

# Oferta y demanda de dólares: ¿Están en equilibrio?

Por Guillermo Bellingi

**El análisis de la Balanza de Pagos 2008 de Argentina es una herramienta útil para descifrar los ingresos y egresos de dólares y sus principales oferentes y demandantes. Ello arroja luz sobre el nivel actual del valor del dólar y los fundamentos de posibles tensiones cambiarias durante 2009. ¿Existe el riesgo de una corrida sobre el dólar que obligue a una gran pérdida de reservas y con ello a una fuerte devaluación del peso, similar a la vivida en 2002?**

## Introducción

El Balance de Pagos es un buen indicador de la oferta y demanda de dólares y de su análisis se puede vislumbrar la presencia de presiones por el lado de la demanda que podrían impulsar la devaluación del peso o forzar la intervención del Banco Central como oferente principal.

El balance correspondiente al año 2008 mostró un cierto equilibrio entre las fuentes (oferta de dólares) y las fugas (demanda), de tal modo que la variación de reservas del Banco Central durante ese período fue prácticamente nula.

Sin embargo, tal situación de equilibrio requiere ser analizada con mayor detalle, tanto para tener una impresión de quiénes son los que ofrecen dólares y cómo los obtienen, como para evaluar quiénes los demandan y a dónde los destinan. Adicionalmente, la evolución por trimestre también muestra realidades diferentes del comportamiento del mercado cambiario en la primera parte del año, respecto de la última.

## El comportamiento de la Balanza de Pagos en 2008

El equilibrio general en la oferta y demanda de dólares contrasta con el comportamiento de los distintos componentes al interior del balance de pagos. Mientras la Cuenta Corriente (CC) fue superavitaria -siendo fuente del ingreso de dólares- la Cuenta Capital y Financiera (CCF) fue deficitaria, lo que implicó que, mientras que por las transacciones corrientes hubo ingreso de dólares, hubo fuga de capitales bajo sus diferentes formas.

Se observa también que el principal componente generador de ingreso de dólares fue el saldo del comercio de bienes. Efectivamente, el superávit por la compraventa de bienes fue de unos us\$16.000 millones. Cuando se le suma el saldo -deficitario- de los restantes componentes de la CC -y como consecuencia de la pérdida de dólares por la compraventa de servicios, más la pérdida por giros de utilidades y pagos de intereses- entonces el saldo de dicha cuenta es un superávit reducido a casi us\$7.600 millones.

Por su parte, la CCF mostró una pérdida de divisas equivalente a unos us\$9.200 millones. Esto es lo que habitualmente se denomina como "fuga de capitales". La diferencia negativa entre el saldo de la CCF y el de la CC, terminó arrojando una

variación de reservas del BCRA casi nula (us\$9 millones), como consecuencia del ingreso de divisas bajo el abarcativo título de “Errores y Omisiones”, cuyo monto rondó los us\$1.600 millones.

El cuadro 1 muestra la evolución de los principales componentes de la balanza de pagos en función de su contribución como fuente o como factor de fuga de dólares.

**Cuadro N°1**  
**Principales fuentes de ingreso y fuga de dólares en el año 2008. En millones de us\$**

	Fuentes 2008	Fugas 2008
<b>Cuenta corriente</b>	<b>7,588</b>	Fuente
Mercancías	<b>16,042</b>	Fuente
Servicios	Fuga	<b>-926</b>
Rentas	Fuga	<b>-7,489</b>
Intereses	Fuga	<b>-1,498</b>
Utilidades y Dividendos	Fuga	<b>-5,930</b>
<b>Cuenta capital y financiera</b>	Fuga	<b>-9,191</b>
BCRA	<b>2,310</b>	Fuente
Otras entidades financieras	Fuga	<b>-90</b>
Sector Público no Financiero	Fuga	<b>-253</b>
Sector Privado No Financiero	Fuga	<b>-11,293</b>
<b>Errores y Omisiones Netos</b>	<b>1,612</b>	Fuente
<b>Variación de Reservas Internacionales</b>	<b>9</b>	Fuente

Fuente: CIEPYC en base Ministerio de Economía de la Nación

Al interior de la CCF, es fundamental destacar el comportamiento del concepto “Sector privado no financiero”, que mostró una salida de dólares equivalente a casi us\$11.300 millones.

Sin embargo, el saldo de la CCF no fue un rojo equivalente, como consecuencia de los ingresos de us\$2.310 millones logrados a través del BCRA por el Banco Internacional de Pagos de Basilea (BIS).

Este apartado dio cuenta de la salida de dólares que hacen los residentes por la compra de activos contra no residentes o la cancelación de pasivos a no residentes. Los ingresos por este rubro se corresponden con el endeudamiento o pasivos que los residentes generen hacia no residentes, o por la venta de activos que los residentes hagan a los no residentes.

En el cuadro 2 se expone de manera sintética y general los instrumentos considerados activos y pasivos. Claro que las definiciones son iguales para ambos (en general, salvo el caso de las reservas internacionales del Banco Central, por ejemplo), aunque esa condición depende de quién sea el emisor y quién el tenedor.

## Cuadro N°2 Tipos de Activos y Pasivos Externos

Descripción	Activo	Pasivo
Acciones de empresas*	El emisor es no residente, el tenedor es residente	Emisor local, tenedor externo
Bonos	Emitidos por otros gobiernos	Emitidos por el Estado Argentino
Depósitos de efectivo	Residentes que depositan en Suiza	No residentes depositan aquí
Lotes o Construcciones	Residentes compran casa en el exterior	No residente compra tierra en Patagonia
Crédito Comercial	Exportador que vende a cuenta	Importador que compra a crédito
Efectivo	Emitido por otros estados, en poder de residentes	Pesos emitidos por el Estado Argentino, en poder de no residentes
Reservas Internacionales	Oro, divisas, depósitos en poder del BCRA	No corresponde

\* Las acciones de empresas se pueden tener con el objetivo de obtener una participación duradera en la misma, en cuyo caso se denomina Inversión Directa, o bien pueden tenerse con fines transitorios (esto último también es aplicable a bonos) en cuyo caso se denomina Inversión en cartera

Fuente: CIEPYC en base Ministerio de Economía de la Nación

Hechas estas aclaraciones y a la luz de la evolución de la Balanza de Pagos durante 2008 podemos extraer las siguientes conclusiones:

§ El saldo comercial de bienes positivo y elevado fue el principal factor de ingreso de dólares a la economía argentina (oferta de dólares).

§ La Cuenta Corriente fue superavitaria gracias al comportamiento de las exportaciones netas de importaciones, dado que el resto de los componentes - servicios, intereses y remesas de utilidades- fueron fuertemente negativos.

§ El Banco Central en sus operaciones, logró un préstamo del BIS que le permitió morigerar el impacto de la salida de capitales del sector privado.

§ La Cuenta Capital y Financiera mostró una elevada fuga de capitales (demanda de dólares) principalmente por el comportamiento del sector privado no financiero (particulares y empresas).

§ Gracias al elevado superavit comercial, el balance de pagos mostró una variación prácticamente nula de reservas del Banco Central

### Balanza de Pagos, Tipo de Cambio y Reservas del BCRA

En los casos de tipo de cambio con flotación sucia, como el argentino -es decir, cuando se permite la libre actividad de la oferta y la demanda pero con una autoridad monetaria que define cuáles son los parámetros dentro de los cuales se dejará oscilar al dólar respecto del peso- el Balance de Pagos tiene un rol importante como indicador de las fuentes de oferta y de demanda de dólares.

Además, la capacidad del BCRA para hacer frente a los excesos de oferta o de demanda a los valores elegidos de tipo de cambio depende de su stock de reservas y de los flujos que lo incrementan o reducen.

Por ejemplo, durante el período de convertibilidad, la CC fue permanentemente deficitaria, en tanto que el endeudamiento público y privado, la extranjerización de las empresas y las privatizaciones de las empresas públicas garantizaban una Cuenta Capital y Financiera superavitaria, de modo que la variación de reservas fuese positiva y se pudiera sostener el tipo de cambio. No fue casual, en el crítico año 2001, que tanto la

CC como la CCF fuesen deficitarias, ocasionando una caída de las reservas del BCRA, incluso pese a los ingresos por el blindaje.

Por otro lado, a partir de 2002 la CC fue positiva y desde 2003 aporta dólares suficientes como para asegurar el crecimiento de las reservas del BCRA, independientemente del comportamiento de la CCF que tuvo algunos años de signo negativo.

### Cuadro N°3 Principales componentes de la Balanza de Pagos en millones de us\$

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Cuenta corriente	-8,209	-10,981	-5,104	-6,755	-12,116	-14,465	-11,910	-8,955
Cuenta capital y financiera	14,196	13,781	7,701	12,249	17,709	18,354	13,772	8,732
Errores y Omisiones Netos	-1,737	-2,118	-2,699	-1,611	-2,321	-451	-662	-216
Variación de Reservas Internacionales	4,250	682	-102	3,882	3,273	3,438	1,201	-439

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Cuenta corriente	-3,780	8,767	8,140	3,212	5,275	7,709	7,103	7,588
Cuenta capital y financiera	-5,442	-11,404	-3,173	1,518	3,424	-5,694	5,336	-9,191
Errores y Omisiones Netos	-2,861	-1,878	-1,387	590	158	1,518	659	1,612
Variación de Reservas Internacionales	-12,083	-4,516	3,581	5,319	8,857	3,530	13,098	9

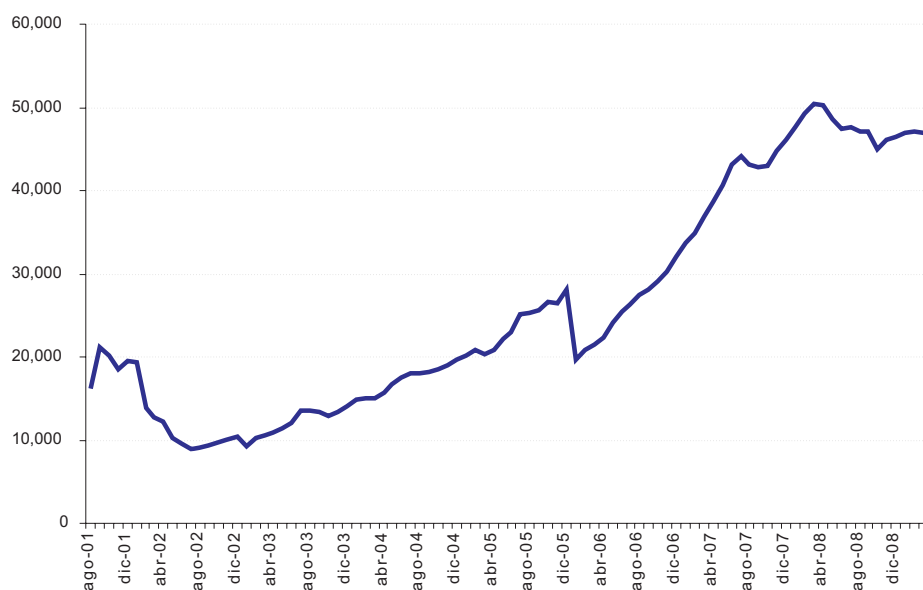
Fuente: CIEPYC en base Ministerio de Economía de la Nación

Así, al ritmo de una CC positiva y una CCF predominantemente superavitaria, el BCRA fue acumulando divisas de modo tal que su estrategia de fijación cambiaria no tuviera sobresaltos. Es más, en el año 2006 la variación de reservas fue positiva aún cuando el BCRA pagó us\$9.530 millones al FMI.

Efectivamente, luego de estar por debajo de los us\$10.000 millones durante varios meses de 2002, las reservas del BCRA mostraron una tendencia creciente más allá de fluctuaciones mínimas, alcanzando actualmente poco menos de us\$47.000 millones.

La evolución de los últimos ocho años se muestra en el gráfico 1.

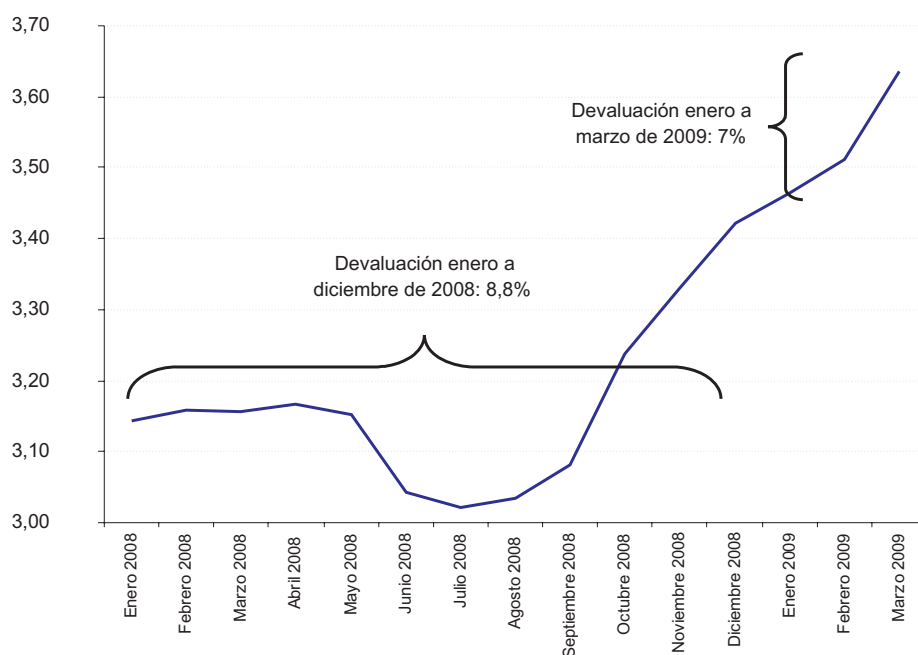
### Gráfico N°1 Evolución de las reservas del BCRA en millones de us\$



Fuente: CIEPYC en base Ministerio de Economía de la Nación

Tal crecimiento de las reservas le ha permitido al BCRA marcar el terreno de la flotación del tipo de cambio sin sobresaltos, y teniendo un rol caracterizado, durante la mayor parte del período previo, por las grandes compras para sostener el dólar. Así, aún en medio del conflicto con el campo, la baja de precios de los exportables y la crisis internacional, puede apreciarse en el gráfico 2 que el peso se devaluó en términos nominales casi un 9% durante todo 2008, mientras que en los primeros tres meses de 2009 lo hizo en un 7%.

**Gráfico N°2**  
**Tipo de cambio \$ por dólar enero 2008 a marzo 2009**



Fuente: CIEPYC en base Ministerio de Economía de la Nación

Justamente, a la luz de la mayor fuga de capitales observada durante 2008 y la mayor devaluación permitida al peso en los primeros meses de 2009, cabe preguntarse cuál puede ser el ritmo de la devaluación para los próximos meses, cuál será el grado de intervención del BCRA en el mercado cambiario y su consecuencia sobre las reservas.

Efectivamente, la discusión sobre el tipo de cambio necesario para sostener el nivel de actividad, los superávits -fiscal y externo- y la acumulación de reservas ha recrudecido últimamente a la luz de las devaluaciones permitidas por varios países de nuestra región (principalmente Brasil) frente al dólar y la incertidumbre y caída de actividad económica detrás de la crisis financiera mundial.

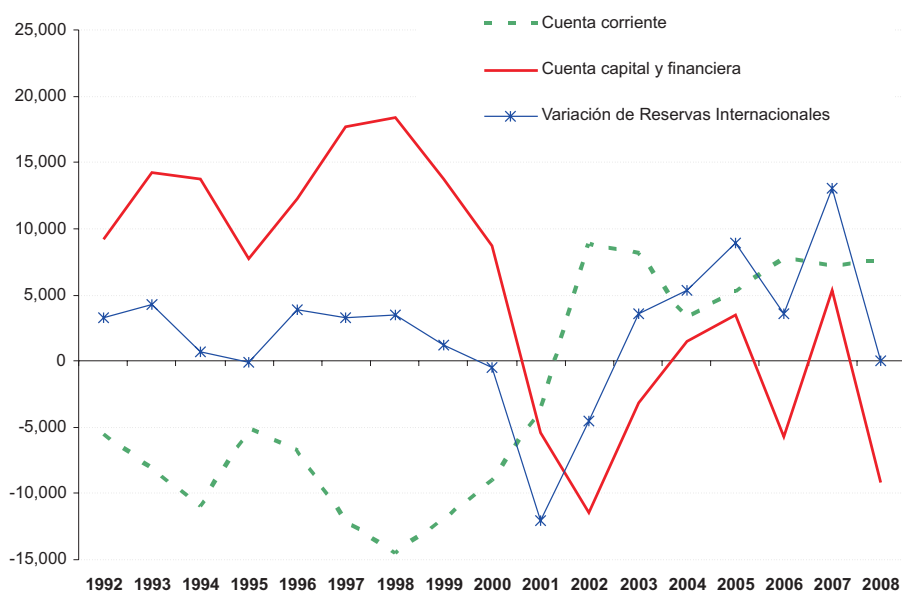
Así, ha surgido con fuerza un clima de incertidumbre, en medio del cual el dólar recuperó en pocos días unos cuantos centavos, que motivaron consultas sobre la posibilidad de una megadevaluación. De allí la importancia de observar la evolución del Balance de Pagos y sus componentes y la utilidad de realizar alguna comparación con la experiencia argentina devaluatoria de 2001.

### Cuenta Corriente y Cuenta Capital y Financiera: años recientes

En un intento por simplificar la interpretación de la CC y la CCF se podría decir que la primera resume las transacciones habituales y necesarias para el funcionamiento, en tanto que la segunda refleja los movimientos de capital al ritmo de la confianza, grado de solvencia y rentabilidad de la inversión en un país.

De esta manera se comprende mejor que, como se ve en el gráfico 3, la CC tiene un desempeño relativamente alejado de los vaivenes y la volatilidad que caracterizan a la CCF. Durante el período 1992-2001 la CC fue deficitaria, con valores absolutos elevados. A partir de 2002 su signo fue positivo, con niveles que oscilaron entre us\$4.000 y us\$8.000 millones aproximadamente.

**Gráfico N°3**  
**Cuenta Corriente, Cuenta Capital y Financiera y Variación de Reservas. Millones us\$**

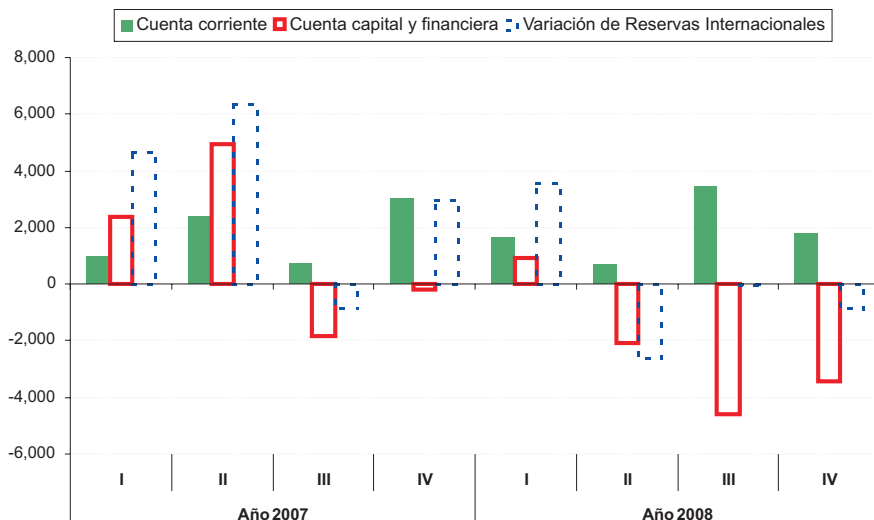


Fuente: CIEPYC en base Ministerio de Economía de la Nación

La CCF fue mucho más volátil, tanto en su signo como en su valor absoluto. Además, dada la relativa estabilidad de la CC, el ritmo de la variación de reservas estuvo marcado predominantemente por la Cuenta Capital y Financiera.

Particularmente en los últimos cuatro trimestres, como se ve en el gráfico 4, la fuga de capitales se agrandó, poniendo en cero la variación de reservas anual pese al elevado superávit de la CC.

**Gráfico N°4**  
**Rubros del Balance de Pagos en los últimos cuatro trimestres.**  
**Millones de us\$**



Fuente: CIEPYC en base Ministerio de Economía de la Nación

### Fantasmás y fuga de capitales: el recuerdo de 2001

Las presiones sobre la cotización del dólar, la incertidumbre local - basada esta vez en la internacional- la fuga de capitales del sector privado y el dólar como refugio son algunos datos de la realidad actual que, intuitiva o forzosamente, remiten a la situación previa a la devaluación de 2002.

Es intención en este apartado mostrar similitudes y diferencias económicas entre la fuga de capitales de 2001 y la que se verificó en 2008 por parte del sector privado no financiero.

La comparación no es antojadiza, sino que ya ha sido instalada desde diversos sectores, agitando fantasmas sobre la sostenibilidad del tipo de cambio, la capacidad de respuesta del BCRA, lo cual ha contribuido a generar un clima de firme demanda por dólares.

En el cuadro 4 se muestran los principales componentes del Balance de Pagos en 2001 y en 2008. Efectivamente, tanto en uno como en otro año se observa una salida de capitales del sector privado no financiero de fuerte magnitud (us\$13.800 millones en 2001 contra us\$11.300 millones en 2008).

**Cuadro N°4**  
**Balanza de Pagos en 2001 y 2008. Millones de us\$**

	2001	2008
<b>Cuenta corriente</b>	-3,780	7,588
Mercancías	7,385	16,042
Exportaciones fob	26,543	70,589
Importaciones fob	19,158	54,547
Servicios	-3,863	-926
Exportaciones de servicios	4,627	12,019
Importaciones de servicios	8,490	12,945
Rentas	-7,727	-7,489
Renta de la inversión	-7,731	-7,428
Intereses	-7,473	-1,498
Crédito	4,689	4,127
Débito	12,162	5,625
Utilidades y Dividendos	-258	-5,930
Crédito	635	1,488
Débito	893	7,418
Otras Rentas	4	-61
Transferencias corrientes	424	-38
<b>Cuenta capital y financiera</b>	-5,442	-9,191
Cuenta capital	157	135
Activos no financieros no producidos	157	135
Cuenta financiera	-5,598	-9,326
Sector Bancario	11,588	2,220
BCRA	10,743	2,310
Otras entidades financieras	845	-90
Sector Público no Financiero	-3,388	-253
Gobierno Nacional	-2,926	-28
Gobiernos Locales	-59	-102
Empresas y otros	-404	-123
Sector Privado No Financiero	-13,798	-11,293
Errores y Omisiones Netos	-2,861	1,612
<b>Variación de Reservas Internacionales</b>	-12,083	9

Fuente: CIEPYC en base Ministerio de Economía de la Nación

*Similitudes:*

- § Fuerte fuga de capitales del sector privado no financiero.
- § Saldo negativo de las cuentas Servicios y Rentas.
- § Superávit de la Cuenta Mercancías (exportaciones netas de importaciones de bienes).
- § Cuenta Capital y Financiera deficitaria.

*Diferencias:*

- § En 2008 el superávit de la Cuenta Mercancías es poco más del doble del alcanzado en 2001.
- § Por esa misma razón, la Cuenta Corriente es fuertemente superavitaria.
- § El déficit de la Cuenta Rentas se explica en 2008 más por las utilidades que por los intereses (en 2001 se había prohibido el giro de remesas y en 2008 los pagos de intereses están morigerados).
- § Las exportaciones de bienes en 2008 son 165% superiores a las de 2001.
- § Fundamentalmente, en 2001 hubo una voluntad de sostener un régimen que se desmoronaba, llegando el BCRA a tomar deuda por us\$10.000 millones para permitirle al sector privado que los fugue del país comprándolos a \$1. No



pareciera hoy ser esa la voluntad del gobierno.

En conclusión de la comparación puede decirse que en 2008 se observa que la creciente demanda de dólares por parte de los que quisieron fugar capitales fue satisfecha con la oferta de dólares generada por el superávit en el comercio de bienes.

Esta diferencia es sustancial. En otros años, la desconfianza de quienes no dejaban su plata en el país iba acompañada por la de aquellos que retaceaban liquidar el producido de sus exportaciones. Ahora la demanda de dólares de los que quieren refugiarse en ese billete es similar a la oferta neta de los exportadores de bienes. Así es como el Banco Central muestra una variación de reservas casi nula, mientras que en 2001 fue el garante de la acumulación de activos externos por parte del sector privado no financiero, ingresando dólares como endeudamiento que luego vendía a un peso al sector privado y a los bancos.

Puede decirse, en un sentido flexible, que si la variación de las reservas del Banco Central es casi nula, la oferta y la demanda de dólares están equilibradas sin su intervención, de donde se puede seguir que el valor actual del tipo de cambio es, en el sentido descrito, de equilibrio.

### La sostenibilidad del tipo de cambio en 2009

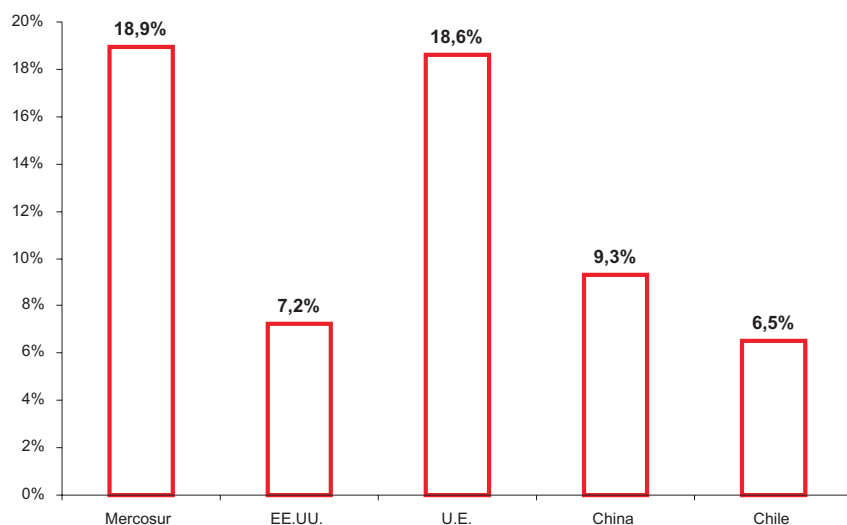
A la luz de los principales resultados obtenidos tras el análisis de la balanza de pagos y sus componentes durante 2008, cabe preguntarse cómo pueden evolucionar durante 2009 y, en consecuencia, cuál puede ser el comportamiento de la oferta y demanda de divisas.

Lo primero que debe remarcar es que la principal fuente de ingreso de divisas (oferta) ha sido el superávit de CC, cuyo fundamento es el saldo positivo de la compra venta de bienes con el resto del mundo. Recordado eso, vale decir que durante 2009 se espera una fuerte caída de las exportaciones argentinas, tanto por la menor demanda de los principales compradores -que repercutiría en las cantidades exportadas- como por la estabilización de los precios de los bienes exportados en niveles muy inferiores a los de años anteriores (principalmente 2007).

En el caso de la demanda de exportaciones, el 60% de las ventas están concentradas en Estados Unidos, Mercosur (Brasil), China, Chile y Unión Europea. Además del golpe a la actividad económica que significa la crisis internacional en la mayoría de los países, la pérdida de valor de las monedas brasileña y chilena son un factor adicional para alimentar la caída de nuestras ventas hacia esos países. Incluso, en aquellos bienes en los que competimos en la provisión a terceros países, el margen por la devaluación de sus monedas los deja mejor posicionados para colocar sus excedentes.

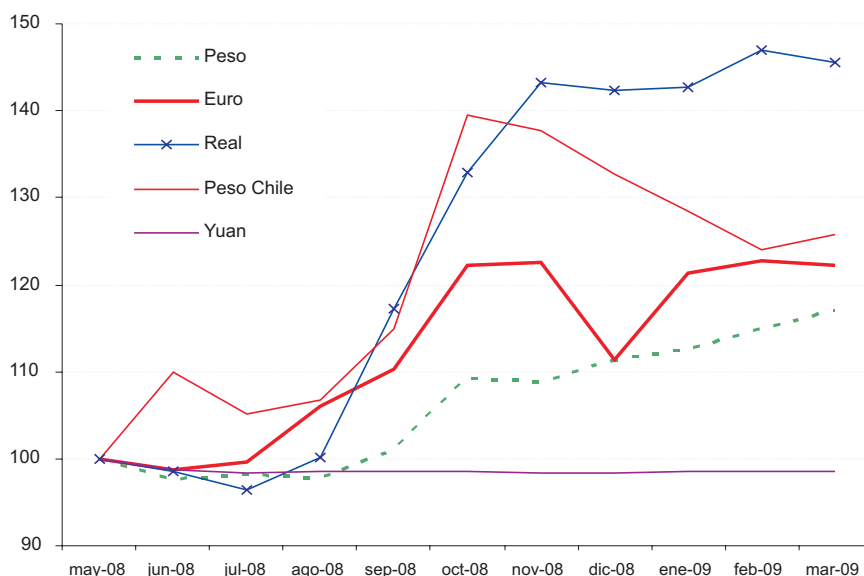
En los cuadros y gráficos que sigue se resume el comportamiento de estas variables.

**Gráfico N°5**  
**Participación en las exportaciones argentinas**



Fuente: CIEPYC en base Ministerio de Economía de la Nación

**Gráfico N°6**  
**Tipo de cambio de nuestros principales compradores. Base mayo de 2008 = 100**

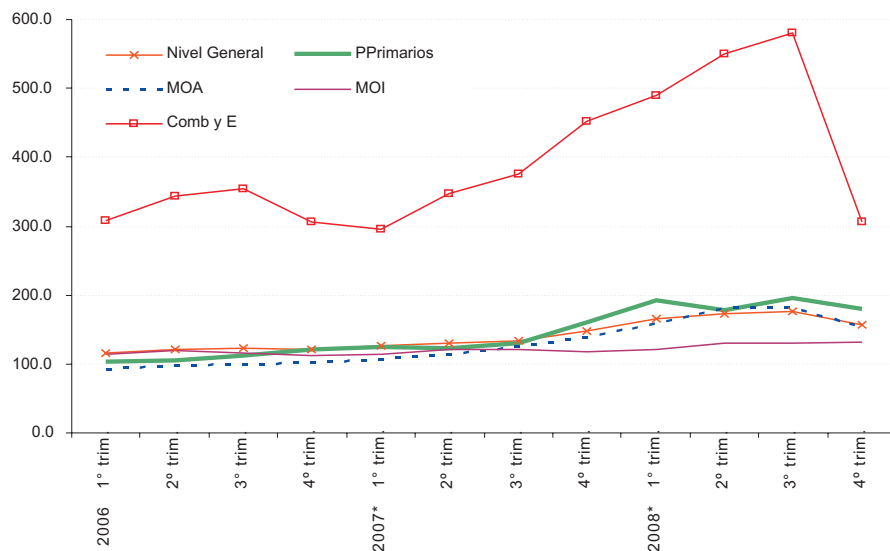


Fuente: CIEPYC en base Ministerio de Economía de la Nación

A manera de resumen se puede decir que en los últimos dos trimestres de 2008, especialmente en el cuarto, los precios de los exportables se reducen (salvo las MOI cuyos precios permanecen estables); las cantidades exportadas también muestran la desaceleración de la demanda (en 2009 sería más pronunciado al menos en los primeros tres trimestres), incluso en el cuarto trimestre las MOI que venían creciendo

muestran una reducción en el último trimestre de 2008 respecto del anterior.

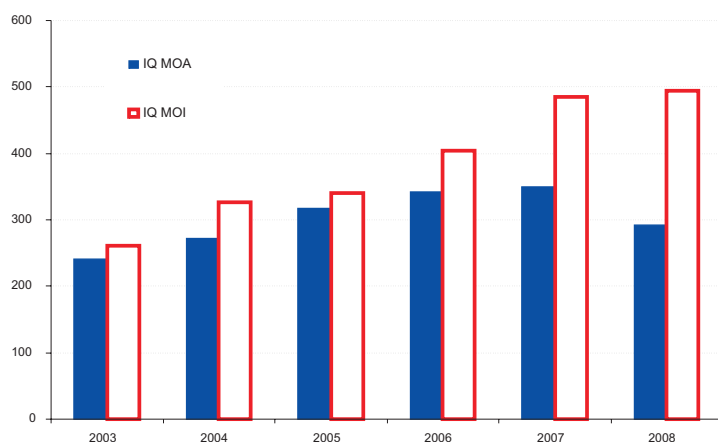
**Gráfico N°7**  
**Evolución de los índices de precios de los productos exportados por grandes rubros y nivel general. Base 1993 = 100**



Fuente: CIEPYC en base Ministerio de Economía de la Nación

Sin embargo, al estimarse el saldo del comercio de bienes para 2009 hay que destacar que también caerán las importaciones de bienes. Ello será así principalmente por la reducción en las cantidades consecuencia del menor nivel de crecimiento de la actividad económica en nuestro país, así como por el efecto de las medidas proteccionistas que se van tomando.

**Gráfico N°8**  
**Evolución de los índices de cantidades exportadas de MOA y MOI en cada 4to trimestre del año. Base 1993 = 100**



Fuente: CIEPYC en base Ministerio de Economía de la Nación

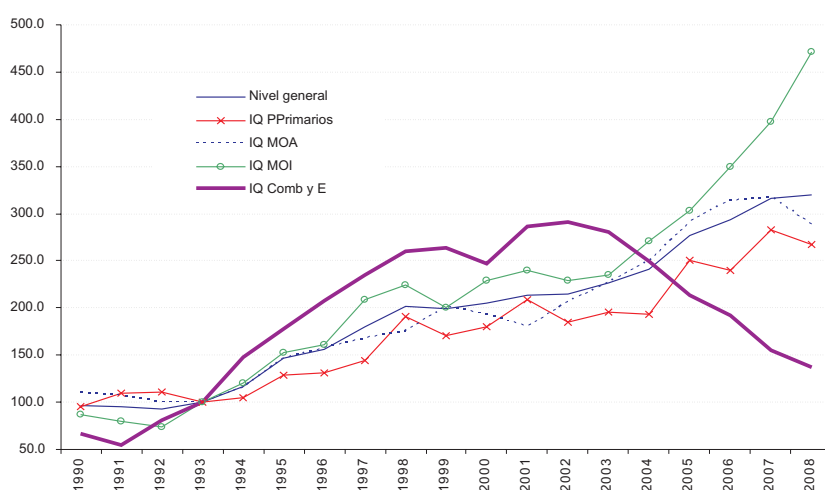
Como consecuencia de ello es de prever un menor superávit comercial, alrededor de un 25% menos que en 2008. Esa contracción en la oferta de divisas ocurrirá a lo largo del año, aunque posiblemente por las liquidaciones de exportaciones no sea notable hasta junio o julio.

En rigor, la caída del superávit depende de que las importaciones no caigan tanto como las exportaciones. Si las importaciones caen lo suficiente como para que el superávit se mantenga en los niveles actuales o incluso se incremente, ello no sería una buena noticia: querrá decir que la recesión es mayor de lo previsto, dado que de nuestro nivel de actividad dependen centralmente las importaciones.

Recién contamos con los datos del primer bimestre de 2009 del comercio de bienes, resultando que las importaciones caen porcentualmente más que las exportaciones y el superávit se reduce levemente (us\$91 millones es decir un 4% menos que igual bimestre de 2008), pero son consecuencia de la estacionalidad del comercio, es de suponer que las exportaciones netas resultarán muy inferiores en 2009 respecto de las de 2008.

Los restantes componentes de la CC volverán a mostrar déficit, reduciendo la oferta de divisas por exportaciones netas aunque seguramente sin llegar a cambiar el signo de los últimos siete años de la Cuenta Corriente.

**Gráfico N°9**  
**Evolución de los índices de cantidades exportadas por grandes rubros y nivel general. Base 1993 = 100**



Fuente: CIEPYC en base Ministerio de Economía de la Nación

Queda entonces por preguntarse qué evolución tendrá la CCF. Allí cabe esperar que el sector privado no financiero continúe siendo el principal demandante de dólares, empujando al déficit de la Cuenta. Adicionalmente, la capacidad de generar un nuevo endeudamiento para el sector público no financiero continuará restringida, habiéndose agotado incluso la posibilidad de contar, como en 2008, con Venezuela que aportó us\$2.000 millones.

Si a ello sumamos los vencimientos de intereses y capital de deuda que no logren refinanciarse, las fugas por la CCF podrían ser similares a las de 2008.

Como contrapartida, el compromiso asumido por el Banco Popular de China para aportar hasta us\$10.200 millones (vía canje de yuanes por ellos), más el incremento de reservas (unos us\$3.000 millones) surgidos de la ampliación accionaria del FMI, aportan un flujo importante de dólares para enfrentar la demanda.

La magnitud y celeridad con que avance la demanda de dólares y esta situación se haga manifiesta no es menor. La necesidad de ofertar divisas desde el BCRA probablemente no sea cuantitativamente notoria hasta mitad de 2009, circunstancia que podría estar influida por la proximidad de las elecciones. Adicionalmente queda por ver cuál es el tamaño devaluatorio que el BCRA está dispuesto a tolerar. Hasta ahora ha permitido un deslizamiento suave del tipo de cambio. En ese marco, sería aconsejable que promueva algún pequeño retroceso luego de cada minidevaluación, contrarrestando las presiones y marcando una cierta volatilidad que ahuyente especulaciones violentas contra el peso.

### Conclusión

Durante 2008 se percibió un relativo equilibrio entre la oferta y la demanda de dólares, a juzgar por el comportamiento del balance de pagos. La situación que motivó tal circunstancia fue un importante superávit de las exportaciones netas contrapesado por una fuerte demanda para remitir utilidades y formar activos externos (depósitos en el exterior o simple compra de dólares). En ese marco el Banco Central pudo sostener el tipo de cambio sin tener que alterar significativamente la tasa de interés, ni sus reservas, ni la emisión monetaria.

El cuadro se presenta complicado para este año, entre el impacto pleno de la crisis internacional; la eventual contracción del superávit comercial y la mayor fuga hacia el dólar. La forma en que el BCRA sostendrá el equilibrio dependerá de qué valores quiera para cada variable y con qué velocidad permita los ajustes. Las bajas tasas de interés como estrategia para sostener la demanda resultan desalentadoras a la hora de mantener posiciones en pesos, en tanto que las altas desestiman el gasto y la inversión.

Quizás se prefiera tasas que no desestimen la demanda agregada con el peso devaluándose dentro de márgenes razonables y a baja velocidad (15% a 20% en el año). Hoy, cuando el alcance de la crisis internacional aún no está claro, no es recomendable que ninguna variable se mueva bruscamente, más aún cuando hay mecanismos para controlarla. Justamente es preciso tener en claro que el Banco Central cuenta con un stock de reservas de us\$47.000 millones potencialmente extensibles en us\$10.200 (China) más us\$3.000 (FMI), no hará falta sacrificarlas para sostener una devaluación del orden comentado dando señales de ser el jugador que pone las reglas.