

La Argentina y la crisis internacional

Mario Damill y Roberto Frenkel
Abril de 2009

Cuando las primeras detonaciones de la crisis financiera internacional comenzaban a hacerse oír, a mediados de 2007, la Argentina se encontraba ya transitando una etapa en la que algunos de los logros macroeconómicos y sociales del período iniciado en 2002 mostraban signos de deterioro o se debilitaban por razones de origen interno.

Entre 2003 y 2005, el esquema macroeconómico adoptado desde 2002, con eje central en la política de tipo de cambio real elevado y estable, fue muy exitoso; hizo posibles tasas de crecimiento de la inversión bruta, del producto y del empleo similares o superiores a los mejores registros históricos.

Luego de 2005, sin embargo, esa expansión comenzó a enfrentar dificultades, entre las que sobresalía un aumento significativo del ritmo inflacionario que no tuvo una respuesta de política económica integral. A partir de ese hecho, el esquema de política macroeconómica perdió coherencia. Pese a ello, la economía Argentina presentaba aún, al iniciarse la crisis internacional, cierto margen para compensar o amortiguar el efecto de shocks internos y externos negativos. Los puntos fuertes incluían un relativamente elevado acervo de reservas de divisas, un significativo superávit en el comercio con el resto del mundo, y una situación fiscal moderadamente superavitaria, aunque en progresivo deterioro. El tipo de cambio real multilateral se mantenía también en un nivel históricamente alto.

Luego, en el año 2008, el panorama macroeconómico empeoraría inicialmente como resultado del grave conflicto entre el gobierno y el sector agropecuario en torno a los impuestos a la exportación. Esa disputa desembocó en una importante derrota política del gobierno, por entonces recientemente asumido, de Cristina Fernández de Kirchner, produjo un aumento de la incertidumbre y contribuyó así a acentuar las salidas de capitales. Las salidas de capitales habían comenzado a mediados de 2007, asociadas con dos fenómenos: por el lado doméstico, con la verificación de que la manipulación de los datos del INDEC para subestimar la tasa de inflación iba a ser una conducta continuada y sistemática y, por el lado externo, en coincidencia con el inicio de la crisis del mercado de hipotecas *subprime* en los Estados Unidos.

Una nueva etapa se inicia cuando a ese escenario ya problemático se agregan, con especial intensidad desde setiembre de 2008, los impactos negativos derivados de la crisis internacional, que afectaron especialmente a los precios de exportación y a la demanda del resto del mundo dirigida a bienes producidos localmente. A fines de ese año se interrumpe la larga expansión que había comenzado en el primer semestre de 2002, y la economía ingresa en una fase recesiva.



El régimen macroeconómico de TCRCE

A la salida de la gran crisis económica y política de 2001 y 2002, se configuró un esquema macroeconómico basado en los siguientes pilares: un tipo de cambio real alto y estable, superávit fiscal y de la cuenta corriente del balance de pagos, y una política monetaria que procuró a un tiempo sostener el tipo de cambio en niveles elevados, facilitar la recuperación de la liquidez, restablecer la salud del sistema bancario luego de la crisis y limitar, mediante acciones de esterilización, el efecto monetario expansivo que tendió a generar, desde mediados de 2002, la acumulación de reservas de divisas.

La reestructuración parcial de la deuda pública que estaba en situación de default desde fines de 2001, concretada en 2005, contribuyó a consolidar ese esquema, reduciendo el flujo de compromisos de intereses en cabeza del sector público, así como el monto del capital adeudado, y alargando considerablemente el plazo medio de las obligaciones financieras del Estado.

Ese esquema macroeconómico fue extraordinariamente exitoso hasta 2006. Permitió que se alcanzaran sostenidamente tasas de crecimiento del producto de entre 8 y 9% anual. Dio lugar también a una recuperación notable del empleo, en especial de las ocupaciones a tiempo completo, con la consiguiente reducción de la desocupación y de la subocupación. Al mismo tiempo, la productividad laboral y los salarios reales ganaron rápidamente terreno desde los valores muy bajos a los que habían descendido a lo largo de la depresión de 1998-2001 y más aún en los meses más críticos de fines de 2001 y comienzos de 2002.

Esa rápida expansión se dio en un contexto de inflación relativamente baja. El impacto inflacionario de la devaluación de inicios de 2002 fue bastante limitado, y luego de una suba inicial importante, los ritmos de variación de precios se aquietaron para alcanzar un mínimo del orden de 3% anual en 2003. La estabilización de las tasas inflacionarias se logró luego de que, hacia mediados de 2002, el gobierno consiguiera a su vez estabilizar la tasa cambiaria, que se había incrementado rápidamente desde que, a comienzos de febrero de ese año, se adoptara un régimen de tipo de cambio flotante, a la salida de la convertibilidad. La estabilización cambiaria fue posibilitada por un conjunto de acciones que incluyeron la exigencia a los exportadores de liquidar las divisas internamente, y controles a las salidas de capitales. Una vez estabilizado el mercado cambiario, las expectativas de mayor depreciación cedieron. Por el contrario, se configuró rápidamente, en 2003, una situación favorable a los ingresos de capitales del exterior, lo que llevó al Banco Central a intervenir sostenidamente, acumulando reservas, para evitar la apreciación nominal, compensando parcialmente la expansión monetaria resultante mediante la colocación de instrumentos financieros de corto plazo.

Aislamiento financiero y baja intermediación financiera interna

La evolución financiera es un aspecto interesante y peculiar de ese período de expansión. Por un lado, desde la declaración del default, el país se mantuvo prácticamente aislado de los mercados financieros internacionales, y no contó con el apoyo del FMI, quien de hecho se convirtió, desde el estallido de la crisis a fines de 2001, en un receptor neto de pagos del país. En medio de permanentes y difíciles negociaciones, la deuda con el Fondo fue siendo progresivamente reducida, hasta

que, a comienzos de 2006, el gobierno argentino decidió utilizar algo menos de 10 mil millones de las reservas del Banco Central para cancelar el saldo de deuda existente con el organismo y, de este modo, aumentar el margen de maniobra de la política económica.

La reestructuración de la deuda pública en 2005 no modificó esa situación de aislamiento financiero, por diversas razones. En primer lugar, la aceptación del canje de los títulos en default por los que se ofrecían a cambio no fue completa, ya que quedaron alrededor de 20 mil millones de dólares de papeles sin canjear, con las consiguientes demandas judiciales de los *holdouts* contra el gobierno argentino. Además, se mantuvo la situación de incumplimiento con los gobiernos nucleados en el Club de París, mientras que seguían su curso numerosas causas de empresas contra la Argentina en el CIADI, cuestionando y requiriendo compensación por varias de las medidas adoptadas a la salida de la crisis.

Mientras que en el plano externo se mantenía una situación de aislamiento financiero, el sistema bancario doméstico había resultado fuertemente reducido como consecuencia de la crisis de 2001-2002, que produjo una violenta contracción del volumen de intermediación interna y dañó seriamente los balances de muchas entidades, las que requirieron de una intensa actividad del Banco Central como prestamista de última instancia, especialmente a lo largo de 2002.

Cuando, desde fines de 2002, la demanda de pesos empezó a recuperarse, las entidades financieras comenzaron también a recuperar depósitos del público. Sin embargo, en un contexto aún incierto, priorizaron la utilización de los nuevos recursos captados para reducir el endeudamiento con el Banco Central al que habían acudido para sortear la fase más seria de la crisis, y para recomponer sus niveles de liquidez. El crédito al sector privado también comenzó a crecer, pero desde niveles muy bajos, por lo que puede decirse que la recuperación económica durante los años 2000 se produjo prácticamente sin crédito, externo ni interno.

La siguiente tabla ilustra este punto.

**Base monetaria y préstamos bancarios
al sector privado, como porcentaje del PIB**

Año	Base Monetaria	Préstamos al S. Privado	
		En pesos	Totales
2002	9,3	9,7	11,2
2003	12,3	7,2	8,1
2004	11,7	7,6	8,6
2005	10,3	8,7	10,0
2006	12,2	9,6	11,4
2007	12,2	11,1	13,1
2008	10,5	10,5	12,5

Fuente: Econométrica

Se observa que la base monetaria se recuperó luego de la crisis y osciló en niveles de entre 10 y 12 puntos del PIB, pero el volumen del crédito bancario al

sector privado se mantuvo en niveles inferiores a los de ese agregado monetario, y si bien creció desde 2003 en adelante, se mantuvo aún en volúmenes que son extremadamente bajos en comparación internacional. En 2008, por ejemplo, el acervo de préstamos en pesos del sistema bancario local apenas igualaba el tamaño de la base monetaria.

Esta situación de aislamiento financiero, y la limitada relevancia de la intermediación financiera interna serían más adelante, al estallar la crisis financiera internacional, un tanto paradójicamente, factores de atenuación de la transmisión al interior de la economía de los efectos financieros derivados de dicha crisis.

La inflación y el deterioro progresivo del cuadro macroeconómico

Con el tiempo, como ya se indicó, fueron configurándose algunos problemas para el manejo macroeconómico. El principal de ellos fue el incremento de la inflación. A partir de los niveles mínimos para la etapa alcanzados en 2003, en torno al 3% anual, la inflación medida por el IPC se duplicó en 2004 y volvió a duplicarse en 2005, superando el 12%.

En 2006 el gobierno consiguió detener la aceleración mediante algunas acciones puntuales, que afectaron a mercados específicos. Fue especialmente efectiva la intervención en el mercado de la carne, cuyo precio tiene una fuerte ponderación en el IPC.

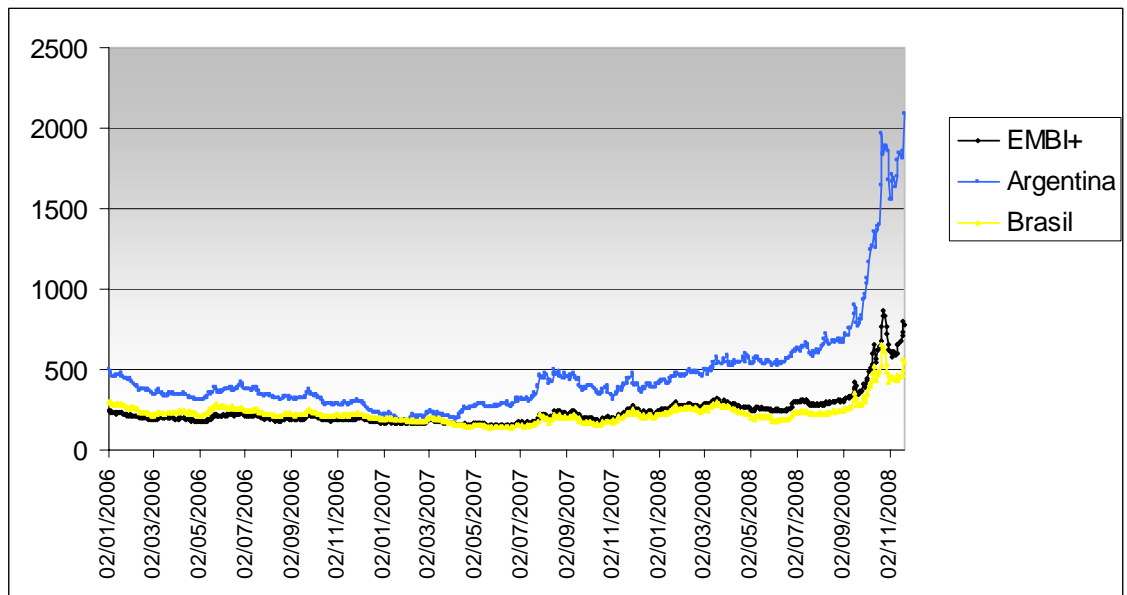
La persistencia de las presiones inflacionarias no llevó a las autoridades a encarar un programa integral de estabilización. Desde comienzos de 2007 recurrieron, en cambio, a algunas líneas de acción que contribuirían a generar un mayor deterioro de la situación macroeconómica. La primera de ellas fue la decisión de alterar las formas de cómputo del índice de precios al consumidor. Mediante diversas intervenciones discrecionales, en una situación conflictiva que deterioró grandemente la credibilidad de las estadísticas oficiales, comenzaron a difundirse datos de precios que presentaban variaciones significativamente por debajo de las estimadas por fuentes privadas, y también muy inferiores a las calculadas por los institutos de estadística provinciales que mantuvieron su autonomía en relación con el gobierno nacional. La economía fue perdiendo al IPC como referencia socialmente aceptada en las discusiones sobre reajustes de contratos nominales, y fueron también afectados cálculos como los relativos a la incidencia de la pobreza y de la indigencia, para los cuáles se utiliza información de canastas parciales que integran el IPC y que estuvieron también sujetas a manipulación.

Además del daño generado por el oscurecimiento estadístico de la economía, las cifras de inflación del IPC son la fuente de cálculo de un coeficiente, llamado CER (Coeficiente de Estabilización de Referencia), que se utiliza para el ajuste de deudas, en especial de buena parte de la deuda en pesos emitida por el gobierno nacional en ocasión de la reestructuración llevada a cabo en 2005. En la medida en que el IPC subestima la inflación, lo mismo sucede con el CER y, por ende, los porcentajes de reajuste del capital de las deudas resultan inferiores a lo que resultaría sin tal manipulación.

Esa es seguramente la principal razón por la que la deuda argentina fue castigada por los mercados, desde comienzos de 2007, según refleja muy nítidamente la serie de "riesgo país". Como puede verse en el gráfico siguiente, el diferencial por riesgo que afrontaba la deuda argentina a comienzos de 2007 se

había igualado, prácticamente, a la media de los mercados emergentes. En ese momento las primas de riesgo tocaron un mínimo histórico significativamente inferior que el mínimo previo a las crisis asiáticas, y también significativamente inferior que el spread de los bonos de alto rendimiento de los EE.UU.. Pero enseguida el spread afrontado por la deuda argentina se despegó del resto, subiendo muy por encima de la media de los mercados emergentes, debido a que la intervención en las cifras de inflación fue interpretada como una suerte de quita sobre el capital de la deuda en pesos, y la desconfianza se extendió inmediatamente a las cotizaciones de otros instrumentos de deuda no ajustados por CER, como es el caso de la emitida en dólares.

Primas de riesgo país de mercados emergentes
EMBI+, Argentina y Brasil (en puntos básicos)



Fuente: MECON

Otro cambio importante en esta etapa estuvo dado por el sesgo expansivo que fue adquiriendo la política fiscal. Esta había sido contractiva al comienzo de la fase de fuerte crecimiento. Entre 2001 y 2004 se produjo un fuerte ajuste del resultado de las cuentas públicas, que se debió sólo en parte a la reducción de la carga de intereses sobre la deuda originada en el default. La introducción de impuestos a la exportación, que captaron parte del efecto redistributivo de la devaluación, y luego el efecto de la rápida expansión económica sobre la recaudación tributaria jugaron también papeles relevantes.

El giro expansivo de la política fiscal, que comenzó en 2005, se acentuó posteriormente, en 2007, lo que puede atribuirse en parte a que ese fue un año electoral, en el que el gobierno pretendía y lograría imponer su propia sucesión. Abandonando la idea, planteada hasta 2005, de conformar un fondo fiscal anticíclico, en 2006 y 2007 la política fiscal adicionó un impulso positivo a la



demanda agregada del orden de un punto del PIB por año, por la paulatina reducción del superávit primario.

Este hecho constituyó, de hecho, la alteración de uno de los pilares de la orientación hasta entonces dominante. En efecto, el esquema macroeconómico basado en un tipo de cambio real elevado y estable se había revelado como un poderoso mecanismo de crecimiento. Los precios relativos favorables al sector transable estuvieron en la base de la muy fuerte recuperación de la rentabilidad empresarial y de las tasas de inversión, que a su vez favoreció el crecimiento por la vía de la mayor demanda y, al mismo tiempo, de la creación de nueva capacidad productiva. Pero ese fuerte impulso expansivo derivado de la política cambiaria requiere de la administración macroeconómica el empleo de mecanismos compensadores, con el fin de establecer ciertos límites al crecimiento de la demanda nominal y contener así la configuración de presiones inflacionarias.

Como se indicó más arriba, había presiones inflacionarias evidentes operando sobre la economía argentina. La decisión de cambiar el sesgo de la política fiscal en sentido expansivo las acentuó, mientras que la intervención sobre las cifras oficiales de inflación procuraba que el fenómeno permaneciese oculto.

Cuando, a fines de 2007, asumiera la presidenta Cristina Fernández de Kirchner, la economía mantenía su rápido sendero expansivo, las tasas de inflación se habían incrementado aunque no lo revelaran así los indicadores oficiales, el nivel de reservas de divisas era muy elevado, al igual que el superávit del comercio con el resto del mundo y, pese al giro expansivo de la política fiscal, aún se alcanzaba un superávit de las cuentas públicas.

Los impactos derivados de la crisis internacional

Desde mediados de 2007 comienzan a sentirse los efectos de la crisis internacional. Como ya se indicó, los mecanismos de transmisión de las perturbaciones financieras fueron limitados, dada la situación preexistente de relativo aislamiento financiero del país, y el escaso volumen de la intermediación financiera interna.

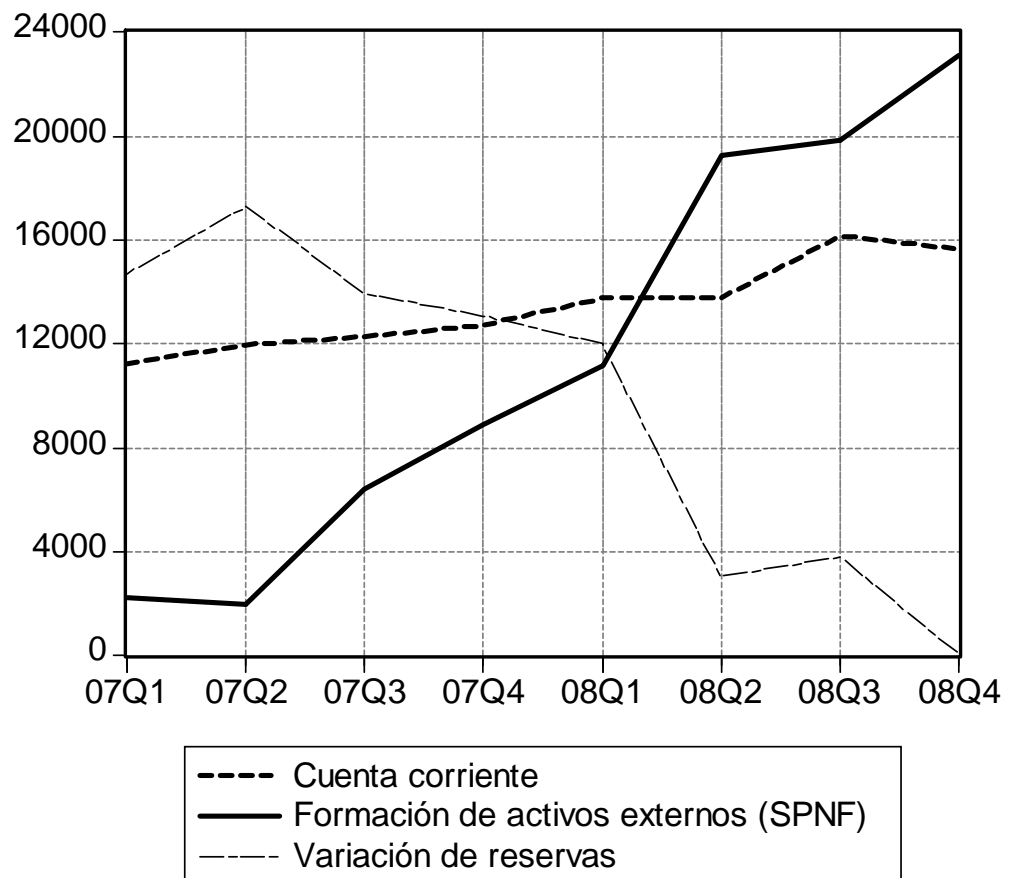
En realidad, uno de los efectos iniciales más significativos derivados de la crisis subprime no fue negativo, sino lo contrario, porque tomó la forma de un fuerte aumento de los precios de las commodities, el que ha sido atribuido en alguna medida al desplazamiento de fondos especulativos desde mercados juzgados de mayor riesgo hacia los futuros de commodities, cuyos precios a su vez habrían impactado sobre los precios spot. Lo cierto es que precios como el de la soja, el principal producto de exportación del país, subieron fuertemente en la segunda mitad de 2007.

Contradictoriamente, ese impacto positivo acabó convirtiéndose, para el gobierno argentino, en el origen de su primera y muy importante derrota política en el período de Cristina Fernández. En efecto, la reacción gubernamental ante esa suba de precios fue la de incrementar los impuestos de exportación al sector agropecuario, con el fin de obtener recursos adicionales. Esto dio lugar, a lo largo del segundo trimestre de 2008, a un fuerte enfrentamiento con ese sector, el que concitó mucha adhesión en otros sectores sociales. El conflicto desembocaría en una votación en el Parlamento en la que la posición oficial fue finalmente derrotada.

El clima de enfrentamiento y tensión social y política generado en este período de disputa produjo un significativo deterioro de las expectativas sobre el curso futuro de la economía y se acentuaron las salidas de capitales que habían comenzado en el segundo semestre de 2007. Esto ocurría meses antes del agravamiento de las turbulencias financieras externas que se produciría luego de la quiebra del banco Lehman Brothers.

Las salidas de capitales (la partida "formación de activos externos del sector privado no financiero", del balance cambiario, ilustrada en el gráfico siguiente) superó un promedio de dos mil millones de dólares mensuales desde el segundo trimestre de 2008, y acumuló alrededor de 23 mil millones en el año. No hubo pérdida aparente de reservas, en parte porque se mantenía un elevado nivel de superávit del comercio y también porque, aún en el marco de relativo aislamiento financiero externo, el Banco Central obtuvo recursos del BIS que le permitieron limitar el impacto negativo sobre su acervo de divisas.

Datos del balance cambiario.
Variaciones acumuladas en cuatro trimestres consecutivos,
en millones de dólares.



Fuente: BCRA.



Un reflejo de esas decisiones de portafolio privadas se verifica en el comportamiento de los depósitos bancarios. Los depósitos totales en pesos del sector privado no financiero en los bancos cayeron un 3% en términos nominales entre marzo de 2008 y marzo de 2009. Esa declinación supone una contracción real muy significativa, próxima a 20%, la que se produjo principalmente con posterioridad a setiembre de 2008.

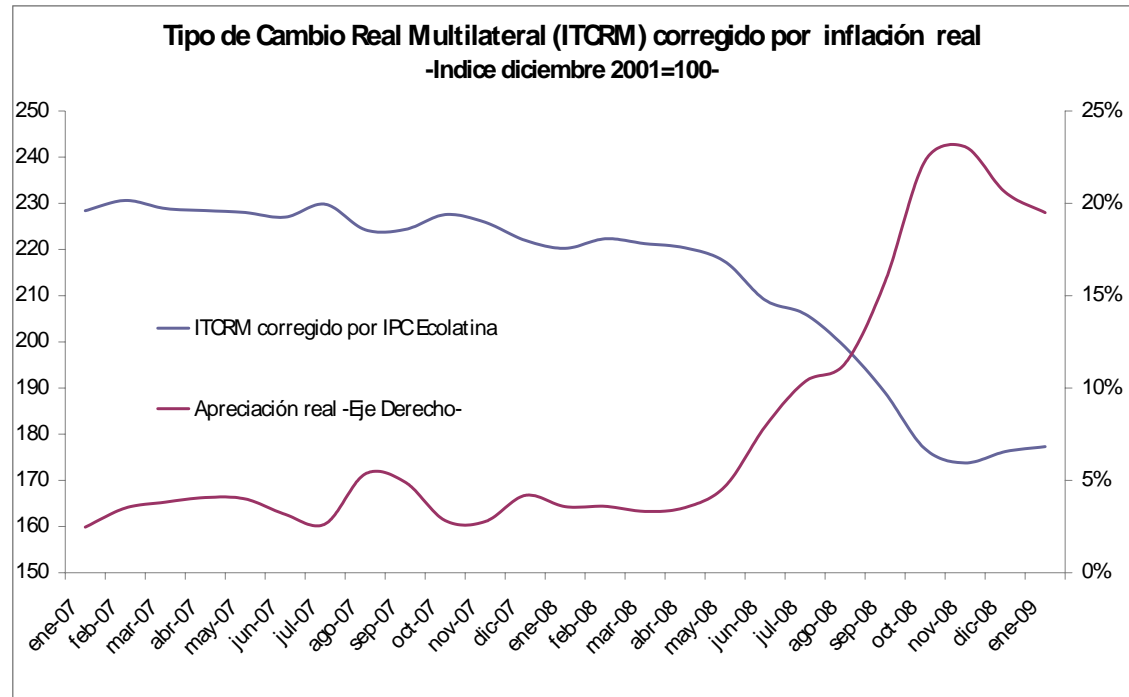
En este período, el Banco Central instrumentó diversas medidas dirigidas a mantener la liquidez del sistema bancario. Es también desde el segundo trimestre de 2008 que empieza a observarse cierta desaceleración de la economía, aunque el nivel de actividad recién acusaría un efecto negativo marcado en el cuarto trimestre de ese año, principalmente como resultado del fuerte empeoramiento de las condiciones de mercado enfrentadas por las exportaciones del país, tanto en lo que se refiere a precios cuanto a cantidades.

Si bien la información oficial está sujeta a problemas de credibilidad, los indicadores privados disponibles coinciden en señalar que la economía habría ingresado en una fase contractiva a fines de 2008, y en el primer trimestre de 2009 presentaría una caída del producto del orden de 4 a 5% interanual.

Merece mención el hecho de que, como parte de la disputa entre el gobierno y el sector agropecuario mencionada más arriba, y aparentemente como forma de sancionar de algún modo a dicho sector, las autoridades permitieron que la paridad cambiaria nominal se deslizara significativamente hacia abajo, en el segundo trimestre de 2008, en simultaneidad con un proceso inflacionario sostenido. Esa apreciación nominal fue una señal muy negativa para los productores de bienes transables, en la medida en que sembró dudas acerca de la continuidad a largo plazo de la política de tipo de cambio real alto y estable. Las dudas sobre el curso futuro de un aspecto central del esquema macroeconómico de los 2000 son fuente de incertidumbre sobre la rentabilidad y, en consecuencia, acaban afectando las decisiones de inversión. Esa apreciación nominal pareció una señal intencionada de que se abandonaba el rumbo previo, es decir, el esquema macro basado en una política de tipo de cambio real elevado y estable, pero no para orientarse en otro rumbo, sino para ponerse a la deriva.

Por otra parte, frente a la crisis, muchas otras economías emergentes, incluida la mayor parte de las de la región latinoamericana, devaluaron sus monedas, pero la Argentina enfrenta dificultades para hacerlo porque tomó cuerpo la creencia de que una devaluación mayor generaría expectativas de ulteriores aumentos del tipo de cambio e intensificaría así las salidas de capitales.

De tal manera, la paridad real ha tendido a deteriorarse en el último año, y el país enfrenta la crisis internacional con el tipo de cambio real más bajo desde la salida de la crisis de la convertibilidad. Como puede verse en el gráfico siguiente, en el último año la apreciación del tipo de cambio real multilateral ha sido del orden de 20 por ciento.



Fuente: Ecolatina

Es notable que la Argentina haya comenzado a sufrir intensas salidas de capitales antes del agravamiento de la crisis global, en un momento en que mantenía aún superávit fiscal, superávit en la cuenta corriente del balance de pagos, un tipo de cambio todavía elevado en términos reales, y experimentaba un shock favorable en el precio de sus principales productos de exportación. Esas salidas no pueden sino atribuirse al desgajamiento del esquema macroeconómico que tanto éxito había tenido en la etapa anterior, y a la pérdida de rumbo de la gestión económica.

En el nuevo contexto, el relativo aislamiento financiero externo de la economía argentina tiene consecuencias más graves. El mismo obliga cubrir los vencimientos externos con el flujo neto del resultado de la cuenta corriente (que en 2009 podría aproximarse en realidad al equilibrio, debido a que el superavit comercial caería sustancialmente), más los recursos de fuentes multilaterales y reducción de reservas.

Hasta 2008, ese relativo aislamiento financiero no había impedido a la Argentina transitar más o menos airoosamente por períodos de turbulencia financiera externa, merced a la preservación de superávits en sus cuentas públicas y en la cuenta corriente del balance de pagos. Sin embargo, el gobierno enfrentaba de todos modos algunos problemas para refinanciar las obligaciones que iban venciendo. Carente de acceso a los mercados financieros internacionales, se veía obligado a recurrir a la venta de bonos al gobierno de Venezuela, así como a algunas fuentes internas.

Cuando el panorama financiero global comenzó a deteriorarse de manera más intensa a lo largo de ese año, la economía ya estaba debilitada por los hechos



que se han señalado, y el acceso a los fondos de Venezuela se complicó, en principio por acciones de ese gobierno (que vendió bonos argentinos en el mercado poco después de comprarlos, generando caídas en los precios) y más tarde por la declinación de los precios del petróleo, que redujo los ingresos de divisas de ese país. Así, las condiciones para hacer frente a las necesidades financieras de 2009 y 2010 se hicieron sensiblemente más complicadas.

Lo mismo puede decirse de los márgenes de maniobra para ejecutar políticas fiscales contracíclicas, como requería el impacto depresivo de la contracción internacional sobre la demanda agregada. Frente a ese cuadro, el gobierno recurrió nuevamente a acciones extraordinarias. En especial, resolvió reformar el sistema previsional, eliminando el sistema privado de capitalización y retornando a un sistema estatal basado en el mecanismo de reparto. Con ello, el sistema previsional estatal accedió, por un lado, al stock de activos antes en poder de las administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones, pero además, a un flujo de fondos resultante de los aportes de los afiliados al sistema, de magnitud muy considerable. Estos recursos compensarían en buena parte la pérdida de recursos fiscales en 2009 originada en la declinación de los precios de exportación y en la reducción del nivel de actividad, aunque sin impedir, muy probablemente, un nuevo deterioro del resultado fiscal agregado. Por otra parte, la medida constituyó en sí misma otra fuente de incertidumbre, que afectó las expectativas del sector privado sobre las perspectivas de largo plazo de la economía.

A las mismas circunstancias locales que determinan el aislamiento financiero externo es atribuible que el país no haya sido candidato a los swaps que la Reserva Federal concedió a Brasil y México a fines de octubre de 2008, o que no haya estado en condiciones de reclamar un trato similar, que no le resultara asequible la facilidad de liquidez creada por el FMI en octubre de 2008 y que probablemente tampoco le resulte asequible la nueva línea creada por el FMI en marzo de 2009 (la línea de crédito flexible).

Sin embargo, el reciente acuerdo de swap con China, aún cuando falta conocer sus detalles, representa un fortalecimiento de las reservas y, por otro lado, debe considerarse el potencial acceso a recursos del FMI luego del incremento de los mismos decidido en la reunión del G-20. Una y otra fuente contribuirían a aliviar las presiones sobre las reservas en 2009 y 2010.

Las crecientes dificultades económicas que viene experimentando la Argentina tienen derivaciones políticas importantes. En 2009 se efectuarán elecciones legislativas que encuentran al gobierno debilitado. Por ello, el Ejecutivo resolvió adelantar los comicios, que debían realizarse en octubre y tendrán lugar en junio. Procura con esto evitar que se llegue a ese acontecimiento enfrentando un deterioro mayor en la situación económica y social, que pudiera arrojar una votación desfavorable para el oficialismo.

Sin embargo, el anticipo de las elecciones anticipa también el momento en que deberían producirse modificaciones de la política macroeconómica, en especial, una corrección del tipo de cambio que permita revertir la apreciación producida en el último año para enfrentar en mejores condiciones el empeoramiento del contexto internacional.

El Banco Central cuenta con reservas suficientes para sostener la política actual de intervención, dirigida aparentemente a producir una depreciación suave de



la paridad, evitando saltos bruscos. Sin embargo, se configuran así equilibrios precarios que no permiten descartar una nueva intensificación de las salidas de capitales antes de los comicios. Si el resultado de las elecciones constituyese una derrota del oficialismo, lo que no parece un evento de baja probabilidad, eso alimentaría una mayor incertidumbre, como consecuencia de los problemas de gobernabilidad que el gobierno de Cristina Kirchner debería enfrentar en los próximos dos años.