



[Artículos Inéditos]

Análisis crítico de las reglas fiscales tendientes a asegurar la sustentabilidad de la deuda subsoberana en Argentina: el caso Córdoba 2016-2020

Critical analysis of the fiscal rules for ensuring the sustainability of sub-sovereign debt in Argentina: the Córdoba case 2016-2020

Alejandro Gabriel Manzo¹

¹ Instituto de Estudios sobre Derecho, Justicia y Sociedad (IDEJUS) CONICET-UNC, Córdoba, Argentina. E-mail: alemanzo@unc.edu.ar. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-9512-0798>.

Artículo recibido en 18/02/2025 y aceptado en 02/11/2025.



Este es un artículo de acceso abierto distribuido bajo la Licencia Creative Commons Atribución 4.0 Internacional.



Resumen

En 2016, Córdoba se convirtió en la segunda ciudad de Sudamérica en emitir un bono en el mercado internacional de capitales. Pese a haber cumplido con los requisitos previstos en el ordenamiento jurídico argentino para tal emisión, su deuda se tornó insustentable y debió ser reestructurada en 2020. No se trató de un caso aislado, sino semejante al de otras 12 provincias argentinas. El artículo efectúa un análisis crítico de las salvaguardas previstas en dicho ordenamiento para evitar ciclos de sobreendeudamiento a la luz de la dinámica de la deuda externa de Córdoba 2016-2020. Exhibe que las salvaguardas previstas no activaron ninguna alarma que pudiese alertar de los riesgos de *default* existentes. Se argumenta que este resultado hunde sus raíces en la propia concepción *fiscalista* del endeudamiento sobre la que estas salvaguardas se asientan, que, entre otras cuestiones, invisibiliza la naturaleza, costos y riesgos diferenciales de las deudas internas y externas, impidiendo desde allí diagnosticar y planificar soluciones adecuadas para prevenir o solucionar situaciones de insustentabilidad.

Palabras claves: Deuda subnacional; Reglas fiscales; Sustentabilidad.

Abstract

In 2016, Córdoba became the second city of South America in issuing a bond on the international capital market. Despite Córdoba have complied with the legal requirements for such an issue, its debt became unsustainable and had to be restructured in 2020. This was not an isolated case, but similar to that of other 12 Argentinean provinces. The article critically analyzes the safeguards provided in the Argentinean legal system for avoiding over-indebtedness processes in light of the dynamics of Córdoba's external debt 2016-2020. It shows that the safeguards in force did not activate any alarm that could alert of the existing default risks. The paper argues that this result is rooted in the *fiscalist* conception of the indebtedness upon which these safeguards are based, which, among other things, makes invisible the differential nature, costs and risks of internal and external debts, avoiding, from there, to diagnosis and planner adequate solutions to prevent or solve unsustainable events.

Keywords: Subnational debt; Fiscal rules; Sustainability.



Resumo

Em 2016, Córdoba se converteu na segunda cidade da América do Sul a emitir um título no mercado internacional de capitais. Apesar de haver cumprido com os requisitos previstos no ordenamento jurídico argentino para tal emissão, sua dívida tornou-se insustentável e teve que ser reestruturada em 2020. Este não foi um caso isolado, mas semelhante ao de outras 12 províncias argentinas. O artigo analisa criticamente as salvaguardas previstas no referido ordenamento para evitar ciclos de sobreendividamento à luz da dinâmica da dívida externa de Córdoba 2016-2020. El trabalho exhibe que as salvaguardas em vigor não ativaram nenhum alarme que pudesse alertar sobre os riscos de insustentabilidade existentes. Argumenta-se que esse resultado está enraizado na concepção *fiscalista* do endividamento em que essas salvaguardas se baseiam, que, entre outras coisas, invisibiliza a natureza, custos e riscos diferenciais das dívidas internas e externas, impedindo, a partir daí, diagnosticar e planejar soluções adequadas para prevenir ou resolver situações de insustentabilidade.

Palavras-chave: dívida subnacional; regras fiscais; sustentabilidade.



I- Introducción

A fines de 2011, el gobierno de Córdoba activó un plan de reordenamiento económico que buscaba establecer las condiciones adecuadas para que la Municipalidad pudiese acceder al mercado financiero internacional (Municipalidad, 2016:9). A estos fines, puso en práctica una política de austeridad fiscal, de privatización, de regularización de su deuda y de titulización de su financiamiento¹, al mismo tiempo que, contrató a la empresa *Moody's* para que calificase su desempeño económico-financiero (Ordenanza N° 12.009; Municipalidad, 2016; 2019; OTES, 2021).

Cinco años después, la Municipalidad logró cumplir con su cometido. En efecto, en setiembre de 2016, Córdoba emitió un bono internacional en *Wall Street* (desde ahora, bono-2016), convirtiéndose en la primera ciudad de Argentina y la segunda de Sudamérica en acceder a este mercado (Municipalidad, 2019:13). El oficialismo presentó este evento como un acontecimiento positivo en sí mismo, que exhibía una gestión moderna y eficiente (La Voz, 2016).

Pese a ello, dos años después, tras el estallido de la crisis-2018, el Municipio encontró crecientes dificultades para afrontar el pago de este bono (La Voz, 2018). A fines de 2019 se declaró en emergencia e inició tratativas con sus acreedores para reestructurarlo (Ordenanza N° 12.291). Fruto de ellas, en noviembre de 2020, alcanzó un acuerdo que le permitió modificar sus condiciones de pago, aplanando vencimientos y rebajando ligeramente su tasa de interés (Municipalidad, 2020).

Se trató de un alivio de corto plazo, que planteó desde el inicio dudas sobre la sustentabilidad de esta deuda externa en el tiempo (Moody's, 2022a). Estas dudas se materializaron cuatro años después, cuando a principios de 2024, Córdoba ingresó en nuevas conversaciones con sus acreedores internacionales tendientes a reestructurar las condiciones de pago fijadas en 2020 (Guevara, 2024).

En función de todo ello y considerando especialmente que la emisión del bono-2016 se efectuó respetando en términos generales las prescripciones que el ordenamiento jurídico argentino establece para que un gobierno subnacional acceda al

¹ El plan priorizó el financiamiento a través de títulos —en una primera etapa, emisión de bonos y letras *locales*— por sobre otros mecanismos directos de financiamiento (Municipalidad, 2016:9).



crédito externo (Tamagno, 2024),² cabe aquí preguntarse: ¿Cuáles son las salvaguardas que este ordenamiento prescribe para evitar un evento de insustentabilidad como el acontecido?

En nuestra región, la incorporación de esta clase de salvaguardas fue impulsada desde fines de 1990 por las Instituciones Financieras Internacionales (IFIs) como un mecanismo para propender a la disciplina fiscal subnacional (Braun y Gadano, 2007). En Argentina, en particular, se sistematizaron luego de la crisis de 2001 a través del denominado «Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal» –ley N° 25.917–, precisamente, en cumplimiento de las condicionalidades del acuerdo alcanzado con el FMI en setiembre de 2003 (Melamud, 2009; Braun y Gadano, 2007).

La institucionalización de este tipo de «reglas fiscales» por vía legal ha suscitado un amplio debate académico sobre sus bondades y limitaciones. Sus promotores hacen hincapié en su capacidad para coadyuvar a la despolitización de un conjunto de decisiones macroeconómicas –entendidas– como claves para la correcta reproducción de la economía (Melamud, 2009). Algunos de sus críticos cuestionan la idea misma de hacerlo, ya sea porque interfieren en la lógica auto-regulativa del Mercado o, en el otro extremo ideológico, porque restan libertad a las intervenciones del Estado (Melamud, 2009); otros adhieren a esta postura, pero arguyendo que estas regulaciones carecen de sentido en entornos de baja calidad institucional como los de nuestra región (Braun y Gadano, 2007).

En un menor nivel de abstracción y específicamente en relación a aquellas reglas orientadas a la sustentabilidad del endeudamiento, sus críticos advierten que –entre otras cuestiones– estas reglas suelen ser: pro-cíclicas (Cosentino, et. al, 2017; Guzmán, 2016; Melamud, 2009; Bazza y Mahieu, 2024); inflexibles y estáticas (Cosentino, et. al, 2017, Melamud, 2009); promotoras de prácticas evasivas (Braun y Gadano, 2007; Cosentino, et. al, 2017); carentes de mecanismos para regular las reestructuraciones de deuda, a las que dilatan y limitan en su capacidad para generar un alivio suficiente (Liendo, 2010; Guzmán, 2019); ajenas a las particularidades propias de los Estados subnacionales (Cosentino, et. al, 2017); inefectivas e ineficientes en tanto homogenizan los diferentes tipos de deuda (Bazza y Mahieu, 2024; Cantamutto et. al, 2024; Manzo, 2023; Cosentino, et. al, 2017; Melamud, 2009).

² Existieron incumplimientos menores, como, por ejemplo, la no conformación oportuna de la Comisión de Seguimiento del bono prevista en la Ordenanza N° 12.517 que autorizó su emisión (La Voz, 2016).



Este trabajo organiza su análisis alrededor de esta última crítica; crítica que, en particular, cuestiona el hecho de que las reglas fiscales «cuantitativas» —que aquí preferimos denominar «sustanciales»³ y sobre las que nos focalizamos⁴— indiferencian la naturaleza, dinámica, riesgos y costos diferenciales de las deudas internas y externas, y dentro de estas últimas, de aquellas directas o provenientes de la emisión de títulos internacionales.

Se parte en este punto de presuponer —en coincidencia con Bazza y Mahieu (2024), Félix (2021), Guzmán (2016) y Cosentino, et. al (2017)—, que esta indiferenciación no es azarosa o superficial sino el resultado de la cosmovisión económica que la sustenta. En efecto, el encuadramiento de la cuestión de la sustentabilidad dentro del ámbito exclusivo de lo «fiscal» hunde sus raíces en una comprensión del fenómeno del endeudamiento que se asienta sobre los presupuestos propios de la economía neoclásica u ortodoxa.

Partiendo desde allí, el presente artículo procura efectuar un análisis crítico de las salvaguardas sustanciales previstas en el ordenamiento jurídico argentino, tendientes a evitar ciclos de sobreendeudamiento a la luz de las condiciones de emisión y trayectoria de la deuda externa de Córdoba, activada por el bono-2016.

A estos efectos, el trabajo se divide en las siguientes partes. En primer lugar, da cuenta del contenido de dichas salvaguardas, tomando como fuente de datos empírico a las normativas que las contienen. En segundo lugar, explica por qué tal contenido se encuadra dentro del denominado enfoque «fiscalista» de la deuda. Recién allí, el trabajo baja al análisis del caso empírico concreto, mostrando, en tercer lugar, el desanclaje del endeudamiento externo de Córdoba de su dinámica fiscal y, en cuarto lugar, los riesgos y costos particulares que implicó para esta Municipalidad endeudarse en títulos emitidos bajo ley y moneda extranjera.

El artículo exhibe que las salvaguardas existentes no activaron ninguna alarma que pudiese alertar que la deuda externa de Córdoba fuese a caer en estado de

³ Existen tres tipos de reglas fiscales: las «cualitativas», las «procedimentales» y las «cuantitativas». Estas últimas establecen límites numéricos sobre el endeudamiento; preferimos utilizar la denominación «sustanciales» para incluir otros límites previstos en la normativa con respecto a su destino y, por lo tanto, no estrictamente cuantitativos.

⁴ La focalización del trabajo puntualmente en las reglas sustanciales obedece a dos razones: la factibilidad del trabajo empírico y la consciencia de que en ellas se encuentra el elemento distintivo de las reglas de responsabilidad fiscal (ver Braun y Gadano, 2007).



insustentabilidad poco tiempo después de que fuese emitida, ya que, en realidad, tanto su emisión como su posterior insustentabilidad obedecieron a causas relativamente ajenas a la dinámica de las cuentas fiscales de la Municipalidad. Se argumenta que la homogenización de los diferentes tipos de deudas subnacionales, que realiza la normativa argentina, complota contra la verdadera comprensión del fenómeno del endeudamiento externo y, desde allí, impide diagnosticar y planificar soluciones adecuadas para prevenir o solucionar situaciones de insustentabilidad.

II- ¿Cómo evitar ciclos de sobreendeudamiento subnacional?: las salvaguardas sustanciales del ordenamiento jurídico argentino

Si bien la literatura prevé la existencia de mecanismos de control de las deudas subnacionales que operen al margen del Derecho –por caso, de mercado o cooperativos– lo cierto es que todos los Estados latinoamericanos incluyen reglas jurídicas para operacionalizarlos (Cosentino, et. al, 2017; Jiménez y Ruelas, 2017). En Argentina, estas reglas se diseminan en una multiplicidad de normas de diferente alcance y jerarquía dentro de los distintos niveles de la relación federal.

Aun así, desde el punto de vista metodológico, es posible reducir esta complejidad tomando a la ya mencionada ley N° 25.917 de responsabilidad fiscal como centro de análisis. Esto es así, porque esta ley –la más abarcativa y específica del ordenamiento en esta temática– sistematiza en un único texto normativo un conjunto de reglas que bien pueden tomarse como reglas-tipo para describir las cualidades generales que adquieren los referidos mecanismos de control en Argentina y luego, desde allí, complejizar el análisis, mostrando cómo normativas específicas, por caso de la provincia o municipalidad de Córdoba, replican o se alejan de dichas reglas.

Esta decisión metodológica se toma aun siendo conscientes de que en 2016 –año en el que se emitió el bono objeto de estudio– muchas de las prescripciones de la ley 25.917 no tenían validez jurídica al haber sido dejadas de lado por leyes de emergencia⁵,

⁵ En el marco de la crisis global de 2008, la ley N° 26.530 dejó sin efecto ciertos artículos de la Ley 25.917 para los ejercicios presupuestarios 2009/10. Sin embargo y pese a la superación de la emergencia, sus prescripciones se prorrogaron año a año hasta 2018 (Manzo, 2023; Agosto, 2016).



en tanto, por un lado, lo relevante aquí es mostrar las cualidades que asumen las salvaguardas del sistema más allá de la cuestión estrictamente jurídica⁶ y, por otro lado, el Consejo Federal de Responsabilidad Fiscal (CFRF) –órgano de aplicación de esta ley– continuó ejerciendo su control sobre las deudas subnacionales en los mismos términos de 2005; es decir, continuó ejerciéndolo como si de hecho dichas salvaguardas estuviesen vigentes más allá de las aludidas leyes de emergencia (CFRF, 2015; 2017).

En este sentido, debe advertirse que la ley de responsabilidad fiscal establece tres tipos de reglas para evitar un uso imprudente del crédito subnacional; las reglas «cualitativas», «procedimentales» y «sustanciales» (o «cuantitativas») (CFRF, 2015; 2017). Las reglas cualitativas instituyen un conjunto de prescripciones orientadas a gestionar, coordinar y transparentar adecuadamente la información propia de las cuentas públicas de los tres niveles de gobierno; algo fundamental, al tiempo de evaluar la sustentabilidad de sus deudas.⁷

Las reglas procedimentales, por su parte, establecen procedimientos para operacionalizar los controles cruzados, que, en un sistema de división de poderes como el argentino, ejercen sobre una determinada operación de crédito, por un lado, los órganos legislativos sobre el obrar de los ejecutivos⁸ y, a su vez, dentro de estos, los organismos propios de control administrativos⁹ y, por otro lado, los de niveles superiores de gobierno sobre los actos de un nivel inferior; en nuestro caso, el control que ejercen la Nación y la provincia sobre las operaciones de crédito de una municipalidad como la de Córdoba.¹⁰ Nuevamente, estamos en presencia de un conjunto de reglas fundamentales para prevenir un uso indebido del crédito en tanto en virtud de dichos procedimientos se puede supervisar la legalidad, conveniencia y oportunidad de una operación dada.

Finalmente, las reglas sustanciales –que, insistimos, son las que aquí interesan– operan en la ley 25.917 sobre tres agregados fiscales; buscan, en efecto, limitar el

⁶ De hecho, la Municipalidad de Córdoba adhirió al régimen de la ley 25.917 recién en 2017 por Ordenanza N° 12.752. Pese a ello, en 2016, la Provincia de Córdoba ejercía control sobre sus deudas en los términos de esta ley, en virtud de que ella sí estaba adherida desde 2005 por ley provincial N° 9.237.

⁷ Estas reglas cualitativas están contenidas fundamentalmente en los art. 2 al 9 de la ley 25.917. Para su comprensión, ver CFRF (2015; 2017).

⁸ Los órganos ejecutivos no pueden tomar deuda sin una ley u ordenanza previa que los habilite a estos efectos (art. 75 inc. 4 y 7 y art. 99 inc. 3 de la Constitución Nacional –CN–; art. 64 inc. 20 de la Carta Orgánica Municipal de Córdoba –COMC–).

⁹ En la ciudad de Córdoba, las operaciones de créditos del órgano ejecutivo son controladas por el tribunal de cuentas y la asesoría letrada de la Municipalidad (art. 95 inc. 3 y art. 88 COMC, respectivamente).

¹⁰ El procedimiento a seguir por una municipalidad para solicitar autorización al tiempo de endeudarse externamente está previsto en el art. 25 de la Ley 25.917 y 25 de su Decreto reglamentario N° 1731/2004.



crecimiento del gasto fiscal, condicionar el resultado financiero y, finalmente, el nivel de endeudamiento (CFRF, 2015). Este último objetivo se procura efectuar, a su vez, a través de tres reglas fiscales interrelacionadas:

1) *Límites al endeudamiento*: en el marco de la ley de responsabilidad fiscal, estos límites están pensados como un monto máximo de nueva deuda que los Estados subnacionales pueden adquirir en un ejercicio presupuestario dado.¹¹

Estos montos no son fijos sino que varían año a año y son definidos por la Nación. Dicha definición se efectúa en el contexto del «marco macro-fiscal» que ella debe presentar anualmente a las provincias y municipios del país, por intermedio del ya referido Consejo de Responsabilidad Fiscal (CFRF). Este marco otorga una multiplicidad de datos claves para que estas últimas puedan elaborar sus propios presupuestos anuales (CFRF, 2015). Dentro de estos datos, la Nación debe en particular definir los límites de endeudamiento para el conjunto de las provincias y el propio gobierno nacional (art. 2 inc. b, ley 25.917).

Por fuera de este régimen general, han existido regímenes de emergencia particulares que han establecido límites al endeudamiento subnacional. Estos regímenes se instituyen por medio de acuerdos entre la nación, las provincias y/o municipios, usualmente conocidos como Pactos Fiscales. Así, por ejemplo, durante la primera década del 2000, y en virtud del ciclo de sobreendeudamiento previo a la crisis del 2001, los Estados subnacionales se comprometieron a no tomar nuevos créditos hasta tanto no se alcanzasen los objetivos de sustentabilidad trazados (Manzo, 2023).

La excepción a estos límites lo constituye la toma de nueva deuda para refinanciar deuda previa en mejores condiciones. Se trata de una excepción ampliamente reconocida en el ordenamiento jurídico argentino. La ley 25.917 la prevé en su art. 21, que remite a estos efectos a su antecedente normativo más relevante, la ley de Administración Financiera N° 24.156 de 1992. En concreto, el art. 65 de esta ley –largamente criticado, porque rompe inconstitucionalmente con el principio de división de poderes–¹² dispone que el poder ejecutivo puede realizar operaciones de crédito sin pasar por el Congreso para reestructurar una deuda pública en la medida en que ello implique

¹¹ “Límite de endeudamiento: es el monto máximo de nueva deuda (excluida la asumida a través de avales y garantías) de corto y largo plazo, que se adicionará al stock de deuda pública constituida al cierre del ejercicio anterior al que se presupuesta” (art. 2, Decreto N° 1731/04).

¹² Ver al respecto, Manzo (2023).



un mejoramiento de los montos, plazos y/o intereses de las operaciones originales. Prescripciones semejantes pueden observarse en el art. 46 de la Carta Orgánica de Córdoba, en el art. 189 de la Constitución de esta provincia (CPC) y en el art. 56 de su ley de Administración Financiera N° 9.086.

2) Indicadores de sustentabilidad: estos indicadores buscan enviar señales sobre el riesgo de sostenibilidad de las deudas subnacionales en el tiempo y se construyen a través de la relación entre dos o más variables macroeconómicas consideradas claves para merituar tal sostenibilidad.

En el caso de la ley 25.917, dichas variables son: los servicios de la deuda y los recursos corrientes.¹³ En concreto, su art. 21 prevé que en ~~en~~ cada ejercicio fiscal los servicios de deuda¹⁴ de un Estado subnacional dado no deben superar el 15% de sus recursos corrientes «netos»; es decir, el cálculo del indicador se efectúa sobre el remanente de recursos que le queda a un Estado semejante luego de deducir de su universo total de recursos, las transferencias que éste debe realizar a sus municipios por coparticipación.

En el supuesto en el que un Estado subnacional supere ese porcentaje, esta ley prescribe que deberá presentar planes que aseguren una progresiva reducción de su deuda (art. 20) y de hecho, en dicho contexto, no podrá tomar nueva deuda, salvo que sea para la refinanciación de deuda previa en condiciones más beneficiosas (art. 22).

De manera semejante, la Carta Orgánica de Córdoba prevé que los servicios de la deuda del Municipio no deben comprometer más de la quinta parte —esto es, el 20%— de los recursos del ejercicio, excluido el uso del crédito y la contratación de empréstitos (art. 46); la Constitución provincial refuerza esta prescripción al hacerla extensiva para la totalidad de los municipios de la provincia (art. 189 CPC).

3) Limitaciones al uso del crédito: se trata de prohibiciones o restricciones con respecto al destino de los créditos que un Estado subnacional tome.

En el caso puntual de la ley 25.917, al respecto se prevén dos situaciones. En primer lugar, se establece la prohibición de emitir títulos por parte de los Estados

¹³ El “indicador de endeudamiento” hace a “la relación porcentual entre los servicios de la deuda y los recursos corrientes netos de transferencias por participación de impuestos a Municipios, o el Régimen que la sustituya” (art. 2 Decreto N° 1731/04).

¹⁴ Los “Servicios de la Deuda” hacen a los “gastos destinados a atender el pago por intereses, amortizaciones y comisiones derivadas del endeudamiento” (art. 2 Decreto N° 1731/04).



subnacionales para utilizar dichos títulos como sustitutivos de la moneda nacional de curso legal (art. 21). Se está en presencia de una prescripción que sólo tiene sentido en virtud de las particularidades de la historia reciente Argentina; en efecto, tiene sentido en el marco de una reacción a lo acontecido durante la crisis de 2001 en la que circularon una multiplicidad de «cuasi-monedas» en el territorio nacional.¹⁵

En segundo lugar, se instituye la imposibilidad de usar los fondos obtenidos a partir de créditos subnacionales para financiar gastos corrientes (art. 12).¹⁶ La ley de Administración Financiera de Córdoba aclara, con buen tino, que esta prescripción se refiere a deuda de mediano o largo plazo; es decir, no a la usualmente denominada «deuda flotante» que se toma y cancela dentro del devenir del propio ejercicio fiscal (art. 52; ley N° 9.086).

Se trata de una limitación ampliamente reconocida en el ordenamiento jurídico argentino. En Córdoba, en particular, ésta se establece por el costado de la positiva; es decir, enumerando el destino permitido de los fondos y excluyendo de tal enumeración a los gastos corrientes. En concreto, su Carta Orgánica prescribe que el crédito público puede utilizarse para obras públicas o conversión de la deuda existente (art. 46 COMC), algo que es replicado por la Constitución provincial para el resto de las municipalidades (art. 189, CPC).

Esto es relevante, en la medida en que la literatura especializada justifica la implementación de esta limitación, precisamente, en base a una polarización entre gastos corrientes y de inversión. La toma de crédito público para inversión se justifica toda vez que implica un gasto cuya contraprestación es un activo que se espera contribuya al desarrollo y cuyos beneficios van a ser disfrutados por las generaciones futuras; por lo tanto, no comprometen la igualdad intergeneracional puesto que los pagos de dichos créditos también se harán en el futuro; a *contario sensu*, los gastos corrientes *a priori* no contribuyen al desarrollo y, al financiarse vía deuda, imponen cargas sobre las generaciones futuras en virtud de un consumo presente (Cosentino, et. al, 2017; Jiménez y Ruelas, 2017).

¹⁵ Ver al respecto CFRF (2015).

¹⁶ No existe una definición en la ley ni en su decreto reglamentario de “gastos corrientes”; se refieren, de todas maneras, a gastos que hacen al desenvolvimiento habitual del gobierno. En la ley de administración financiera 24.156 se utiliza el término gastos “operativos” (art. 56), en vez de corrientes, y, en su decreto reglamentario, se aclara que éstos se refieren a gastos de consumo (art. 56; Decreto 1344/2007).



Se observa así que, más allá de sus diferencias, estas tres salvaguardas sustantivas se caracterizan por indiferenciar entre deudas internas y externas, y entre deudas directas y emitidas a partir de títulos.¹⁷ Se trata, como vemos a continuación, de una invisibilización que hunde sus raíces en una cosmovisión «fiscalista» del fenómeno del endeudamiento.

III- El endeudamiento subnacional en clave fiscalista: lógica, implicancias y herramientas conceptuales para de-construirla

Desde principios del siglo XX, existe una prolífera discusión en el ámbito financiero internacional sobre si los desequilibrios en el frente externo de un Estado deben o no ser corregidos a partir de sacrificios fiscales en el frente interno. Durante la vigencia del patrón oro (siglo XIX y principios del XX) la respuesta a este interrogante era afirmativa; no obstante ello, tras la crisis de 1930 esta posición viró (Polanyi, 1989; Ruggie, 1982; 2003).

A partir de entonces –y tal como se postuló en los acuerdos de Bretton Woods de 1944– se consideraba oportuno que el Estado pudiese enfrentar esta clase de desequilibrios a través de políticas fiscales expansivas, así como de otras medidas monetarias y cambiarias que implicasen intervenciones y limitaciones a la libre circulación de capitales; es decir, se consideraba oportuno desanclar, para protegerlo, al mercado interno del internacional y trasladar parte de los costos de la crisis hacia al exterior, procurando que dicho traslado se efectuase de manera cooperativa y sin discriminación hacia algún Estado en particular (Abdelal y Ruggie, 2009; Horsefield, 1969; Garritsen de Vries, 1985; Manzo, 2022).

Tras la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods en 1970 esta nueva hegemonía volvió a caer en favor de la primera. El resurgimiento de los presupuestos de la economía neoclásica implicó una renovada apuesta por conformar un orden económico

¹⁷ Cabe observar que en marzo de 2021 se sancionó la ley N° 27.612, cuyos art. 1 y 3 establecen límites específicamente con respecto a la deuda emitida en títulos en moneda y bajo Ley extranjera; sin embargo, esos límites no se han replicado en el ámbito subnacional.



internacional sustentado en la lógica auto-regulativa del Mercado, en el que el papel del Estado estaría de principio a fin orientado a posibilitarla. En este marco, el frente interno volvió a subordinarse al externo y frente a una crisis con epicentro en este último, el Estado debía construir las condiciones para que el Mercado encontrase un nuevo punto de equilibrio (Boughton, 2001; Sousa Santos 2003).

Las discusiones que se sucedieron en el ámbito financiero internacional tras las crisis de los países emergentes de mediados de 1990 no importaron un cambio con respecto a este último postulado, sino en relación a la manera de abordarlo. En efecto, las denominadas reformas neoliberales de segunda generación entendieron conveniente apostar por la mejora de las «instituciones» –por caso a través de la promoción de reglas fiscales como las analizadas–¹⁸ como un medio para reforzar la disciplina del Mercado.

Visto así, debe advertirse que estas reglas fiscales no hicieron desaparecer el clásico debate *frente interno vs externo* sino que, en realidad, lo invisibilizaron, pero sobre la primacía de los postulados neoclásicos (Bazza y Mahieu, 2024). Esta invisibilización se efectuó partiendo desde el inicio de pensar a fenómenos particulares del frente interno y externo –por caso, a la deuda interna y externa– *como si* ambos fuesen, sin distinción y por igual, fenómenos propios de la fiscalidad.¹⁹ En la práctica, este proceso de sublimación fue posible por la generalidad y maleabilidad de la palabra *fiscal*, que, en último término, puede ser relacionada de un modo u otro con las más diversas áreas de la economía.²⁰

El punto central aquí no es si estas diversas áreas tienen o no efectiva relación con lo fiscal, sino el tipo de relación que tales reglas fiscales presuponen entre ambos fenómenos –el fiscal y el del área económica en cuestión–. En efecto, estas reglas

¹⁸ La producción de una normativa histórica particular nunca se asienta en un único acontecimiento ni en una tradición teórica pura; la realidad social es mucho más compleja. Los análisis de Schweinheim (2017) y Braun-Gadano (2007) sobre el origen de las leyes argentinas de administración financiera y reglas fiscales, respectivamente, impiden trazar cualquier ligazón lineal y unidireccional entre estas normativas, las IFIs y las reformas neoliberales. Aun así, es posible afirmar en el caso de la ley 25.917 el papel preponderante en su instauración del FMI y de los postulados neoclásicos en clave de reformas neoliberales de 2° generación (Braun-Gadano, 2007; Melamud, 2009; Bazza-Mahieu, 2024; CFRF, 2015/2017).

¹⁹ Desde el punto de vista de la teoría monetaria, esta invisibilización fue posible a partir de la nueva hegemonía de las teorías cuantitativas del dinero, que consideran al dinero como un fenómeno neutro dentro del proceso económico y, desde allí, no distinguen entre las especificidades propias de las monedas de diferentes países.

²⁰ Lo mismo acontece con otros grandes conceptos de las ciencias sociales. Así, por ejemplo, la noción de “balanza de pagos” –representativa por antonomasia del frente externo– fue utilizada a partir de 1980 por el FMI como una noción “atrapa-todo” para ampliar su mandato sobre los más diversas áreas del Estado y la economía; en último término, al igual que sucede con lo fiscal, de un modo u otro, puede justificarse que cualquier área económica o estatal tiene algún tipo de relación con esta balanza.



presuponen una relación de causalidad entre lo fiscal y, en nuestro caso particular, la deuda subnacional (Guzmán, 2016). Pensar en términos de causalidad supone de suyo pensar que ambos fenómenos son de la misma naturaleza y que su dinámica se desenvuelve a través de la misma lógica y reglas. Más aún, si partimos de presuponer que la toma de deuda interna y externa obedece por igual a las necesidades del ciclo fiscal y que, llegado el caso de producirse, la insustentabilidad de tales deudas hunde sus causas centralmente en desequilibrios fiscales, las soluciones a dicha insustentabilidad tendrán como epicentro necesariamente un ajuste de lo fiscal (vgr. políticas de austeridad o sacrificio fiscal), (Cosentino, et. al, 2017, Melamud, 2009).

Cualquier otro tipo de relación entre estas dimensiones está vedada aquí desde el inicio, por la propia invisibilización de las naturalezas diferenciadas del frente interno y externo de la que esta clase de reglas parten. En concreto y a modo de espejo con lo señalado en el párrafo precedente, no es posible aquí pensar que la toma de deuda externa obedezca a causas relativamente desancladas de las necesidades del ciclo fiscal –por caso, reforzar las reservas internacionales y/o lidiar con la restricción externa– o que su insustentabilidad lo haga por crisis ajenas a lo fiscal –por ejemplo, por dinámicas asociadas al ciclo de ingreso, circulación y fuga de capitales especulativos (Féiz, 2021)–.²¹ Claro está, al vedar desde el inicio este otro tipo de posibles relaciones, se veda aquí, también y al mismo tiempo, otras posibles soluciones a la insustentabilidad que no tengan como epicentro un ajuste de lo fiscal.

Este especial tipo de relaciones entre ambos fenómenos debe comprenderse en el marco más general de la cosmovisión teórica que inspira las reglas fiscales. En efecto, la escuela neoclásica asocia los desequilibrios macroeconómicos al desequilibrio fiscal o, si se quiere y en sentido inverso, parte de considerar que la estabilidad macroeconómica requiere necesaria y principalmente equilibrio fiscal (Melamud, 2009).²²

²¹ En realidad, la posición fiscalista admite que está dinámica especulativa pueda ser en un momento dado disparada o acentuada por *shocks* externos, pero lo hace siempre considerando que su causa de fondo es fiscal; o más correctamente, entendiendo que la manera en la cuál esos *shocks* repercuten en la economía local obedece a cuestiones fiscales.

²² Se juzga conveniente resaltar que se toma aquí a las reglas fiscales en su versión pura. En la práctica, existen algunas normativas que se alejan de esta versión, admitiendo cierto margen para medidas fiscales anti-cíclicas. Muchas de ellas son promovidas por autores que bien podrían encuadrarse en corrientes keynesianas o estructuralistas, pero que a estos efectos no ponen a jugar más que superficialmente sus diferencias con la ortodoxia neoclásica (Schweinheim, 2017; Cosentino et. al, 2017; Melamud, 2009).



De conformidad a ella, cuando un Estado posee déficit fiscal se encuentra frente a una disyuntiva: financiarlo a través de la emisión monetaria o a través del endeudamiento. La primera opción termina afectando el equilibrio monetario, porque el dinero no tiene para esta escuela efectos multiplicadores sobre los ingresos. La segunda opción, indistintamente si se activa a través de deuda interna o externa, produce un desplazamiento de la inversión y/o del consumo privado, lo que afecta a mediano/largo plazo el crecimiento y, desde allí, el equilibrio de la macroeconomía (Bazza y Mahieu, 2024). Por uno y otro camino, se llega a igual conclusión: la raíz de los desequilibrios macroeconómicos no está en la forma del financiamiento del déficit fiscal sino en el déficit en sí mismo.

Puntualmente en relación al endeudamiento, esta escuela asocia la sustentabilidad de la deuda —se insiste, sea esta interna o externa— a la capacidad de pago del Estado y ésta, a su vez, al equilibrio fiscal. El supuesto de fondo que sustenta las reglas fiscales en este punto es que un resultado fiscal primario consistente permite asegurar la sustentabilidad de la deuda en el tiempo (Guzmán, 2016; Melamud, 2009). A los fines de respaldar esta premisa, sus promotores desarrollan modelos matemáticos abstractos, que, bajo determinados presupuestos y en uso de la cláusula *ceteris paribus*, posibilitan visualizar senderos de sustentabilidad permanente en contextos de equilibrios fiscales primarios sostenidos (Cosentino, et. al, 2017).

Partiendo desde allí, proponen en momentos de zozobra económica o, incluso, de crisis evitar cualquier medida fiscal expansiva (Guzmán, 2016; Bazza y Mahieu, 2024). Esta clase de compromiso del Estado con la disciplina fiscal, que se sabe difícil en este tipo de contextos, se piensa aquí principalmente en términos reputacionales; las reglas fiscales buscan reforzar dicha reputación enviando una señal al Mercado en relación a que este compromiso se mantendrá más allá de los vaivenes del campo político (Braun y Gadano, 2007). Se espera que el Mercado contribuya así a jalar la economía hacia adelante, evitando fugar capitales y, por el contrario, aportando otros nuevos al territorio nacional afectado (Boughton, 2001).

Desde el punto de vista político, corresponde hacer notar que esta clase de razonamiento fiscalista hace recaer la culpa de los desequilibrios macroeconómicos, en general, y de la insustentabilidad de la deuda, en particular, sobre el Estado; Estado que, por otra parte, no se piensa como el posible motor de la economía sino como garante de



las condiciones necesarias para la reproducción de la lógica auto-regulativa del Mercado (Guzmán, 2016).

De igual modo, muestra el desplazamiento de la dicotomía *frente interno vs externo* por la de sector público y privado; desplazamiento en el que desaparecen asimismo las estructuras y las relaciones históricas de poder entre Estados, agentes, grupos y clases sociales.

Las limitaciones de esta clase de razonamiento en cuanto a la indiferenciación deuda interna y externa, se ponen en evidencia sin mayores dificultades al traer al primer plano de análisis los diferentes tipos de moneda que éstas ponen en juego. En el frente interno los gastos o inversiones que un Estado realiza pueden saldarse en su moneda de curso legal; por el contrario, esta moneda –en países periféricos como los de nuestra región– no puede utilizarse para saldar los pagos de su frente externo (Cosentino, et. al, 2017; Bazza y Mahieu, 2024).

En este escenario, los recursos fiscales que el Estado recauda, salvo contadas excepciones, se nominan en moneda local, que, se insiste, sólo sirven para atender el pago de su deuda interna. Un Estado periférico, asimismo, puede emitir esta última clase de moneda, pero no así, claro está, aquella de reserva internacional con la cual debe saldar su deuda externa (Cosentino, et. al, 2017; Bazza y Mahieu, 2024).

Desde allí, debe comprenderse que el exceso o la escasez de uno y otro tipo de moneda y, consecuentemente, la capacidad de pago de uno y otro tipo de deuda, suponen fuentes, lógicas y reglas de comportamiento relativamente diferentes (Féliz, 2021), que, como vemos a continuación, deberían tenerse presentes al tiempo de prevenir o solucionar situaciones de insustentabilidad como las acaecidas en Córdoba.

IV- Análisis crítico de la posición fiscalista a la luz de la toma, el destino y la insustentabilidad de la deuda de Córdoba

Este acápite tiene por objeto realizar un análisis crítico de la posición fiscalista que inspira las reglas fiscales argentinas, mostrando los costos y riesgos diferenciales de los distintos



tipos de deuda. A estos efectos tiene en cuenta las siguientes precauciones metodológicas.

En primer lugar, aborda el bono-2016 de Córdoba no como un fenómeno individual y abstracto, sino como uno histórico relacionado a la dinámica del endeudamiento del resto de los Estados subnacionales.

En segundo lugar, en concordancia con el proceder de los antecedentes empíricos sobre la materia (Bazza y Mahieu, 2024; Cantamutto et. al, 2024; Cosentino, et. al, 2017; IMF, 2015), efectúa un análisis orientado a advertir si existen regularidades entre la dinámica fiscal del Municipio y: 1) su toma de deuda; 2) el precio y plazos obtenidos; 3) el uso del crédito; 4) la insustentabilidad de la deuda.

A los fines de realizar estos desarrollos, se utilizan aquí fuentes primarias y secundarias de datos; en particular, entre estas últimas, análisis pertinentes de bibliografía especializada. Se divide el presente acápite en tres partes; se problematiza la posición fiscalista en relación al momento de: 1) emisión de la deuda, 2) su uso, y 3) posterior insustentabilidad.

IV.1- El peso de la fiscalidad en la emisión del bono-2016 de Córdoba

En setiembre de 2016 la Municipalidad de Córdoba emitió un bono en moneda extranjera –bajo Ley y jurisdicción del Estado de Nueva York– por un monto de 150 millones de dólares, a una tasa de interés del 7,875% anual y con un plazo de repago de 8 años (Municipalidad, 2016).

En términos cuantitativos este crédito supuso el más relevante de la historia de la Municipalidad.²³ Su significación en las cuentas locales queda en evidencia al observar que para fines de 2018 el bono-2016 representaba el 88,8% del stock total de la deuda de Córdoba –excluyendo su deuda flotante– y que, en setiembre de 2020, en el momento previo a su reestructuración, ese valor había ascendido al 93% (Moody's, 2019:5; 2021:5).²⁴

²³ El segundo en orden de importancia, fue un crédito del BID recibido por Córdoba en el año 2000 por 25 millones de dólares (La Voz, 2016).

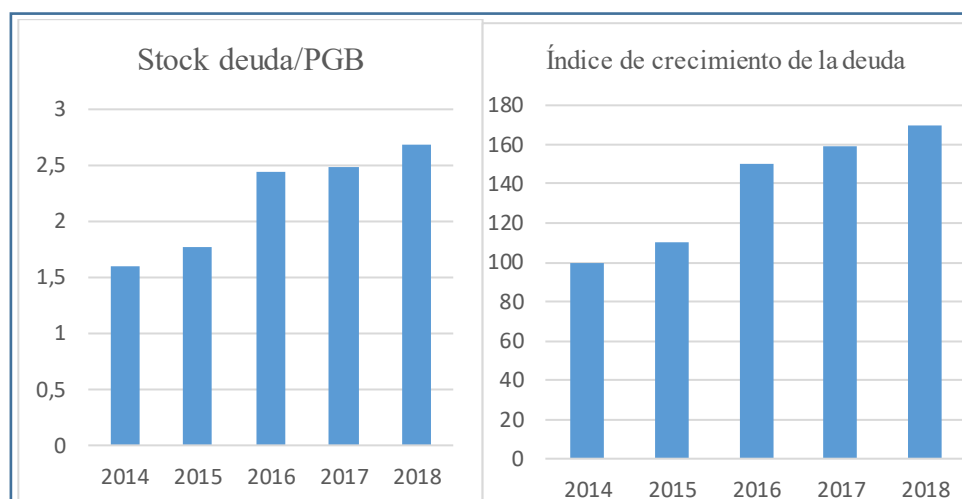
²⁴ De conformidad a CESID (2019:5) para 2017 el bono representaba el 74,21% de la deuda municipal por financiamiento.



Bajo estas consideraciones, resulta lógico suponer que su emisión haya tenido impacto sobre el peso y valor de la deuda municipal en su conjunto, algo que puede visualizarse en los siguientes gráficos.

Gráficos N° 1 y 2:

Stock de deuda de la ciudad de Córdoba en relación a su PGB y crecimiento real del valor de dicho Stock: años 2014-2020



Elaboración propia sobre información de CESID (2019:13-14)

En efecto, entre 2015-2016, año de su emisión, el peso de la deuda total de Córdoba aumentó en más de un tercio en relación a su PGB (pasó de representar del 1,77% a 2,44%) y su valor real se acrecentó en dicho años en un 40%; a 2018 tales valores crecieron al 51,41% y 60%, respectivamente (Gráficos N° 1 y 2).

Éste no fue un fenómeno aislado. De hecho, entre enero de 2016 y abril de 2018, Argentina fue el principal colocador de títulos soberanos internacionales del mundo, superando en este aspecto a países como Brasil, México o Rusia, cuyos PIB eran sustancialmente superiores (BCRA, 2020:12). Asimismo, por entonces, la deuda provincial en su conjunto pasó de representar del 4,5% al 7,5% del PBI —esto es, creció 66,67%—, siendo el motor de dicho aumento, precisamente, la emisión de títulos bajo ley y moneda extranjera (BCRA, 2020:12).

Corresponde aquí, consecuentemente, indagar sobre si este ciclo de endeudamiento obedeció a necesidades fiscales. Lo primero que hace dudar de una

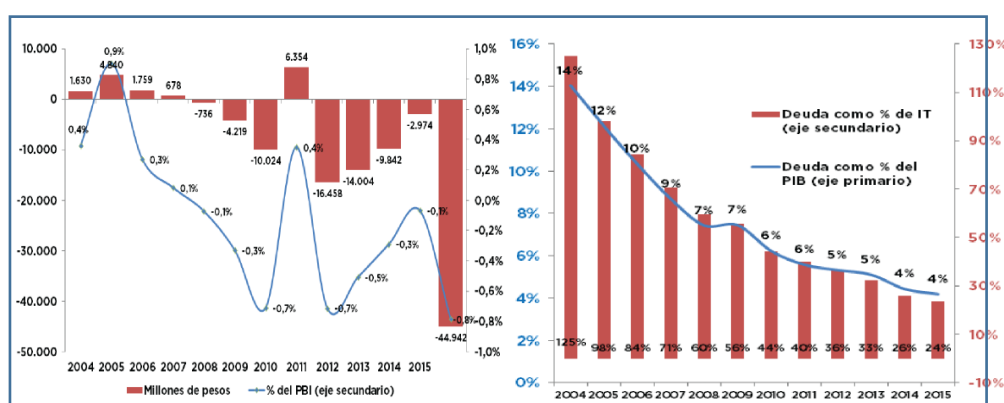


posible respuesta afirmativa a este interrogante es que la trayectoria fiscal de los Estados subnacionales era mucho más equilibrada que la nacional, como para justificar que, ambos tipos de Estados –los subnacionales y el nacional–, hayan debido recurrir a un endeudamiento igual de profundo y acelerado (y, a corto plazo, insustentable) para lidiar con tales necesidades; de hecho, el déficit fiscal conjunto de las provincias era en 2015, al momento del inicio de este ciclo, del 0,8% del PBI mientras que el nacional lo era del 7% (Agosto, 2016:2); una brecha de tal magnitud que, se insiste, hace dudar desde el comienzo sobre una posible relación de causalidad entre fiscalidad y endeudamiento.

En el periodo previo a este ciclo dicha relación de hecho no existió, tal como se observa en los gráficos N° 3 y 4.

Gráficos N° 3 y 4:

Déficit fiscal y stock de deuda provincial 2004/2015



Elaboración y fuente Agosto (2016:2)

En el periodo 2004-2015 se advierte que tanto en los años de superávit fiscal (2004-2007, 2011) como en los de déficit (los restantes), el stock de deuda provincial sistemáticamente descendió (gráficos N° 3 y 4), lo que impide trazar un nexo de causalidad entre ambos fenómenos.

En el periodo subsiguiente ese nexo tampoco puede establecerse con claridad. Cantamutto et. al (2024:15), al analizarlo para las provincias del norte argentino, observa que el resultado fiscal primario se deterioró en 2016-2017, años en los que efectivamente aumentó el endeudamiento provincial. Sin embargo, esta correlación aparentemente



positiva entre ambos fenómenos desaparece en los años 2018-2020, en los que pese al superávit existente no se registró un desendeudamiento paralelo, como cabría esperar si estos fenómenos estuviesen efectivamente entrelazados (Cantamutto et. al, 2024:15).

La posible relación de causalidad entre fiscalidad y endeudamiento también puede problematizarse desagregando estas dimensiones por cada Estado subnacional en particular, tal como se efectúa en la tabla y gráfico siguiente.

Tabla N° 1:

Indicadores fiscales y de deuda de la Municipalidad de Córdoba 2014/2020

Indicadores	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Superávit (déficit) primario (%) ^{*1}	(1,2)	(4,11)	(3,6)	(6,5)	3,5	(5,2)	2,85
Ingresos propios / Ingresos operativos ^{*2} (%)	66	64,9	63,7	62,6	64,3	65,3	64,47
Deuda (incl. Letras) / Ingresos operativos (%)	5,3	11,8	27,2	23,2	29,3	31,5	21,38
Deuda (incl. Letras) / Ingresos propios (%) ^{*3}	8,03	18,18	42,7	37,06	45,57	48,23	33,3

Elaboración propia en base a Moody's (2016; 2019; 2021)

*1 En 2016 Moody's no presentaba los déficits. Los datos 2014 y 2015 provienen de Municipalidad (2016:129 y 169). Los % se calculan sobre ingresos totales.

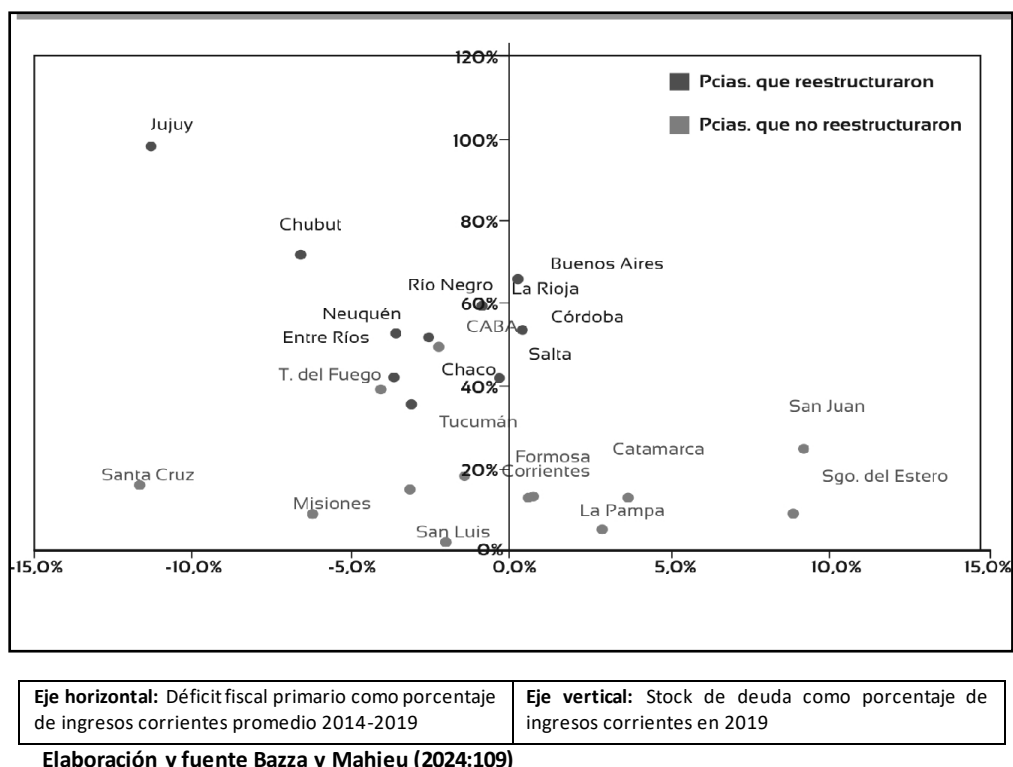
*2 Moody's utiliza la categoría ingresos operativos; estos son los ingresos totales menos los ingresos de capital (Moody's, 2021:3).

*3 Moody's no presenta deuda/ingresos propios como una categoría propia, pero aporta los elementos para hacerlo al descomponer los distintos tipos de ingresos (ver Moody's, 2021:3).



Gráficos N° 5:

Déficit fiscal primario promedio 2014/2019 y stock de deuda provincial 2019



En los años previos a la emisión del bono-2016, las cuentas públicas de Córdoba mostraron un comportamiento deficitario, en aumento hacia 2015 en consonancia con lo acontecido en el resto del país. En igual consonancia, exhibieron un nivel de endeudamiento especialmente bajo en relación a los ingresos, algo buscado por los gobiernos nacionales luego de la crisis de 2001 (Tabla N° 1; Gráfico N° 3; Manzo, 2023).

En 2016 el déficit bajó ligeramente y aumentó considerablemente el nivel de endeudamiento, fruto de la emisión mencionada. Al año siguiente el déficit alcanzó su máxima extensión pese al enorme ingreso de recursos vía financiamiento. En 2018 se consiguió un superávit fiscal de 3.5%, en un contexto en el que el peso de su deuda en relación a sus ingresos experimentó un nuevo salto. Para 2019 –en una suerte de montaña rusa fiscal– reapareció un déficit pronunciado y el peso de su deuda continuó en aumento (Tabla N° 1).



En síntesis, no puede *a priori* inferirse de los datos presentados que el endeudamiento producido en dichos años obedeciese a la dinámica fiscal de la Municipalidad. Esta afirmación se refuerza cuando se analizan los datos de otros Estados subnacionales.

El gráfico N° 5 muestra que provincias con niveles de déficit/superávit especialmente encontrados (por caso Santa Cruz y Santiago del Estero/San Juan) tenían un nivel de endeudamiento semejante y también, que otras con un nivel de déficit semejante poseían un nivel de endeudamiento particularmente diferente (Santa Cruz y Jujuy). Esta evidencia, así como la gran dispersión que exhibe en general la muestra exhibida, impiden trazar una relación que permita concluir que las provincias en este periodo se endeudaron en mayor o menor cuantía para atender sus mayores o menores necesidades fiscales.²⁵

Algo semejante ocurre cuando uno procura establecer una relación de causalidad entre fiscalidad y condiciones del financiamiento obtenido.

Tabla N° 2

Monto, interés y plazo de los bonos provinciales internacionales 2016-2017 reestructurados en 2020/1: déficit fiscal promedio 2014-2019²⁶

	Monto M. USD	Interés	Fecha de emisión	Fecha de cancelación	Déficit fiscal promedio 2014/9 ²¹
MENDOZA					
BONO PMY24	590	8,375%	19/5/2016	19/5/2024	1%
NEUQUEN					
BONO NDT11 -TICADE	317	8,625%	12/5/2016	12/5/2028	4%
BONO PNQ25 –TIDENEU	366	7,75%	27/4/2017	27/4/2025	
CHUBUT					
BONO PUL26	623	7,75%	26/7/2016	26/7/2026	6,6%
RIO NEGRO					
BONO RND25	300	7,75%	7/12/2017	7/12/2025	3%
CÓRDOBA					
BONO CO21	709	7,125%	10/6/2016	10/6/2021	0%
BONO CO24	510	7,45%	1/3/2017	1/9/2024	

²⁵ Podría llegar intentar deducirse algún tipo de correlación entre las provincias que se ubican en el medio del gráfico, pero dicha posible correlación tampoco explicaría por qué unas provincias reestructuraron y otras no.

²⁶ Para 2021, fecha en la que surge el informe del MECON (2021), Tierra del Fuego aún no había podido reestructurar su deuda, razón por la cual no aparece contemplada en la tabla.



BONO CO27	450	7,125	7/7/2017	1/8/2027	
SALTA					
BONO SA24D	350	9,125%	7/7/2016	7/7/2024	0%
ENTRE RIOS					
BONO ERF25	500	8,75%	8/2/2017	8/2/2025	4%
JUJUY					
BONO JUS22	210	8,625%	20/9/2017	20/9/2022	11%
CHACO					
BONO CH24	250	9,375%	18/8/2016	18/8/2024	3%
LA RIOJA					
BONO RIF25	300	9,75%	24/2/2017	24/2/2025	1%
BUENOS AIRES*2					
BONO PBF23	750	6,50%	15/2/2017	15/2/2023	0%
BONO PBM24	1250	9,13%	16/3/2016	16/3/2024	
BONO PBJ27	1750	7,88%	15/6/2016	15/6/2027	

Elaboración propia sobre la base de información MECON (2021).

***1 los datos en torno al déficit son tomados de Bazza y Mahieu (2024:121)**

***2 Se excluyen de la provincia de Bs As, otros bonos reestructurados emitidos previamente a 2016 y un bono emitido en Euros.**

La Municipalidad de Córdoba y la provincia de Río Negro, con un déficit fiscal promedio del 3%, obtuvieron una tasa de interés equivalente (7,875 y 7,75%). Sin embargo, Chaco también con un déficit fiscal del 3% obtuvo una tasa de interés significativamente más cara (9,375) –pese a que su nivel de endeudamiento en 2015 era más cercano al de Córdoba que el de Río Negro—²⁷ y Chubut, Neuquén y Bs As obtuvieron una tasa semejante (de 7,75 y 7,88%) con déficits del 4%, 6,5% y 0%, respectivamente. Este último caso, el de Bs As, resalta porque la provincia obtuvo la tasa más barata de la muestra en 2017 (6,50%) y una de las más caras el año precedente (9,13%), sin que existiese entre dichos dos momentos una variación significativa en su posición fiscal.²⁸ Salta, Chaco y La Rioja también obtuvieron tasas superiores al 9% con déficits del 0%, 3% y 1%, respectivamente (tabla N° 1 y 2).

²⁷ El endeudamiento de Córdoba en 2015 era de 18,18% de sus ingresos, el del Chaco del 22% y el de Río Negro del 26%. Ver tabla N° 1 y Bazza y Mahieu (2024:123).

²⁸ Entre 2015 y 2016, años que se consideraron al momento de la emisión de los bonos referidos, la variación del déficit fue del 1% (bajó del 5 al 4%), (Bazza y Mahieu, 2024:121).



Aun sabiendo que en la determinación de esta tasa influyen varios factores, es posible afirmar, con el alcance de los datos presentados, que el equilibrio/déficit fiscal no desempeñó aquí el rol clave que la ortodoxia le atribuye a estos efectos.²⁹

Algo semejante puede afirmarse con respecto al plazo de duración de estos bonos. En términos generales, la mayoría de las provincias de la muestra, al igual que la Municipalidad, obtuvieron financiamiento a 7 u 8 años de plazo, independientemente de las marcadas divergencias en sus resultados fiscales. Jujuy y Córdoba obtuvieron financiamiento con menores plazos (4/5 años), aun cuando su desempeño fiscal fuese por entonces especialmente distinto –de -11% y 0%, respectivamente– (tabla N° 1 y 2).

IV.2- La fiscalidad y el destino del bono-2016: sus costos y riesgos particulares

La emisión del bono-2016 implicó no sólo un crecimiento cuantitativo de la deuda municipal sino sobre todo un cambio en su composición. Hasta entonces el grueso de su stock estaba nominado en pesos y bajo Ley nacional, mientras que a partir de entonces pasó a estarlo en dólares y bajo Ley extranjera; de hecho, en setiembre de 2020, al momento de su reestructuración, el 93% de dicho stock tenía estas últimas cualidades, cuando años atrás ese porcentaje representaba menos del 10% (Moody's, 2021:5; CESID, 2019:2).

Nuevamente, no se trató de un fenómeno aislado sino de un proceso generalizado. En el periodo 2016-2018, tanto la Nación como mucha de las provincias titulizaron y extranjerizaron el universo de sus deudas (BCRA, 2020; tabla N° 7); hacia 2020, 16 jurisdicciones provinciales poseían bonos en moneda extranjera, 14 de las cuales los había hecho además bajo Ley extranjera, por un monto total de 15.771 y 14.470 millones de dólares, respectivamente (MECON, 2020).

²⁹ Se trata de un dato relevante, puesto que de conformidad al *mainstream* económico el esfuerzo de una entidad por mantener sus cuentas fiscales ordenadas se retribuye, precisamente, a partir de tasas de intereses menores; si tal correlación se rompe, las entidades pierden incentivos para realizar dicho esfuerzo, se diluye la disciplina del Mercado y se favorecen decisiones sub-óptimas que pueden alterar la sustentabilidad de la deuda (Bazza y Mahieu, 2024).



Considerando que los gastos de estas jurisdicciones se saldan en pesos resulta oportuno analizar el destino de los fondos obtenidos; destino que, para el caso de Córdoba, se visualiza en la siguiente tabla.

Tabla N° 3

Montos según destino del bono-2016 de Córdoba

Destino	Montos
Refinanciación	52 millones
Crédito Sindicado (K + i)	USD 21.7 millones
Bono II - (K+ i)	USD 5.3 millones
Bono III - (K+ i)	USD 9.4 millones
Letra XX (k)	USD 8.4 millones
Letra XIX (k)	USD 7.2 millones
Obras	98 millones
Bacheo y Pavimento	USD 45 millones
Plaza España	USD 12 millones
Parques Educativos	USD 6 millones
Alumbrado	USD 25 millones
Microcentro	USD 10 millones

Elaboración propia sobre la base de información Municipalidad (2016/7).

Las divisas conseguidas a través del bono-2016 se utilizaron, respetando la normativa vigente, para pagar deuda pre-existente y realizar obras públicas (tabla N° 3). Se sigue desde allí que el crédito conseguido no se usó para satisfacer gastos corrientes, descartando con ello una primera relación directa entre fiscalidad y destino de estos fondos.³⁰

Ahora bien, claro está, tales fondos liberaron espacio fiscal al cancelar la deuda mencionada en la tabla N° 3. Esta cancelación habilita a problematizar el enfoque fiscalista en tanto esta deuda estaba nominada en pesos y bajo Ley nacional. Por lo tanto, la cuestión a problematizar aquí no es sobre sí tal o cual crédito tiene impacto sobre lo fiscal –algo evidente en sí mismo– sino sobre el modo en que lo hace, sustituyendo deudas de diferentes riesgos y costos no distinguidos por la legislación nacional; legislación que, cabe

³⁰ Cantamutto et. al. (2024) analiza esta cuestión para las provincias del Norte Grande, arribando a igual conclusión: no existió una relación directa entre los fondos obtenidos y el financiamiento directo del déficit fiscal. La provincia del Chaco, también utilizó su crédito para cancelar deuda en pesos.



recordar, habilita tal sustitución cuando se consigan mejores montos, plazos o tasas de interés.³¹

El bono-2016 efectivamente posibilitó a la Municipalidad obtener montos y plazos mayores de repago; en cuanto a la tasa de interés no es sencillo afirmarlo. Esto es así, porque los bonos y letras cancelados estaban atados a la inflación a través de la denominada tasa BADLAR.³² Con ello, la comparación entre su tasa y la del bono-2016, sujeta al devenir de la relación peso/dólar, no resulta *ex ante* una tarea sencilla, en un país como Argentina, con alta volatilidad monetaria y cambiaria.

Ahora bien, puede aquí afirmarse que el endeudamiento 2016 fue un endeudamiento en sí mismo caro. Si bien la tasa obtenida por la Municipalidad se ubicó más o menos en línea con la media conseguida por entonces por las jurisdicciones provinciales (tabla N° 2), era superior a la que en esos años obtenía el gobierno nacional (BCRA, 2020). También lo era considerando parámetros internacionales.

Tabla N° 4

Cupón de interés promedio de bonos soberanos por tipo de país y región 2021

TIPO DE PAÍS/REGIÓN	Tasa de interés promedio de bonos soberanos
Promedio de países emergentes	5.7%
• De ingresos medios	4.8%
• De ingresos medio-bajos	6.1%
• De ingresos bajos	6.3%
Regiones testigos	
• Latinoamérica y el Caribe	5.8%
• África subsahariana	7%

Elaboración propia sobre información presentada por Eurodad (2021:21)

Siendo desde el inicio conscientes de las diferencias entre bonos soberanos y subsoberanos, la tabla presentada es pertinente a los efectos de sustentar la afirmación precedente. La tasa conseguida por Córdoba, del 7,875% anual, es claramente superior a la media de los países emergentes y de Latinoamérica e, incluso, lo es, aunque en menor proporción, a la que podían obtener por entonces los países de la región más pobre del

³¹ Ar. 21 ley 25.917, art. 65 N° 24.156, art. 46 de la COMC, art. 189 CPC y art. 56 ley N° 9.086 de Córdoba.

³² Esta tasa es actualizada diariamente por el BCRA.



planeta. Se abre así el debate no habilitado por las reglas fiscales analizadas sobre la conveniencia del acceso al crédito externo subnacional a este tipo de tasas³³ y, en particular, si se utiliza para cancelar deudas en pesos.

Este debate debe efectuarse contemplando otros costos complementarios. Las emisiones de títulos en el exterior suponen gastos adicionales. El bono-2016 implicó el pago de honorarios y comisiones a grandes agentes financieros por más de 1.1 millones de dólares³⁴ y otros gastos –difíciles de cuantificar– por funciones y viajes de funcionarios locales al exterior asociados a la operación. Estos montos que pueden parecer no significativos para un Estado soberano, lo son para un Municipio como el de Córdoba, abocado además a prestar servicios esenciales; máxime cuando se reproducen en casos de reestructuración, como la acontecida en 2020.

Pero fundamentalmente este debate debe plantearse considerando los riesgos particulares de las emisiones de esta clase de deuda; riesgos amplificados para Estados subnacionales que no tienen competencia ni capacidad para influenciar sobre una serie de dimensiones claves para el devenir sustentable de estos bonos; entre otros, deben considerarse los riesgos que emergen de: a) devaluaciones bruscas y profundas; b) cambios en las relaciones económicas-financieras del país con el exterior; c) restricciones al libre acceso de divisas.

Sólo considerando estos riesgos potenciales es que debería valorarse si una deuda contraída en moneda extranjera es mejor o no que una deuda en pesos preexistente, algo que la posición fiscalista y las reglas fiscales a ella asociada omiten.

Asimismo, cuando estos riesgos se efectivizan, como de hecho aquí aconteció, los bonos internacionales –a diferencia de los locales– quedan al margen de las reestructuraciones de orden público de las leyes de emergencia. La literatura especializada da cuenta de las dificultades que implica la reestructuración de deuda en títulos con acreedores internacionales, sin la existencia de una ley de quiebras y jurídicamente habilitados a entablar demandas en el exterior; estas dificultades,

³³ Siendo conscientes que los Estados subnacionales de la periferia necesitan gran cantidad de recursos para desarrollarse y que, usualmente sus mercados locales carecen de la profundidad necesaria para proporcionárselos, Brasil y México, por caso, han establecido legislaciones que coordinan el acceso al crédito externo para ellos a través de sus gobiernos federales, evitando así el pago de costos y la asunción de riesgos excesivos.

³⁴ En concreto se pagaron USD 537.856,79 a Santander, USD 443.863,72 a Bank of New York Mellon, USD 90 mil a Banco de Rosario y USD 30 mil a Moody's (Municipalidad 2017; La Voz, 2017).



nuevamente, se amplifican por el tamaño y escala inferior de los Estados municipales (Manzo, 2023).

Por otra parte, la mayor o menor extensión de los plazos de una deuda no despejan por sí solos los riesgos de insustentabilidad. A continuación, se exhibe el cronograma de pago del bono-2016.

Tabla N° 5

Condiciones de repago de intereses y capital del bono-2016 (en millones de USD)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Total
Intereses	11.812,5	11.812,5	11.812,5	11.812,5	11.812,5	11.812,5	7875	3937,5	82.687,5
Capital						50.000	50.000	50.000	150.000
Total	11.812,5	11.812,5	11.812,5	11.812,5	11.812,5	61.812,5	57.875	53.937,5	232.687,5

Elaboración propia sobre información presentada por Municipalidad (2017)

Tal como se observa en la tabla N° 5, este bono hacía recaer el grueso de los compromisos de repago sobre los años 2022-2024; años en los que deberían devolverse en conjunto una mayor cantidad de divisas –USD 173,6 millones– que las que de hecho ingresaron a la Municipalidad en 2016. Dando un paso atrás, debe advertirse que la deuda externa emitida a nivel nacional y subnacional en 2016/7 establecía cronogramas de pago semejantes, lo que generaba una vulnerabilidad sistémica del frente externo para dichos años (BCRA, 2020; Tabla N° 2).

Claro está, estos pagos debían materializarse en su moneda de origen; es decir, en una moneda no emitida por Argentina, algo no considerado por las salvaguardas previstas en su ordenamiento jurídico. En este marco, los países periféricos poseen dos vías para conseguirlas: a través del comercio exterior o por medio de las inversiones que efectúen extranjeros en el país, incluidas aquellas de tipo financieras –esto es, por medio de nuevos préstamos–.

Bajo estas consideraciones, no cualquier obra que se realice con fondos obtenidos por medio del crédito externo debe ser considerada buena en sí misma, como lo asumen las reglas fiscales presentadas. En cálculos estrictamente económicos, sólo lo



serán aquellas obras que aumenten las exportaciones, sustituyan las importaciones o fomenten otro tipo de servicios económicos con repercusiones positivas sobre el balance externo del país; en el caso de Córdoba, por obras que generasen divisas en el mediano plazo por un monto superior a los USD 232,69 millones que deberían devolverse (tabla N° 5). Si eso aconteciese, en términos de Jimenez y Ruela (2017:12), la deuda “se pagaría sola”.

Ahora bien, cuando uno observa el destino dado a los fondos adquiridos éste no parece ser el caso: USD 67 millones de estos fondos se utilizaron para obras viales urbanas (bacheo, pavimentación y túnel de la Plaza España), USD 25 millones para alumbrado público, USD 10 millones para la peatonalización del microcentro y, finalmente, USD 6 millones para parques educativos (tabla N° 3). Se trata en efecto de obras locales, que se abonaron en pesos y que, salvo por vía de un posible fomento del turismo internacional, no repercutieron positivamente sobre las cuentas externas del país, ampliando la capacidad de pago en divisas de la Municipalidad.

IV.3- Fiscalidad e insustentabilidad del bono-2016

La emisión del bono-2016 no superó los límites dispuestos por la normativa y al momento de su reestructuración el indicador de sostenibilidad estaba lejos del tope legal prescripto por el art. 46 de la Carta Orgánica de Córdoba. En efecto, hacia 2019 los servicios de la deuda de la Municipalidad representaban el 8,6% del gasto corriente (Guevara, 2022:2); es decir, estaban 11,4% puntos por debajo del límite del 20% habilitado por la legislación, en el mes en el que se declaró la emergencia económica y se habilitó al órgano ejecutivo a su reestructuración (Ordenanza N° 12.291).³⁵

Se trató de una situación que se reprodujo en el resto de las jurisdicciones subnacionales, tal como se observa a continuación.

³⁵ En 2020, ese ratio bajó al 7,1% y en 2021, por la reestructuración de la deuda en dólares, al 5,4% (Guevara, 2022:2).



Tabla N° 6

Indicador de sustentabilidad de la deuda subnacional 2015-2020³⁶

Provincias/Año	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Buenos Aires	10,9%	9,3%	14,1%	13,6%	19,6%	-
Catamarca	3,3%	1,4%	2,0%	2,1%	1,7%	-
Chaco	2,2%	4,8%	3,5%	6,3%	10,1%	-
Chubut	2,2%	11,5%	7,8%	18,0%	14,4%	-
Córdoba	3,9%	3,7%	7,7%	3,7%	5,8%	7,02%
Corrientes	0,4%	0,4%	1,0%	2,6%	3,3%	-
Entre Ríos	6,5%	10,3%	11,5%	7,4%	4,7%	8,71%
Formosa	0,5%	0,5%	1,1%	1,2%	1,2%	-
Jujuy	0,9%	1,0%	5,2%	11,4%	12,0%	-
La Rioja	4,2%	1,8%	3,4%	5,2%	5,4%	5,05%
Mendoza	8,6%	13,0%	14,5%	13,4%	10,3%	-
Misiones	0,3%	0,3%	0,8%	1,7%	1,2%	2,33%
Neuquén	8,2%	11,2%	14,6%	13,5%	7,8%	10,53%
Rio Negro	6,3%	5,4%	14,2%	16,5%	12,1%	10,83%
Salta	4,9%	5,5%	6,6%	5,7%	6,1%	-
San Juan	1,0%	1,6%	2,4%	3,9%	3,4%	4,52%
Santa Cruz	3,8%	1,7%	4,5%	8,7%	6,9%	-
Santa Fe	0,7%	2,1%	2,1%	1,0%	1,7%	2,49%
Santiago del Estero	0,6%	0,9%	1,4%	1,5%	1,5%	-
Tierra del Fuego	0,4%	0,7%	3,6%	7,7%	9,7%	-
Tucumán	1,2%	1,1	2,7%	2,4%	4,2%	-

Elaboración propia sobre información recabada del Consejo Federal de Responsabilidad Fiscal.

*En amarillo se resaltan provincias que activaron reestructuración en 2020 y en azul indicadores que sobrepasaron el límite legal)

La tabla N° 6 exhibe que, al momento en que las provincias decidieron reestructurar sus deudas –esto es, entre fines de 2019 y principios de 2020 (Manzo, 2023)–, con la excepción de Bs As, sus indicadores de sostenibilidad del art. 21 de la ley N° 25.917 estaban por debajo del tope legal fijado (vgr. 15% de la ratio servicios de deuda/ recursos corrientes netos).

³⁶ Las jurisdicciones de CABA, San Luis y La Pampa están ausentes pues no estaban adheridas entonces al Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal.



Más aún, para el cierre del ejercicio fiscal 2019, de las 12 provincias que finalmente reestructuraron sus deudas en 2020/2: 1) cuatro (Córdoba, Entre Ríos, La Rioja y Salta) poseían indicadores menores al 6,1%; esto es, estaban bien lejos del tope legal mencionado y por debajo, por ejemplo, del de Santa Cruz (6,9%) que no participó de este proceso; 2) Neuquén poseía un indicador superior en menos de un punto al de Santa Cruz (del 7,8%); 3) otras tres (Chaco, Mendoza, y Tierra del Fuego) estaban ligeramente por debajo o por encima del 10% del indicador; es decir, aún poseían casi un tercio del margen de endeudamiento permitido; 4) de las restantes, solo Chubut se acercaba al tope (14,4%), mientras que Jujuy y Río Negro rondaban el 12% (Tabla N° 6).

Dando un paso atrás y observando la variación de los datos presentados, se advierte que únicamente la mitad de las provincias que reestructuraron su deuda incrementaron significativamente el indicador mencionado entre 2015 y 2019 y no necesariamente a través de una trayectoria lineal. En los casos de Córdoba, Mendoza, Salta y La Rioja el incremento de este indicador fue en dichos años superficial (de menos de 2 puntos) y, paradójicamente, en el de Entre Ríos y Neuquén, de hecho, éste bajó (tabla N° 6).

Asimismo, cabe señalar que, en el periodo abordado, únicamente superaron el tope legal del art. 21 Chubut y Río Negro –en 2018–; provincias que para el año siguiente, es decir en el momento previo a su decisión de reestructurar, ya habían regularizado su situación con indicadores del 14,4% y 12,1%, respectivamente (Tabla N° 6).

Visto así, se advierte que las alarmas previstas en el sistema jurídico para evitar eventos de insustentabilidad no se activaron en el proceso concreto. El indicador de sostenibilidad analizado no mostró los riesgos que las provincias estaban encubando en los años previos a su reestructuración. De hecho, de conformidad al mismo, el grueso de estas jurisdicciones poseía un riesgo de insustentabilidad moderado o bajo, como en el caso de la Municipalidad de Córdoba. El nivel entendido por la legislación como un nivel «macro-crítico» a partir del cual estas jurisdicciones deben desarrollar acciones para prevenir esta clase de situaciones, a 2019, sólo era superado por Buenos Aires.

En un plano mayor de abstracción, estos resultados reflejan el desanclaje entre la dinámica fiscal de las jurisdicciones abordadas y la insustentabilidad acaecida. Esto es así, porque –como ya se explicó– el indicador presentado se construye de principio a fin en torno al nexo fiscalidad-deuda.



Este desanclaje también se exhibe analizando la trayectoria fiscal de los Estados subnacionales en la etapa previa a la insustentabilidad. En 2019 la Municipalidad mostró un déficit primario alto (5,2%), pero inferior al de 2017 (6,5%), cuando el bono-2016 ya había sido emitido. Se trataba, asimismo, de una cuestión cambiante, considerando que en 2018 había tenido un superávit del 3,5%. Córdoba, además, poseía en términos relativos una alta autonomía fiscal y había mantenido un margen fiscal operativo positivo durante todos los años precedentes (en promedio 2014-2019 del 65,3% y 8,62%, respectivamente). Más importante aún, su nivel de endeudamiento visto desde el punto de vista fiscal era a 2019 bajo tanto en términos de su stock de deuda como de sus servicios (del 48,23% y 8,6%), (tabla N° 1).

Bajo estas consideraciones, resulta muy difícil explicar el porqué de la insustentabilidad de su deuda en clave fiscalista. A igual conclusión arriban Bazza y Mahieu (2024) al analizar esta cuestión para las provincias argentinas. Básicamente, en términos generales, los autores observaron empíricamente que no existía correlación positiva entre el desempeño fiscal y la dinámica de la deuda subnacional que permitiese comprender por el costado de la fiscalidad porqué algunas de ellas cayeron en insustentabilidad en 2020 en tanto que otras no lo hicieron.³⁷

Por el contrario, sí visualizaron dicha correlación al investigar el proceso de extranjerización de sus deudas en el periodo abordado, tal como surge de la siguiente tabla.

Tabla N° 7

Porcentaje de deuda en moneda extranjera por provincia 2015-2029

Provincias/Año	2015	2016	2017	2018	2019
Buenos Aires	9%	6%	5%	80%	84%
Catamarca	5%	5%	3%	16%	18%
CABA	58%	55%	49%	68%	68%
Chaco	7%	6%	9%	61%	59%
Chubut	31%	61%	32%	85%	81%
Córdoba	71%	70%	85%	95%	94%
Corrientes	17%	12%	9%	10%	12%
Entre Ríos	30%	22%	20%	83%	80%

³⁷ Sin un análisis igual de detallado, Cantamutto et. al, (2024) llegan a una conclusión semejante para las provincias del Norte Grande.



Formosa	14%	11%	10%	17%	15%
Jujuy	1%	1%	2%	47%	67%
La Rioja	31%	26%	8%	87%	87%
La Pampa	28%	3%	4%	2%	2%
Mendoza	25%	60%	56%	60%	62%
Misiones	6%	4%	4%	8%	12%
Neuquén	18%	14%	11%	82%	89%
Rio Negro	24%	19%	9%	67%	70%
Salta	22%	11%	10%	71%	75%
San Juan	42%	48%	33%	50%	55%
San Luis	0%	0%	0%	0%	0%
Santa Cruz	1%	1%	1%	1%	4%
Santa Fe	95%	27%	20%	97%	99%
Santiago del Estero	53%	29%	11%	25%	17%
Tierra del Fuego	1%	1%	0%	61%	68%
Tucumán	4%	3%	2%	3%	3%

Elaboración propia sobre información presentada por Bazza y Mahieu (2024:110-2).

Dos cuestiones interrelacionadas resaltan de la tabla N° 7. En primer lugar, que las provincias –y agregamos, la Municipalidad de Córdoba– habían extranjerizado significativamente sus deudas en los años previos a la reestructuración 2020/2, precisamente a partir de la emisión de los títulos ya comentados. En segundo lugar, que las provincias que no reestructuraron no lo habían hecho y, consecuentemente, en términos relativos su porcentaje de deuda externa era significativamente menor que la de las anteriores.

De hecho, en el proceso de reestructuración 2020/2 sólo se renegociaron deudas en títulos emitidos en moneda y bajo Ley extranjera (Manzo, 2023). De las 14 provincias que poseían por entonces esta clase de títulos en su poder, sólo dos (CABA y Santa Fe) no participaron en el mismo.³⁸

Esta característica de la reestructuración 2020/2 resalta considerando que en su antecedente inmediato –el canje subnacional posterior a la crisis de 2001– habían sido

³⁸ Se trata de dos casos que invitan a reflexionar sobre el porqué de su alejamiento del proceso, considerando que ambas también tenían un porcentaje significativo de su deuda en moneda extranjera. Un elemento a considerar en este aspecto es que Santa Fe y CABA ya tenían antes del ciclo de endeudamiento 2016/7 un porcentaje relevante de su deuda extranjerizada; de hecho, el 100% de la deuda de CABA era en 2014 externa (tabla N° 7; Bazza y Mahieu, 2024:110).



renegociadas tanto deudas internas como externas, así como deudas directas como en títulos (Manzo, 2023).

Más relevante aún para nuestro objeto de estudio, mientras que en dicho canje 2002/2010 habían participado más de 70 Municipios, en éste —el de 2020/2— sólo lo hizo el de Córdoba; única ciudad del país, cabe resaltarlo, que había emitido esta clase de bonos. Un nivel de coincidencia tan preciso, debe llevar a situar a la extranjerización de su deuda al centro de cualquier análisis sobre su insustentabilidad.

V- Reflexiones finales

En 2016, Córdoba se convirtió en el segundo Municipio de Sudamérica en emitir un bono en el mercado internacional de capitales. El 2 de diciembre de 2019, el oficialismo calificaba a esta emisión como un *hito* que posibilitó ejecutar un plan de obras acorde a las necesidades de los vecinos y con una curva de repago coherente con las posibilidades financieras de la ciudad (Municipalidad, 2019:13). Veinticinco días después, la Ordenanza N° 12.991 activaba su renegociación, pese haber respetado las salvaguardas legales previstas para evitar esta clase de situaciones ¿Por qué?

El presente artículo procuró aportar elementos que ayuden a reflexionar sobre este interrogante, comenzando por sistematizar estas salvaguardas a partir de la normativa pertinente. El análisis realizado posibilitó advertir de la existencia de tres reglas fiscales sustantivas; aquellas que establecen: 1) límites al endeudamiento subnacional, fijados por el ejecutivo nacional o acordados por las propias jurisdicciones a través de pactos fiscales, superados los cuales no puede tomarse nueva deuda, salvo para refinanciar deuda previa en mejores condiciones; 2) restricciones al uso de los fondos obtenidos, quedando en particular prohibida su utilización para financiar gastos corrientes o, si se quiere, en sentido inverso, habilitada para gastos de inversión; 3) indicadores de sustentabilidad, que calculan el riesgo de *default* a través de medir el peso de los servicios de una deuda subnacional dada en relación a sus ingresos corrientes.

Estas reglas aparentemente técnicas —se mostró—, en realidad se asientan en una cosmovisión «fiscalista» del fenómeno del endeudamiento. Se trata de una



cosmovisión que condiciona a través de estas reglas el devenir de la política económica en el tiempo (Guzmán, 2016), invisibilizando, entre otras cuestiones, las dinámicas diferenciadas de las deudas internas y externas.

Este trabajo problematizó dicha invisibilización, exhibiendo sus limitaciones, en tres momentos distintos de la vida del crédito abordado. En primer lugar, de-construyendo el nexo entre su emisión y las necesidades fiscales del Municipio. El análisis efectuado permite afirmar que no existía ninguna cualidad en particular de la trayectoria fiscal de Córdoba que habilite a suponer que la emisión de un bono semejante –en moneda y bajo ley extranjera– debía o no acontecer en el momento en que se efectuó.

Este desanclaje entre fiscalidad y deuda se reforzó en el trabajo mostrando empíricamente que: a) en el periodo 2004-2015, el proceso de desendeudamiento subnacional se reprodujo al margen de sus resultados fiscales; b) en 2015 la brecha entre los déficits fiscales de la Nación y las provincias era especialmente marcada como para explicar en clave fiscal el profundo y acelerado ciclo de sobreendeudamiento externo que ambas iniciarían por igual al año siguiente; c) provincias con niveles de déficit/superávit significativamente encontrados tenían al final de dicho ciclo niveles de endeudamiento semejante y también, otras con un nivel de déficit semejante poseían un nivel de endeudamiento particularmente diferente; d) jurisdicciones con una trayectoria fiscal semejante obtuvieron en 2016-7 precios y plazos de financiamiento diferente y, a la inversa, otras con trayectoria distinta obtuvieron precios y plazos semejantes.

En este marco, es fundamental mencionar que la literatura especializada que analiza el ciclo de sobreendeudamiento subnacional 2016-7 advierte que los cambios que lo motivaron deben buscarse en condiciones exógenas a su propia dinámica interna: básicamente, la llegada, en diciembre de 2015, de un nuevo gobierno nacional con una nueva estrategia de inserción financiera internacional (Féliz, 2021; Manzo, 2023a). Más relevante aún, las transformaciones a partir de las cuales este gobierno puso en práctica esta nueva estrategia no tuvieron como epicentro el ámbito fiscal, sino el externo (BCRA, 2020). Producidas estas transformaciones, explica Cantamutto et al. (2024), la Nación instó a las jurisdicciones subnacionales a acceder al crédito internacional dando inicio al ciclo mencionado; la decisión de adherir o no a esta estrategia correspondía, en último término, a cada una de estas jurisdicciones en particular.



En segundo lugar, el artículo problematizó esta invisibilización en relación al destino del crédito externo. El bono-2016 no se utilizó para financiar déficit primario, pero sí liberó espacio fiscal a través de la cancelación de deuda preexistente. Para que se configure el supuesto de «mejores condiciones» previsto en la legislación, basta que la nueva deuda reúna una de las siguientes tres características; que posea, en relación a la anterior, mejores montos, plazos o tasa de interés.

Se está en presencia de una definición, a nuestro modo de ver, excesivamente amplia y permisiva; máxime considerando que la configuración de este supuesto habilita al ejecutivo a saltar el Congreso. El trabajo mostró que si bien el bono-2016 poseía montos y plazos más amplios, implicaba en sí mismo un financiamiento caro en términos internacionales e, incluso, en relación al obtenido por entonces por el gobierno nacional. La pregunta sobre el fundamento económico que justifica esta clase de emisiones – teniendo en cuenta que la Nación puede tomar financiamiento más barato y luego transferirlo a provincias y/o municipios– no se problematiza en la legislación argentina.

El artículo exhibió que esta legislación tampoco contempla los costos y riesgos diferenciales de las deudas internas y externas. Con respecto a los primeros, dio cuenta que el bono-2016 supuso costos asociados a su emisión y pago superiores a los que generan deudas internas, como la cancelada. A estos deben sumarse otros costos potenciales que se materializan, como en el caso estudiado, cuando estos bonos externos se reestructuran; costos relativos a las propias negociaciones internacionales, a las comisiones de los agentes asesores e intermediarios y, en caso de producirse, al sostenimiento de los litigios en el exterior.³⁹

De igual modo, esta clase de bonos activa riesgos de insustentabilidad superiores a los presentes en las deudas internas. Esta cualidad se desprende del hecho que, su devenir es influido por una serie de dimensiones propias del frente externo – devaluaciones, restricciones cambiarias o en el acceso al mercado financiero internacional– cuyo control escapa a las capacidades de intervención de un gobierno subnacional, como el analizado.

Por otra parte, las reglas fiscales presentadas no contemplan que la capacidad de pago de la deuda interna y externa se asienta sobre fuentes de recursos de diferente

³⁹ En 2020/1, la Municipalidad de Córdoba no fue demandada por sus acreedores, pero si lo fueron en el Estado de Nueva York Entre Ríos, Buenos Aires y La Rioja.



naturaleza. El artículo mostró que las obras realizadas a partir del bono-2016 no aumentaron en sentido estrictamente económico esta capacidad, al no estar orientadas a proveer mayores divisas al territorio nacional.

En un mayor nivel de abstracción, cabe mencionar que estas reglas, al asociar el endeudamiento a la fiscalidad de cada jurisdicción en particular, aíslan el fenómeno del crédito externo subnacional de su funcionalidad sistémica. Esta mención hace aquí sentido al observar que la literatura especializada advierte que la nueva estrategia de inserción internacional fue concebida por el nuevo gobierno nacional, en buena medida, para lidiar con la escasez estructural de divisas que por entonces afectaba al país (BCRA, 2020; Félix, 2021); es decir, fue concebida para lidiar con un problema propio del frente externo nacional.

Visto así, desde esta óptica global, el destino de los fondos obtenidos por estas jurisdicciones no fue en esencia el oficialmente declarado, puesto que las obras y deudas por ellos financiados se saldaron en último término en pesos, sino el reforzamiento de las reservas internacionales del país; reservas cuya necesidad de reforzamiento se mantuvo en el tiempo en virtud de los requerimientos de divisas que imponía la fuga de capitales asociada a la valorización financiera imperante (BCRA, 2020; Félix, 2021).

Finalmente, el artículo problematizó esta invisibilización al analizar la dinámica de la insustentabilidad de la deuda. Éste dio cuenta que cuando se decidió reestructurar el bono-2016 la Municipalidad poseía un riesgo bajo de insustentabilidad de conformidad al indicador fiscal del art. 46 de su Carta Orgánica, algo que se reprodujo en el grueso de las jurisdicciones subnacionales. Como bien señalan Bazza y Mahieu (2024), pensadas en términos fiscales, las reestructuraciones 2020/2 no deberían haber acontecido y, sin embargo, hasta el propio FMI consideró que éstas eran procedentes.

Esta aparente incongruencia queda fuera de foco cuando se analiza el fenómeno en clave del frente externo. La insustentabilidad de las deudas no puede disociarse de su extranjerización. En 2018 Argentina ingresó en una crisis con epicentro —no en su frente interno—, sino en su disrupción con el mercado financiero internacional. El país perdió acceso al crédito externo voluntario y sufrió una serie de shocks devaluatorios que afectaron las cuentas públicas de aquellas jurisdicciones que tenían su deuda extranjerizada.



Este acontecimiento, si bien relevante, no fue, no obstante ello, el eje principal de las reestructuraciones 2020/2. El ingreso de divisas por parte del FMI luego de 2018 no detuvo la fuga de capitales y debieron restituirse controles cambiarios eliminados poco tiempo atrás. Para 2019, la escasez de divisas en el Estado nacional impedía la normal reproducción del ciclo económico, en un contexto en el que en el corto plazo debían afrontarse el grueso de los vencimientos del capital de las deudas adquiridas en el periodo 2016/18 (BCRA, 2020; Félix, 2021).

En este marco, las reestructuraciones subnacionales 2020/2 son indisociables de las nacionales que se sucedieron por entonces y ambas tuvieron como fundamento central la escasez estructural de divisas mencionadas; esto es, ambas tuvieron como fundamento un fenómeno propio del frente externo con lógicas relativamente autónomas de la fiscalidad en base a la cual se construyen las salvaguardas analizadas. Su incapacidad para alertar de los riesgos de insustentabilidad existentes encuentra sentido en esta última afirmación.

VI- Referências bibliográficas

Abdelal Rawi and John G. Ruggie, (2009) “The Principles of Embedded Liberalism: Social Legitimacy and Global Capitalism”, in *New Perspectives on Regulation*. Moss, and Cisternino, (eds.), chapter 7, Cambridge MA Press.

Agosto, W, (2016), “Los desafíos de las deudas provinciales”, disponible en: <https://www.cippec.org/wp-content/uploads/2017/03/1067.pdf>, consultada el 04-11-2024.

Álvarez, Claudia, Mariel Manes, Paredes Pablo y Gabriela Ivani, (Álvarez et al.), (2015), “El acceso al crédito de los gobiernos sub-nacionales”, disponible en https://www.economia.gob.ar/dnap/deuda/documentos/el_acceso_al_credito_de_los_gobiernos_subnacionales.pdf, consultada el 01-07-2022.

Bazza, A., y M. Mahieu, (2024). “Reestructuración de deuda provincial en Argentina: regulación del crédito público y sostenibilidad de la deuda durante los períodos 1996-2002 y 2014-2021”, en *Cuadernos De Economía Crítica*, 10(19), 89-126.

Boughton, James M., (2001), *Silent Revolution: The International Monetary Fund 1979-1989*, IMF, Washington.

Braun, M. & Gadano, N.,(2007), “¿Para qué sirven las reglas fiscales? Un análisis crítico de la experiencia argentina”. *Revista de La CEPAL*, (91), 53–65.



Cantamutto, F., A. Blundetto, Miranda G., S. Meza (Cantamutto et. al), (2024), "Deuda pública en las provincias del norte grande argentino", Informe Temático, octubre, Escuela de Gobierno del Chaco, Resistencia.

Consejo Federal de Responsabilidad Fiscal (CFRF), (2015), "Responsabilidad Fiscal 2015-2015: reglas fiscales sustentables para el Estado nacional, Provincias y Municipios", Farah, P., disponible en <https://www1.tcptdf.gob.ar/wp-content/uploads/2016/Responsabilidad-Fiscal-2005-2015.pdf>, consultada el 04-11-2024.

Consejo Federal de Responsabilidad Fiscal (CFRF), (2017), "Responsabilidad Fiscal 2017 para finanzas públicas sustentables", Farah, P., disponible en <https://cdi.mecon.gob.ar/bases/docelec/ed1008.pdf>, consultada el 04-11-2024.

Cosentino, Adrián; Isasa, Matías y Guillermo Hang, (Cosentino, et. al) (2017), El financiamiento de los gobiernos sub-nacionales". Asociación Argentina de Presupuesto y Administración Financiera Pública, Bs. As.

Féiz, Mariano, (2021), "Argentina entre la sostenibilidad de la deuda y la vida", Revista nuestramérica, 7 (17), disponible en: https://www.memoria.fahce.unlp.edu.ar/art_revistas/pr.15901/pr.15901.pdf, consultada el 04-11-2024.

Garritsen de Vries, Margaret, (1985), The IMF 1972-1978: Cooperation on Trial, IMF, Washington.

Guevara, Virginia, (2022), "Llaryora acelera en obras con financiamiento que afrontará la próxima gestión", disponible en <https://www.lavoz.com.ar/politica/llaryora-acelera-en-obras-con-financiamiento-que-afrontara-la-proxima-gestion/>, consultada el 20-09-2024.

Guevara, Virginia, (2024), "Passerini ya puso en marcha el reperfilamiento de la deuda externa de la ciudad", disponible en <https://www.lavoz.com.ar/politica/passerini-ya-puso-en-marcha-el-reperfilamiento-de-la-deuda-externa-de-la-ciudad/>, consultada el 20-09-2024.

Guzmán, Martín, (2016), "Definitional issues in the IMF Debt Sustainability Analysis framework. A proposal", CIGI, Policy Brief No. 77, disponible en: https://www.cigionline.org/sites/default/files/pb_no.77_web.pdf, consultada el 04-11-2024.

Horsefield, J Keith, (1969), The IMF 1945-1965: Volume I: Chronicle, IMF, Washington.

IMF, (2015), "Sub-National Governments' Risk Premia: Does Fiscal Performance Matter?", Sergio Sola and Geremia Palomba, IMF Working Paper, may, Washington.

Jiménez, Juan Pablo e Ignacio Ruelas, (2017), "El endeudamiento de los gobiernos subnacionales en América Latina: Evolución, institucionalidad y desafíos", disponible en <https://www.cepal.org/es/publicaciones/41007-endeudamiento-gobiernos-subnacionales-america-latina-evolucion-institucionalidad>, consultada el 01-07-2022.



La Voz, Redacción, (2016), “Exultante. Desde Nueva York, Mestre festejó la obtención de financiamiento”, disponible en <https://www.lavoz.com.ar/politica/segun-mestre-unos-us-100-millones-iran-la-obra-publica/>, consultada el 20-09-2024.

La Voz, Redacción, (2017), “A Mestre aún le quedan U\$D 89 millones del crédito”, disponible en <https://www.lavoz.com.ar/politica/mestre-aun-le-quedan-us-89-millones-del-credito/>, consultada el 20-09-2024.

La Voz, Redacción, (2018), “Devaluación: quieren que Macri pague el incremento de la deuda municipal”, disponible en <https://www.lavoz.com.ar/politica/devaluacion-quieren-que-macri-pague-incremento-de-deuda-municipal/>, consultada el 20-09-2024.

Manzo, Alejandro G., (2022), “El punto cero: la génesis del desacoplamiento del FMI del sistema internacional de DDHH de la ONU”, *Revista Latinoamericana de Sociología Jurídica*, Año III, N° 4, pp. 237-317, Universidad Nacional de San Isidro (USI), Buenos Aires.

Manzo, Alejandro G., (2023), “Políticas Económicas de Estado: el lugar del Derecho en la reestructuración de la deuda subnacional argentina 2001-2010”, *Revista Latinoamericana de Sociología Jurídica*, Año III, N° 4, pp. 219-262, USI, Buenos Aires.

Manzo, Alejandro G., (2023a), “Los particulares riesgos de endeudarse en moneda extranjera a la luz de la experiencia reciente de las provincias argentinas”, *Revista Tramas de Política, Sociedad y Economía*, N° 22, setiembre, pp. 20-30, Escuela de Gobierno del Chaco, Resistencia.

MECON (2021), “Provincias: resultados de los procesos de reestructuración de deuda pública externa”, Subsecretaría de la sostenibilidad de la deuda pública externa, disponible en https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/resultados-reestructuracion_de_deudas_provinciales.pdf, consultada el 05-12-2024.

Melamud, Ariel D. (2009), “Reglas fiscales en Argentina: el caso de la ley de responsabilidad fiscal y los programas de asistencia financiera”, CEPAL – Gestión Pública No 71, pp. 1-57.

Moody's, (2016), “Informe de calificación: Municipalidad de Córdoba, Argentina”, 27 de enero, disponible en <https://www.moodylocal.com/country/ar/ratings/subsov>, consultada el 05-12-2024.

Moody's, (2019), “Informe de calificación: Municipalidad de Córdoba, Argentina”, 24 de enero, disponible en <https://www.moodylocal.com/country/ar/ratings/subsov>, consultada el 05-12-2024.

Moody's, (2020), “Informe de calificación: Municipalidad de Córdoba, Argentina”, 7 de abril, disponible en <https://www.moodylocal.com/country/ar/ratings/subsov>, consultada el 05-12-2024.



Moody's, (2021), "Informe de calificación: Municipalidad de Córdoba", 26 de noviembre, disponible en <https://www.moodylocal.com/country/ar/ratings/subsov>, consultada el 05-12-2024.

Moody's, (2022), "Informe de calificación: Municipalidad de Córdoba", 30 de junio, disponible en <https://www.moodylocal.com/country/ar/ratings/subsov>, consultada el 05-12-2024.

Moody's, (2022a), "Regional Local Governments of Argentina: Weak growth and spending will strain",

Moody's Latin America, disponible en https://www.moody.com/research/Regional-Local-Governments-Argentina-Weak-growth-and-spending-will-strain--PBC_1348240?cid=YJZ7YNGSROZ5414, consultada el 10-12-2022

Municipalidad, (2016), "Prospecto de los títulos de deuda con vencimiento en 2024 emitido por la Ciudad de Córdoba", 22 de setiembre, circular de oferta, Nueva York.

Municipalidad, (2019), "Informe de situación económico-financiera de la Municipalidad de Córdoba", Secretaría de Economía y Finanzas, Comisión de Transición, Ord. N° 12.523, 2 de diciembre, Córdoba.

Municipalidad, (2020), "Llaryora reestructuró la deuda externa municipal de 150 millones de dólares", disponible en <https://cordoba.gob.ar/llaryora-reestructuro-la-deuda-externa-municipal-de-150-millones-de-dolares/>, consultada el 20-09-2024.

OTES, (2021), "Ingresos y gastos de la municipalidad de Córdoba", Observatorio de Trabajo Economía y Sociedad (OTES), Informe especial, agosto, disponible en <https://otescba.com/>, consultada el 05-12-2024.

Polanyi, Karl, (1989), *La gran transformación: crítica del liberalismo económico*, La Piqueta, Madrid.

Ruggie, John G (2003) "Taking Embedded Liberalism Global: The Corporate Connection", in *Taming Globalization: Frontiers of Governance New Perspectives on Regulation*, Held and Koenig (eds), Cambridge: Polity Press.

Ruggie, John G, (1982) "International regimes, transactions, and change: embedded liberalism in the postwar economic order", Vol. 36, No. 2, pp. 379-415, *International Organization*, London.

Schweinheim, Guillermo, (2017), "El sistema de administración financiera en la Argentina: orígenes, desarrollo y escenarios futuros", *Estado abierto*, Vol. 2, N° 1, pp. 115-116, Buenos Aires.

Sousa Santos, Boaventura, (2003), *Crítica de la razón indolente: contra el desperdicio de la experiencia*, Desclée de Brouwer, Bilbao



Tamagno, Germán A., (2024), "La reestructuración de la deuda externa de la Municipalidad de Córdoba 2020: mecanismos de control del endeudamiento subnacional", Informe final de Beca de Pregrado, Director Manzo A., CIJS, UNC, Córdoba (inédito).

Sobre el autor

Dr. Alejandro Gabriel Manzo es Investigador Independiente del Consejo de Investigaciones Científicas y Tecnológicas (CONICET) en el Instituto de Estudios sobre Derecho, Justicia y Sociedad (IDEJUS), dependiente simultáneamente de CONICET y la Universidad Nacional de Córdoba (UNC), Argentina. Doctor en Derecho y Ciencias Sociales, UNC, Argentina. E-mail: alemanzo@unc.edu.ar. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-9512-0798>.

Declaración de conflicto de intereses

No existen posibles conflictos de intereses en la realización y comunicación de la investigación.

Información sobre financiación

Esta investigación se realizó con apoyo financiero de CONICET y SECyT-UNC, Argentina.

Declaración de disponibilidad de datos

Los datos que respaldan las conclusiones de este estudio están disponibles en el propio artículo.

Declaración sobre el uso de Inteligencia Artificial

No se ha utilizado una herramienta de IA en el desarrollo de este trabajo.

Editoras responsables de la revisión y Edición

Carolina Alves Vestena e Bruna Bataglia.

