con dicho acuerdo, se logró reducir los pagos del servicio de la deuda de AAA que corresponden a los préstamos del programa del Gobierno de los Estados Unidos en unos 380 millones de dólares durante los próximos diez años; se eliminaron aproximadamente mil millones en reclamaciones de garantía con la isla; y se brindó un acceso a 400 millones de dólares en nuevos fondos federales, por medio de programas de agua limpia en un período de cinco años.

Finalmente, en octubre del año 2022, el Tribunal Federal de Distrito para Puerto Rico, confirmó el Plan de Ajuste de la Autoridad de Carreteras y Transportación de Puerto Rico, entrando en vigor en diciembre del mismo año. Dicho plan redujo en más de un 80 % los reclamos, valuados en 6,4 mil millones de dólares, lo que significó un ahorro para la isla de aproximadamente 3 mil millones de dólares en pagos del servicio de la deuda. También se creó una base financiera firme, que buscaba garantizar el mantenimiento a las carreteras y al sistema de transporte público.

### ***iii. Estatus actual***

Según cifras de la Junta de Supervisión y Administración Financiera para Puerto Rico, para el año 2023, junto con el Gobierno de Puerto Rico, se ha reestructurado cerca del 80 % de la deuda pendiente de la isla, reduciendo el pasivo total de más de 70 mil millones de dólares a una cifra sostenible de 37 mil millones de dólares. Este logro ha significado un ahorro de más de 50 mil millones de dólares en pagos del servicio de la deuda.

Uno de los principales logros, llevado a cabo en enero de 2022, es que el Tribunal de Distrito de los Estados Unidos para el Distrito de Puerto Rico confirmó el Plan de Ajuste para el Gobierno de Puerto Rico, con el fin de reestructurar: **i.** un total de 33 mil millones de dólares en pasivos contra la isla de Puerto Rico, la Autoridad de Edificios Públicos y el Sistema de Retiro de Empleados; y **ii.** más de 55 mil millones de dólares en pasivos de pensiones a la cantidad sostenible de 7 mil millones de dólares. El Plan de Ajuste consistió en:

- La reducción del total de pagos del servicio de deuda de la isla, incluyendo bonos de Cofina, en más de un 60 %, de 90,4 mil millones de dólares a 34,1 mil millones de dólares;
- La reducción de la carga del pago de la deuda de 25 centavos de cada dólar en impuestos y cuotas recaudadas por el gobierno previo a la Ley Promesa, a menos de 7 centavos;
- La creación de un fideicomiso de reserva de pensiones con una proyección de 10 mil millones de dólares en aportaciones a lo largo de diez años.

Con su entrada en vigencia en marzo de 2022, concluyó un capítulo oscuro para los Estados Unidos, siendo considerado la mayor quiebra del sector público en su historia. No obstante, aún queda trabajo por hacer en la isla, teniendo en cuenta que existe una crisis estructural que debe ser analizada por las autoridades federales. El estatus político territorial de Puerto Rico lo ha puesto en desventaja con los estados de la unión y también con los demás países que conforman el Caribe. Por ende, el esfuerzo realizado debe incluir más medidas que ayuden a Puerto Rico a generar una integración orgánica al sistema estadounidense, siempre y cuando así lo decida la población.

## d. Argentina (2005 y 2022)

### i. Contexto de la crisis argentina

El caso de la República Argentina se presenta como el más llamativo de todos, no solo en el presente estudio, sino también en la historia, principalmente debido a sus altos niveles de deuda, que supusieron el caso de reestructuración más significativo de todos los tiempos. Por ello, resulta de gran importancia su estudio, fundamentalmente de los procesos llevados a cabo en los años 2005 y 2022.

### 1. Crisis del 2005

En el contexto de la crisis argentina del año 2005, se deben señalar las siguientes características: **i.** el incumplimiento de la deuda tenía un monto aproximado de 66 mil millones de dólares en bonos, para el año 2001, elevándose a 100 mil millones de dólares luego de una extensión del alcance del incumplimiento de los intereses vencidos; **ii.** la estructura de la deuda involucraron 152 series de bonos emitidos, bajo nueve leyes vigentes, denominados en seis monedas, llegando a representar a miles de acreedores heterogéneos; **iii.** no hubo cooperación por parte de las autoridades, afectando a los procesos de negociación; y **iv.** se calcula que las pérdidas impuestas a los acreedores estuvieron en un rango de 71 al 75 % en términos de Valor Presente Neto<sup>53</sup>.

En la década de los 70, Argentina contrajo un conjunto de obligaciones, que incrementaron su deuda de forma exponencial en los años sucesivos<sup>54</sup>. Se pasó de una fase de apertura financiera y endeuda-

53. Javier Díaz-Cassou, Aitor Erce-Domínguez y Juan J. Vázquez-Zamora, «Recent Episodes of Sovereign Debt Restructurings. a Case-Study Approach», Documentos Ocasionales Banco de España, n.º 0804 (2008), pág. 12. Acceso en: <https://core.ac.uk/download/pdf/322616193.pdf>.

54. Leonardo Bleger, «Deuda externa y soberanía: análisis y lecciones de la reciente reestructuración argentina», en *Del Sur hacia el Norte: Economía política del orden económico internacional emergente* (Buenos Aires: Consejo Latinoamericano de

miento acelerado, a una de fugas masivas de capitales, crisis cambiaria y financiera, devaluación y *default*<sup>55</sup>.

De este modo, el endeudamiento continuó creciendo durante las negociaciones con los bancos acreedores sostenidas en los años 80. Más adelante, en los 90, y luego de un período de racionamiento de los mercados externos, se llevaron a cabo un conjunto de reformas económicas que implementaron, entre otras cosas, un sistema de caja de conversión que establecía una paridad fija entre la moneda local y el dólar estadounidense, con el fin de combatir la inflación y tratar de estabilizar la economía<sup>56</sup>.

Este sistema de caja de conversión sedimentó el terreno para la crisis que se desataría en el año 2001, en la que se declaró la suspensión de pago sobre una parte importante de la deuda soberana.<sup>57</sup> Antes de ello, el Estado hizo lo posible por movilizar fuentes de financiamiento internas con el propósito de sustituir la pérdida de acceso a fuentes externas de crédito, llegando a intercambiar voluntariamente bonos en poder de los residentes por préstamos garantizados, iniciando así el proceso de reestructuración de la deuda argentina<sup>58</sup>.

Durante los años 2000 y 2001, Argentina intentó complementar las medidas fiscales con iniciativas en el sector financiero, por medio de la obtención de asistencia externa e implementando dos opera-

Ciencias Sociales, 2007). pág. 171. Acceso en: <http://biblioteca.clacso.edu.ar/clacso/sur-sur/20100705071627/17Bleger.pdf>.

**55.** Mario Damill, Roberto Frenkel y Martín Rapetti, *La deuda Argentina: Historia, default y reestructuración* (Buenos Aires: CEDES, 2005), pág. 10. Acceso en: [https://policydialogue.org/files/events/Damill\\_Frenkel\\_Rapetti\\_LaDeuda.pdf](https://policydialogue.org/files/events/Damill_Frenkel_Rapetti_LaDeuda.pdf).

**56.** Javier Díaz-Cassou, Aitor Erce-Domínguez y Juan Vázquez-Zamora, «Recent Episodes of Sovereign Debt Restructurings. a Case-Study Approach», pág. 12.

**57.** Leonardo Bleger, «Deuda externa y soberanía: análisis y lecciones de la reciente reestructuración argentina», pág. 172.

**58.** Javier Díaz-Cassou, Aitor Erce-Domínguez y Juan J. Vázquez-Zamora, «Recent Episodes of Sovereign Debt Restructurings. a Case-Study Approach», pág. 13.

ciones de reestructuración voluntaria de títulos de deuda. Para finales del primer año, consiguió un paquete de ayuda financiera (denominado como el «blindaje»), en donde cubría fondos locales y externos con vencimiento en 2001 y parte de 2002, por un monto de 40 mil millones de dólares, siendo liderado por el FMI con una ampliación de hasta 13.700 millones de dólares<sup>59</sup>.

Con respecto al segundo año, a mediados del 2001, se implementó un importante y costoso canje voluntario de deuda (también denominado el «megacanje») con la participación de los tenedores privados. El FMI acordó un monto total de 30 mil millones de dólares en bonos públicos (aproximadamente del 24 % del total de la deuda del Sector Público argentino), lo cual permitió extender el plazo promedio de los instrumentos, pero a su vez, aumentó el valor nominal de la deuda en unos 2 mil millones de dólares y los intereses con un promedio del 15 %<sup>60</sup>.

Ambos canjes no generaron los efectos esperados en la economía Argentina. Aumentó el riesgo país y la percepción de que la deuda soberana estaba llegando a niveles de insostenibilidad. Finalmente, para noviembre de 2001, se llevó a cabo una segunda operación de canje voluntario. En esta se aceptaron canjear algo más de 42 mil millones de dólares de títulos públicos a menores tasas de interés<sup>61</sup>. No obstante, esto no impidió que transcurrieran los demás procesos divergentes en la economía, que terminarían desembocando en la oficialización del *default*.

59. Mario Damill, Roberto Frenkel y Martín Rapetti, *La deuda Argentina: Historia, default y reestructuración*, pág. 25.

60. *Ibidem*, pág. 25.

61. *Ibidem*, pág. 25.



## 2. Crisis del 2022

En el año 2015 toma posesión un nuevo gobierno con una propuesta económica distinta a los anteriores<sup>62</sup>. En perspectiva, la nueva orientación fue dirigida al tratamiento de la política de manejo pasivos y del financiero en los mercados internacionales, desplegando una estrategia cooperativa frente a los denominados «fondos buitres», abonando más de 9,3 mil millones de dólares, para resolver procesos litigiosos en Estados Unidos<sup>63</sup>.

A partir de este momento, se vivió un período que permitió un acelerado ciclo de endeudamiento externo de Argentina. La deuda aumentó en un 260 %, durante los dos primeros años del nuevo gobierno<sup>64</sup>. Los efectos en la economía del país no tardaron en llegar. El crecimiento del déficit fiscal junto con la bajada de impuestos generó una apreciación del tipo de cambio que desembocó en una corrida cambiaria generando depreciación en la moneda local.

Para los años 2016 y 2017 Argentina se colocaba como de los principales emisores de deuda pública globales, llegando incluso a la emisión de un bono pagadero a 100 años.<sup>65</sup> En el 2018 Argentina emitió bonos internacionales por última vez. Su capacidad de endeudarse

**62.** María Cecilia Míguez, «La política exterior del primer año de gobierno de Mauricio Macri. ¿Situación instrumental del Estado?», *Revista Estado y Políticas Públicas*, n.º 8. ISSN 2310-5 (2017), pág. 104. Acceso en: <https://repositorio.flacsoandes.edu.ec/bitstream/10469/12465/1/RFLACSO-EPP8-6-M%C3%ADguez.pdf>.

**63.** Pablo Nemiña y María Emilia Val, «La renegociación de la deuda argentina durante la pandemia covid-19 Implicancias y perspectivas para los países en desarrollo», *Fundación Carolina Documentos de Trabajo* 28/2020 2.ª Época (2020), pág. 6. Acceso en: [https://www.fundacioncarolina.es/wp-content/uploads/2020/11/DT\\_FC\\_38.pdf](https://www.fundacioncarolina.es/wp-content/uploads/2020/11/DT_FC_38.pdf).

**64.** Roberto Lampa y Nicolás Hernán Zeolla, 10 de enero de 2019, «Argentina 2015-18: un ciclo corto de crecimiento impulsado por las finanzas», *Voces en el Fénix*. Acceso el 29 de julio de 2023: <https://vocesenelfenix.economicas.uba.ar/argentina-2015-18-un-ciclo-corto-de-crecimiento-impulsado-por-las-finanzas/>

**65.** Pablo Nemiña y María Emilia Val, «La reestructuración de la deuda argentina ante la pandemia global», *Fundación Carolina Análisis Carolina* 19/2020 (2020), pág. 5. Acceso en: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=7439269>.

en los mercados voluntarios se había agotado y los niveles de deuda crecieron significativamente, aproximadamente unos 100 mil millones de dólares en tres años<sup>66</sup>.

Se logra el primer acuerdo entre el FMI y el gobierno de Argentina por 50 mil millones de dólares. El acuerdo consistió originalmente en un desembolso de 15 mil millones de dólares, más doce trimestrales iguales entre septiembre de 2018 y junio de 2021, que serían tratados como precautorios<sup>67</sup>. No obstante, se disparó el riesgo país junto con la inflación y se depreció la moneda local. Por esta razón, el FMI agregó 7 mil millones de dólares de financiamiento y adelantó el cronograma de desembolsos hasta finales de 2019<sup>68</sup>.

Posteriormente, llega un nuevo gobierno que planteó renegociación sostenible de la deuda externa en cuatro etapas: **i.** la reestructuración de los títulos bajo legislación extranjera; **ii.** los bonos regidos por ley local; **iii.** avanzar en un nuevo acuerdo con el FMI; **iv.** refinanciación de los pagos al club de París<sup>69</sup>. En el año 2020 se inició un nuevo proceso de reestructuración de la deuda.

## ***ii. Proceso de reestructuración de la deuda***

### **1. Reestructuración del 2005**

Al momento de la oficialización del *default* en 2001, la deuda pública se ubicaba en los 143,8 mil millones de dólares, discriminados entre

**66.** María Emilia Val, «Dos décadas de deuda soberana argentina: Del default de 2001 a la (nueva) búsqueda de sostenibilidad», *TRAMAS* Edición Número 16 (2021), pág. 22. Acceso en: [https://ri.conicet.gov.ar/bitstream/handle/11336/166878/CONICET\\_Digital\\_Nro.12a0d5ed-a279-4908-97a5-298de11f0a67\\_B.pdf?sequence=2&isAllowed=y](https://ri.conicet.gov.ar/bitstream/handle/11336/166878/CONICET_Digital_Nro.12a0d5ed-a279-4908-97a5-298de11f0a67_B.pdf?sequence=2&isAllowed=y).

**67.** Leonela Navarrete, Eleonora Mamani, M. Poblete, Ana Paula Del Pozo y E. Gastón, «Acuerdo stand-by de Argentina con el FMI (2018): análisis de política económica» (conferencia: Universidad Nacional de Cuyo, Argentina, 2018), pág. 7. Acceso en: [https://bdigital.uncu.edu.ar/objetos\\_digitales/15490/03.-acuerdo-stand-by-de-argentina.pdf](https://bdigital.uncu.edu.ar/objetos_digitales/15490/03.-acuerdo-stand-by-de-argentina.pdf).

**68.** Pablo Nemiña y María Emilia Val, «La reestructuración de la deuda argentina ante la pandemia global», pág. 6.

**69.** *Ibidem*, pág. 7.

la externa (87,5 mil millones de dólares), subdividido a su vez de deuda comercial (59 %), multilateral (36 %) y bilateral (5 %); y deuda interna (56,3 mil millones de dólares)<sup>70</sup>. La planificación de este proceso de reestructuración estuvo dividida en dos etapas: **i.** a los residentes domésticos; y **ii.** a los no residentes<sup>71</sup>.

Respecto a la primera etapa, se ofrecieron a los tenedores de bonos locales unos préstamos garantizados, que estuvieran enmarcados en la ley argentina a cambio de sus bonos. Dicha garantía eran los ingresos recaudados a través del impuesto a las transacciones financieras, y consigo, se reducirían los pagos de intereses y se extenderían los vencimientos.

Como resultado, se logró licitar la totalidad de la deuda que se encontraba en manos de los bancos, los fondos de pensiones locales y los residentes. Lo que llevó para finales del 2001 a un proceso de canje por unos 41,7 mil millones de instrumentos de deuda, implicando una reducción de unos 2,35 mil millones en intereses y 2,5 mil millones en amortizaciones de capital<sup>72</sup>.

Al finalizar la primera etapa, el proceso de negociación con los acreedores aún no había concluido. De hecho, aún quedaba una gran cantidad de deuda internacional que no había sido reestructurada en manos de no residentes y algunos residentes, los cuales no pudieron participar en la primera etapa. Debido a esta situación, la segunda etapa no se pudo llevar a cabo según la planificación.

Luego de diversos acontecimientos políticos y económicos ocurridos en Argentina durante septiembre de 2003, con la llegada del

**70.** Javier Díaz-Cassou, Aitor Erce-Domínguez y Juan Vázquez-Zamora, «Recent Episodes of Sovereign Debt Restructurings. a Case-Study Approach», pág. 14.

**71.** Julián Benassi, «Reestructuración de deuda soberana: un estudio de casos comparados para Argentina, Uruguay, Belice y Grecia en el período 2003-2020», pág. 60, citando a Sturzenegger y Zettelmeyer (2005).

**72.** *Ibidem*, pág. 61.

nuevo gobierno, se presentó una nueva estrategia de reestructuración de la deuda soberana, conocido con el nombre de «Directrices de Dubái», con el objetivo de lograr un 75 % de quita en términos nominales sin reconocimiento de los intereses vencidos<sup>73</sup>. Posteriormente, debido a la resistencia que presentaron los acreedores, se presentó una nueva propuesta en el año 2004, con el nombre de «Propuesta de Buenos Aires».

Las opciones presentadas en la Propuesta de Buenos Aires eran: **i.** a los tenedores de bonos se les permitirían canjearlos a la par por un bono nuevo, con vencimiento a 35 años; **ii.** un canje de bonos antiguos a un descuento nominal del 66 %, con un cupón de 8,28 % y vencimiento a 30 años; y un canje de bonos antiguos que se encontraban denominados en moneda local, con la posibilidad de indexarlos a la inflación, suponiendo un recorte nominal del 31 %, con cupón de 3,31 % y vencimiento en 42 años<sup>74</sup>.

Así pues, el intercambio inició oficialmente en febrero de 2005 y presentó un volumen de deuda elegible para la realización del canje a 82 mil millones de dólares, con una participación de 76,15 % de todos los tenedores, dando lugar a 35,3 millones de deuda reestructurada, discriminado de la siguiente forma: 15 mil millones de dólares de bonos a la par; 11,9 mil millones de dólares bonos con descuento; y 24,3 mil millones de dólares en bonos cuasi par.<sup>75</sup> Con estas cifras, se logró superar las expectativas de participación, simplificando la estructura de la deuda argentina, además, la relación entre la deuda y el PBI cayó de 148 % en diciembre de 2002 a 72 % en abril de 2005.

73. *Ibidem*, pág. 14.

74. *Ibidem*, págs. 14 y 15.

75. *Ibidem*, pág. 15.

## **2. Reestructuración del 2022**

El año 2020 la pandemia de la covid-19 representó un panorama complejo para las negociaciones entre el gobierno de la Argentina y los acreedores de la deuda soberana. Debido a esa complejidad, las negociaciones se llevaron a cabo en un ambiente conflictivo. Por su parte, la intención del Estado iba dirigida fundamentalmente al crecimiento de la actividad productiva, mejorar las indicaciones sociales y a restablecer la sostenibilidad de la deuda.

A pesar de los factores que iban en contra del modelo estratégico que plantea el gobierno, al momento del lanzamiento del proceso de reestructuración, en septiembre del mismo año, contó con una adhesión del 99 %, generando un alivio dentro del cronograma de pagos<sup>76</sup>. Con esta reestructuración con los acreedores privados, el país pretendía ahorrar unos 42 mil millones de dólares entre 2020 y 2024, con una reducción de la tasa de interés promedio, que pasó del 7 % al 3 % en el caso de la deuda emitida en el marco de la legislación extranjera, y del 7,6 % al 2,8 % en el caso de la emitida en el marco de la legislación nacional; posteriormente, en 2022, la Argentina celebró otro acuerdo con el Club de París por un valor de 1.970 millones de dólares<sup>77</sup>.

### ***iii. Intervención de actores multilaterales***

#### **1. Fondo Monetario Internacional**

En ambos períodos, el Fondo Monetario Internacional formó parte como actor de la reestructuración. Si bien durante el año 2005 fue más complejo, lo cierto es que en ningún momento dejó de estar presente en las negociaciones. En efecto, durante la reestructuración

<sup>76</sup>. María Emilia Val, «Dos décadas de deuda soberana argentina: Del default de 2001 a la (nueva) búsqueda de sostenibilidad», pág. 24.

<sup>77</sup>. Organización de las Naciones Unidas, Cepal, «Deuda pública y restricciones para el desarrollo en América Latina y el Caribe», 2023, pág. 31. Acceso en: [https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/48909/1/S2300144\\_es.pdf](https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/48909/1/S2300144_es.pdf).

del año 2005, su participación estuvo limitada, debido a la compleja situación que se presentó en Argentina, principalmente por el grado de insostenibilidad que tenía la deuda soberana. Su involucramiento data desde inicios de los años 90, pero fue hasta el año 2000 cuando aprobó el primer acuerdo de financiación con el gobierno de Argentina.

A partir de allí, el FMI no se detuvo en el financiamiento y el apoyo a las medidas económicas que estaba tomando el Estado, llevando ampliaciones y aumentos en los montos dados durante años. Finalmente, en el año 2004, el FMI decidió suspender los programas de financiación y reanudar el diálogo de reestructuración de la deuda soberana. Argentina representaba uno de los grandes deudores de la institución.

Del mismo modo, el FMI estuvo presente en los sucesos a partir del año 2015 en Argentina con la llegada del nuevo gobierno, representando una pieza clave para el proceso de reestructuración que se llevó a cabo en el año 2022.

#### ***iv. Estatus actual***

El 8 de junio de 2022, el FMI y las autoridades argentinas llegaron a un acuerdo sobre la primera revisión bajo el acuerdo de SAF de 30 meses de Argentina, con acceso a unos 4.030 millones de dólares. Argentina cumplió con las metas cuantitativas del programa para el primer trimestre del año 2022, con avances en las reformas que fomentan el crecimiento en consonancia con los compromisos del programa con el FMI.

Por su parte, el 12 de octubre de 2022, se concluyó el segundo examen, permitiendo un desembolso de aproximadamente 3,8 mil millones de dólares. Cabe resaltar las decisivas acciones del nuevo equipo económico de Argentina, las cuales han servido para estabi-

lizar los mercados y generar confianza entre los inversores, incluidas las reservas internacionales netas y el financiamiento monetario del déficit fiscal.

Con la tercera revisión del acuerdo, realizado el 22 de diciembre de 2022, el FMI permitió el desembolso de unos 6 mil millones de dólares, expresando que las medidas económicas impulsadas por el Gobierno Argentino están moderando la inflación, mejorando la balanza comercial y afianzándose gradualmente la cobertura de las reservas. Más adelante, en abril de 2023, la cuarta revisión constituyó en un desembolso de 5,4 mil millones de dólares.

Finalmente, en fecha 28 de julio de 2023, las autoridades argentinas y el personal técnico del FMI llegaron a un acuerdo sobre la quinta y sexta revisión, sujetas al cumplimiento de las medidas acordadas y la aprobación del FMI. Al completarse, constituirá un desembolso de 7,5 mil millones de dólares. Sin embargo, ante el desenvolvimiento del año 2023, ha hecho de la economía argentina más desafiante. El gobierno argentino ha incumplido sus acuerdos con el FMI.

## **VI. PRINCIPALES SEMEJANZAS Y DIFERENCIAS ENTRE LOS CASOS ANALIZADOS Y EL CASO VENEZOLANO**

---

En este punto del análisis, resulta fundamental comprender que los procesos de reestructuración de la deuda soberana, presentan semejanzas y diferencias, las cuales pueden identificarse a los fines de prevenir la repetición de ciertas situaciones. Por ende, al compararlos con el caso de Venezuela, podremos vislumbrar mejor las causas que suelen repetirse en cada circunstancia.

Partiendo por señalar las causas, los cuatro países presentaron números macroeconómicos propios de un país con recesión, debido

principalmente al mal manejo de las políticas económicas por parte de las autoridades. Se observa un descuido magnificado de la política fiscal, con un gasto público enorme que condujo a un déficit fiscal.

Como es bien sabido, en Venezuela las políticas económicas del Gobierno llevaron a aumentar el riesgo del país y a aislarlo del mercado financiero internacional. Se asemeja a los casos de Argentina, Grecia y Puerto Rico, en donde hubo un mal manejo de la economía, hasta el punto de llevar al Tesoro a una situación de insostenibilidad financiera. En otro aspecto a destacar, tres de los países estudiados acudieron al FMI para la reestructuración de la deuda soberana. Por su parte, Puerto Rico estuvo amparado por la Ley Promesa y las directrices de la junta de supervisión, controlada por el Gobierno Federal de los Estados Unidos, en consecuencia de su condición de Estado Libre Asociado.

Actualmente, Venezuela presenta dificultades políticas para acudir a los organismos multilaterales. También es importante señalar que, por la ideología que representa la Administración Pública de Venezuela, ha decidido acudir a acreedores bilaterales (Rusia y China)

Un caso que es importante resaltar dentro de los cuatro, es el de Uruguay, en el que se permitió la participación masiva del sector privado junto con el FMI, lo cual generó condiciones favorables para la reestructuración de la deuda. Este aspecto le permitió tener una recuperación económica a corto plazo.



## **VII. LECCIONES APRENDIDAS PARA CONSIDERAR EN EL CASO VENEZUELA**

---

- 1. La inclusión en el proceso de reestructuración de la deuda soberana de los organismos multilaterales es vital.** Con la participación del Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial o el Banco Interamericano de Desarrollo en el caso venezolano, sirven para contar con el apoyo técnico que se requiera en las negociaciones con los acreedores. Además, la presencia de estos organismos aumenta la credibilidad del proceso, aumentando la participación de la mayor cantidad de acreedores.
- 2. El sector privado debe participar en las negociaciones.** Ante los resultados que se vivieron en Uruguay, se acrecienta la importancia del sector privado en las negociaciones, con el fin de incluir a la mayor cantidad de acreedores y tenedores de bonos en el proceso.
- 3. Los procesos abiertos y transparentes obtienen mejores resultados.** Los deudores soberanos, se encuentran en la difícil tarea de ofrecer un proceso de reestructuración de su deuda, de forma abierta y transparente, para que se generen resultados favorables para los indicadores económicos del país.
- 4. Es esencial contar con un buen equipo económico.** Se ha demostrado que los gobiernos deben contar con equipos económicos capaces y competentes, de manera de evitar llegar a una situación de insostenibilidad de la deuda, y, de ser el caso, poder afrontar las consecuencias que generen un posible *default*.

## **VIII. CONCLUSIONES**

- 1. El fenómeno de la deuda soberana no debe ser tratado como un tema aislado en los asuntos del gobierno.** Se ha demostrado a lo largo de la historia, que el manejo de las cuentas del Estado representa un nivel altísimo de importancia, ya que un desorden en las políticas económicas puede llevar al país a transcurrir por procesos complejos, afectando no solo la economía, sino también al nivel de vida de la población.
- 2. La transparencia y la sustentabilidad, son criterios claves para todo gobierno en el manejo de la deuda soberana.** Una de las principales medidas que deben tomar los gobiernos sobre los asuntos que involucren a la deuda soberana, deben transcurrir por la aplicación de criterios de transparencia y gestión sustentable en un contexto político de crecimiento creíble. Al igual que las relaciones privadas, los acreedores no darán préstamos cuando no exista confianza en que la obligación se vaya a cumplir.
- 3. La deuda soberana es un arma de doble filo.** Si bien el endeudamiento funciona como un mecanismo para obtener fondos y aumentar la capacidad financiera de un país en el corto plazo, los Estados deben crear estrategias para no generar una situación de insostenibilidad financiera, para luego convertirse en una especie de «deudores especiales», con el propósito de no cumplir con sus obligaciones. En un mundo globalizado, las consecuencias pueden ser más costosas, en términos monetarios, que el propio pago del monto total de la deuda.

**4. Uruguay, Grecia, Puerto Rico y Argentina lograron reestructurar sus respectivas deudas soberanas, Venezuela también puede.** El estudio comparado confirmó que existen mecanismos efectivos para salir de una situación de insostenibilidad de la deuda soberana, como lo es el de la reestructuración. Por ende, ante un cambio de administración, en conjunto con las políticas económicas adecuadas, se puede lograr un proceso de reestructuración.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Arnal, Judith y Álvaro García-Rosales Sanz, «La metamorfosis de la economía griega: una reflexión con ocasión de las elecciones de 2023», Real Instituto Elcano ARI 55/2023 (2023).

Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional, «Directrices para la gestión de la deuda pública», 21 de marzo de 2001.

Benassi, Julián, «Reestructuración de deuda soberana: un estudio de casos comparados para Argentina, Uruguay, Belice y Grecia en el período 2003-2020» (tesis de grado en licenciatura en Economía, Universidad Nacional del Mar de Plata, 2021).

Bleger, Leonardo, «Deuda externa y soberanía: análisis y lecciones de la reciente reestructuración argentina», en *Del Sur hacia el Norte: Economía política del orden económico internacional emergente* (Buenos Aires: Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales, 2007).

Brun, Julio de y Gerardo Licandro, «Regreso del infierno. Manejo de la crisis en una economía dolarizada: El caso del Uruguay», en *Dolarización financiera: la agenda de política*, por Adrián Armas (Lima: Banco Central de la Reserva del Perú, 2006).

Brun, Julio de y Umberto Della Mea, «Una aproximación de mercado a la

reestructuración de la deuda soberana: lecciones de la experiencia uruguaya», *Revista de Economía Banco Central del Uruguay-Segunda Época*, vol. X, n.º 2 (2003).

Buchheit, Lee, Guillaume Chabert, Chanda DeLong y Jeromin Zettelmeyer, «How to Restructure Sovereign Debt: Lessons from Four Decades», Peterson Institute for International Economics Working, Paper n.º 19-8 (2019).

Carrasquero, Andrés, Ramón Escobar y Mariana Campos, «La reestructuración de la deuda externa venezolana: experiencias, límites y propuestas efectivas» (Caracas: CEDICE Libertad, 2022).

Damill, Mario, Roberto Frenkel y Martín Rapetti, *La deuda argentina: Historia, default y reestructuración* (Buenos Aires: Cedes, 2005).

Díaz-Cassou, Javier, Aitor Erce-Domínguez y Juan J. Vázquez-Zamora, «Recent Episodes of Sovereign Debt Restructurings. a Case-Study Approach», Documentos Ocasionales Banco de España, n.º 0804 (2008).

Fernández Torres, Isabel, «A vueltas con la insolvencia de los entes públicos y la vía concursal (el caso de Puerto Rico)», *Revista de Administración Pública*, ISSN 0034-7639, n.º 204 (2017).

Fernández Torres, Isabel, «El Estado Libre Asociado de Puerto Rico necesita declararse en bancarota», *Revista de Administración Pública* n.º 198 (2015).

- Fernández, Adrián, Paula Garda y Nicole Perelmuter, «Calificaciones, crisis de deuda y crisis bancaria: la experiencia uruguaya en el 2002», Cinve (2003).
- Katsikas, Dimitris, «La crisis económica griega del 2012», Anuario internacional CIDOB, ISSN 1133-2743, n.º 1, (2013).
- Lampa, Roberto y Nicolás Hernán Zeolla, 10 de enero de 2019, «Argentina 2015-18: un ciclo corto de crecimiento impulsado por las finanzas», Voces en el Fénix.
- Méndez, María, «Puerto Rico, la invasión que perdura», *Nueva Sociedad*, n.º 33 (1977).
- Míguez, María Cecilia, «La política exterior del primer año de gobierno de Mauricio Macri. ¿Situación instrumental del Estado?», *Revista Estado y Políticas Públicas*, n.º 8. ISSN 2310-5 (2017).
- Moschella, Manuela, «Negotiating Greece. Layering, insulation, and the design of adjustment programs in the Eurozone», *Review of International Political Economy*, vol. 23, n.º 5 (2016).
- Navarrete, Leonela, Eleonora Mamani, M. Poblete, Ana Paula Del Pozo y E. Gastón, «Acuerdo *stand-by* de Argentina con el FMI (2018): análisis de política económica» (conferencia: Universidad Nacional de Cuyo, Argentina, 2018).
- Nemiña Pablo y María Emilia Val, «La reestructuración de la deuda argentina ante la pandemia global», Fundación Carolina Análisis Carolina 19/2020 (2020).
- Nemiña Pablo y María Emilia Val, «La renegociación de la deuda argentina durante la pandemia covid-19 Implicancias y perspectivas para los países en desarrollo», Fundación Carolina Documentos de Trabajo 28/2020 2.ª Época (2020).
- Novoa Monreal, Eduardo, «Deuda externa y soberanía nacional». Mensaje n.º 347 (1986).
- Organización de las Naciones Unidas, «A world of debt: A growing burden to global prosperity», Un Global Crisis Response Group (2023).
- Organización de las Naciones Unidas, Cepal, «Deuda pública y restricciones para el desarrollo en América Latina y el Caribe», 2023.
- Oscategui, José, «La crisis económico-financiera griega», *Economía*, vol. XXXVIII, n.º 76, semestre julio-diciembre 2015, ISSN 0254-4415 (2015).
- Porzecansk, Arturo, «Behind the Greek default and restructuring of 2012», Munich Personal RePEc Archive, n.º 44178 (2012).
- Ranieri, Agustina María, «Deuda soberana: problemas y soluciones en la encrucijada». *Revista Pensar en Derecho* a. 4, n.º 06 (2015).
- Rodríguez Montoya, José Francisco, «La crisis griega del 2010», *Análisis Económico*, vol. XXV, n.º 60 (2010).

Udaibir, S. Das, Michael G. Papaioannou y Christoph Trebesch, *Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts* (Fondo Monetario Internacional: IMF Working Paper, 2012).

Val, María Emilia, «Dos décadas de deuda soberana argentina: Del *default* de 2001 a la (nueva) búsqueda de sostenibilidad», *TRAMAS*, Edición Número 16 (2021).

Xafa, Miranda, «Sovereign debt crisis management Lessons From The 2012 Greek Debt Restructuring», *CIGI PAPERS*, n.º 33 (2014).



**PROCESOS DE REESTRUCTURACIÓN  
DE LA DEUDA SOBERANA:  
LECCIONES APRENDIDAS PARA  
VENEZUELA DE URUGUAY,  
GRECIA, PUERTO RICO Y ARGENTINA**

---

**Andrés Carrasquero Stolk**, abogado experto en derecho internacional privado, profesor en la Universidad Católica Andrés Bello y en la Universidad Central de Venezuela, doctorando en derecho en la UCAB.

**Ramón Escovar Alvarado**, abogado experto en arbitrajes, profesor en la Universidad Católica Andrés Bello y en la Universidad Central de Venezuela, doctorando en ciencias políticas en la Universidad Simón Bolívar.

**Mariana Campos Villalba**, abogada experta en derecho constitucional, profesora en la Universidad Católica Andrés Bello, doctorando en derecho en la UCAB.

**Víctor Freitas Caruso**, estudiante de derecho en la Universidad Católica Andrés Bello.

Centro de Divulgación  
del Conocimiento Económico  
«CEDICE»

**Coordinación editorial**

Rocío Guijarro

**Asistente**

Ana María Carrasquero

**Corrección**

Alberto Márquez

**Diseño**

ABV Taller de Diseño

Carolina Arnal

© Centro de Divulgación  
del Conocimiento  
Económico «CEDICE»  
Caracas, Venezuela,  
Agosto, 2023

Hecho el depósito de Ley  
Depósito Legal DC2023001239  
ISBN 978-980-434-054-3



## **CENTRO DE DIVULGACIÓN DEL CONOCIMIENTO ECONÓMICO CEDICE**

---

Av. Andrés Eloy Blanco (Este 2)  
Edificio Cámara de Comercio  
de Caracas. Nivel Auditorio,  
Los Caobos, Caracas, Venezuela.  
Teléfono: +58 212 571.3357  
Correo: [cedice@cedice.org.ve](mailto:cedice@cedice.org.ve)  
[www.cedice.org.ve](http://www.cedice.org.ve)  
X: @cedice  
RIF: J-00203592-7



El Centro de Divulgación el Conocimiento Económico, A.C. Cedice Libertad, tiene como objetivo principal la búsqueda de una sociedad libre, responsable y humana. Las interpretaciones, ideas o conclusiones contenidas en las publicaciones de Cedice Libertad deben atribuirse a sus autores y no al instituto, a sus directivos, al comité académico o a las instituciones que apoyan sus proyectos o programas. Cedice Libertad considera que la discusión de las ideas contenidas en sus publicaciones puede contribuir a la formación de una sociedad basada en la libertad y la responsabilidad. Esta publicación puede ser reproducida parcial o totalmente, siempre que se mencione el origen y el autor, y sea comunicado a Cedice Libertad.

## **PROCESOS DE REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA SOBERANA: LECCIONES APRENDIDAS PARA VENEZUELA DE URUGUAY, GRECIA, PUERTO RICO Y ARGENTINA**

Venezuela, desde 2017, está en cesación de pagos de su deuda externa, la cual sigue creciendo por la acumulación de intereses, así como por litigios que ha perdido en tribunales internacionales y que eventualmente tendrá que honrar.

El tema de la deuda alimenta las preocupaciones de riesgo y colapsos sistémicos y ante escenarios de insostenibilidad, las economías suelen iniciar procesos de reestructuración de deuda, principalmente externa. En muchos casos, los países no atienden las alertas de insostenibilidad y caen en moratoria o impago y en estos casos los procesos de negociación y reestructuración son mucho más complejos.

Con la finalidad de extraer lecciones de otros procesos de reestructuración de deuda soberana, el Observatorio de Gasto de Público de Cedice-Libertad impulsa la investigación recogida en el presente trabajo el cual revisa las experiencias de Uruguay (2003), Grecia (2012), Puerto Rico (2017) y Argentina (2005 y 2022). Una contribución a la discusión crítica para avanzar en la construcción de una Venezuela de prosperidad, paz y libertad.

**Sary Levy-Carciente**

Coordinadora, Observatorio de Gasto Público  
Cedice-Libertad

