

TIPO DE CAMBIO, POLÍTICAS MACROECONÓMICAS Y EL ESCENARIO INTERNACIONAL

José De Gregorio*
Presidente
Banco Central de Chile
Diciembre 2010

I. Introducción

Agradezco la invitación realizada por el Senado para analizar el tema cambiario, que es uno de los más complejos que enfrentan hoy nuestra economía, las de América Latina y la mayoría de las economías emergentes. Esto nos obliga a evaluar cuidadosamente el entorno económico actual, sus implicancias sobre el desempeño de nuestra economía, y las medidas que se pueda implementar de estimarse necesario actuar. Asimismo, estas instancias de análisis son importantes para comunicar de manera muy transparente la visión del Banco Central.

A lo largo de las últimas décadas, Chile se ha beneficiado enormemente de su apertura e integración internacional. Esta ha sido una de las bases de nuestro crecimiento económico. Sin embargo, la economía internacional también es una fuente de volatilidad para la economía chilena. Los precios de nuestras exportaciones, la actividad económica de nuestros socios comerciales, las tasas de interés externas y el apetito por riesgo de los inversionistas internacionales experimentan fluctuaciones significativas. Ellas afectan el ingreso nacional, las cuentas fiscales, la demanda de nuestros productos, y la disponibilidad y costo del financiamiento externo e, indirectamente, el gasto, el producto, las tasas de interés y el tipo de cambio en Chile.

No es posible eliminar esta volatilidad sin sacrificar los beneficios de nuestra apertura internacional. Sin embargo, las políticas macroeconómicas pueden contribuir a que la economía se acomode mejor a esta cambiante realidad. A lo largo de la última década, la combinación de políticas en Chile ha logrado reducir en forma significativa la volatilidad del producto y su vulnerabilidad al entorno internacional. Este entorno de estabilidad abre espacio para el crecimiento económico.

En la primera parte de mi exposición me referiré a los importantes cambios que se han producido en la economía mundial y nacional en el último par de años y que ayudan a explicar la evolución del valor de nuestra moneda. Luego, me voy a referir en más detalle al rol que juegan las políticas macroeconómicas, con especial énfasis en las políticas monetaria y cambiaria en este nuevo entorno externo.

* Presentación preparada para la sesión especial del Senado sobre el tipo de cambio, Valparaíso, 14 de diciembre de 2010.

II. Factores que afectan la evolución del tipo de cambio real

En los últimos seis meses el peso se ha apreciado cerca de un 3 por ciento respecto del euro y un 12 por ciento respecto del dólar. El dólar, medido en términos multilaterales con las principales monedas se ha ubicado en el último tiempo en sus valores más bajos de los últimos 40 años.

En la actualidad, el índice de tipo de cambio real que calcula el Banco Central está 5 por ciento por debajo del promedio 1990 a 2010 (octubre), y 6,5 por ciento por debajo del promedio de 2000 a 2010 (gráfico 1). Sin embargo, y tal como discutiré a continuación, las condiciones actuales son muy diferentes a las que prevalecieron en las últimas dos décadas. Estos factores justifican un tipo de cambio real algo más apreciado que el promedio de los últimos 20 años. Con todo, estamos conscientes de las volatilidades que afectan a los mercados internacionales y que pueden acentuar las fluctuaciones de nuestro tipo de cambio real mucho más allá de sus fundamentos de largo plazo.

a. *Recuperación desbalanceada de la economía mundial*

En el escenario internacional observamos que la recuperación global es muy desbalanceada entre las economías avanzadas y emergentes. Estados Unidos, Europa y Japón crecen lento y mantienen niveles elevados de capacidad ociosa y desempleo. La crisis financiera ha dejado daños duraderos en los balances de consumidores, bancos y gobiernos que tardarán años en repararse. La demanda en estas economías probablemente continuará creciendo pausadamente. Las recientes turbulencias financieras en Europa reafirman este escenario.

Esta situación contrasta con el crecimiento de Asia emergente y América Latina. En el último año, estas economías han crecido más rápido que su tendencia, gracias al impulso de políticas macroeconómicas aún expansivas, mayor disponibilidad de financiamiento internacional, mejoras en la confianza del sector privado y, en nuestra región, mejores términos de intercambio. Las holguras de capacidad se han ido agotando y las autoridades están retirando estímulo a la demanda para evitar un rebrote inflacionario y lograr una trayectoria de crecimiento sostenible.

Las principales proyecciones sobre la economía mundial anticipan que esta disparidad entre economías emergentes y avanzadas se mantendrá en los próximos dos años. Estos aspectos serán abordados en más detalle la próxima semana cuando presentemos nuestro *Informe de Política Monetaria*.

El tema de fondo es que la recuperación del mundo desarrollado no se sostendrá si es a costa de repetir los déficits en cuenta corriente observados en los años previos a la crisis financiera. Es necesaria una recomposición de la demanda global. La crisis ha dejado un excedente de ahorro en el mundo que presiona a la baja la tasa de interés real internacional. Por su parte, la debilidad de las economías avanzadas hace prever que sus bajas tasas de interés de política monetaria se mantendrán por un tiempo muy prolongado. Estas bajas tasas de interés real contribuyen a empujar la demanda interna en aquellas economías superavitarias y con sistemas financieros sanos, como la nuestra. La consecuencia es un

reacomodo global de las monedas: depreciación del tipo de cambio real de los países deficitarios y apreciación del resto.

En este contexto, las monedas de la mayoría de las economías emergentes y/o exportadoras de materias primas están enfrentando presiones de apreciación real. El peso chileno es una moneda más dentro de este proceso de reacomodo global de monedas. Nuestra moneda se ha apreciado con relativa intensidad respecto de las economías deficitarias, Estados Unidos, Inglaterra y, en menor medida, respecto de la Eurozona. Pero se mantiene estable o se ha depreciado respecto de otras economías emergentes o exportadoras de materias primas (gráfico 2).

Un problema es que no todos los países están contribuyendo al ajuste cambiario con la misma velocidad. Esta disparidad genera tensiones en la economía internacional. En la zona Euro, la rigidez impuesta por la moneda única hace más lento el ajuste del tipo de cambio real entre las economías que están en muy diferentes posiciones cíclicas. En China, sus elevados niveles de ahorro e intervenciones cambiarias traban el ajuste de las monedas. Esto puede acentuar los efectos sobre las otras monedas del mundo emergente y países exportadores de materias primas.

Sin embargo, las presiones subyacentes continúan manifestándose por otras vías. En los países deficitarios de la Eurozona, la recesión y las presiones deflacionarias que la acompañan deprecian el tipo de cambio real. En Asia emergente, la aceleración del gasto y las mayores presiones inflacionarias aprecian el tipo de cambio real. A la larga, el régimen cambiario solo afecta transitoriamente la evolución del tipo de cambio real, y el ajuste se produce tarde o temprano por otras vías, a veces más costosas.

b. Mejores términos de intercambio

Otro factor que ha incidido en la evolución del tipo de cambio es la mejora en nuestros términos de intercambio. A lo largo de los últimos 10 años, la relación entre los precios de nuestras exportaciones e importaciones, es decir los términos de intercambio, casi se ha duplicado. Medidos al tercer trimestre de 2010, los términos de intercambio eran superiores en más de 60 por ciento al promedio de las últimas dos décadas. Detrás de este incremento se encuentra el aumento del precio del cobre, hierro, celulosa y otras materias primas en relación a los bienes manufacturados. Este crecimiento ha sido parcialmente atenuado por el alza del precio del petróleo (gráfico 3).

Los mejores términos de intercambio llevan a un crecimiento del ingreso nacional real, la suma de salarios, utilidades e impuestos, más rápido que la expansión de nuestra capacidad productiva. En la medida que este mayor ingreso nacional es percibido como permanente por las autoridades y el sector privado, estimula el gasto, y pone presión sobre la capacidad instalada, la tasa de interés interna y, en último término, el tipo de cambio real.

En el caso de los ingresos fiscales, desde hace más de veinte años nuestro país ha contado con una política fiscal responsable y prudente, la que ha generado superávits fiscales durante gran parte de este período. Esta política ha buscado ahorrar los ingresos transitorios provenientes del cobre, atenuando el impacto de los ciclos de términos de intercambio

sobre el gasto fiscal, la demanda y el tipo de cambio real. Enfrentados a la mayor recesión internacional desde la Gran Depresión, esta prudencia fiscal permitió implementar una política contracíclica sin precedentes en nuestra historia económica.

En las actuales circunstancias, en que la economía ya ha tomado impulso, es adecuado retirar expansividad a la política fiscal. El plan de reducción gradual del déficit fiscal estructural que ha anunciado el gobierno, contribuirá a restar impulso a la demanda y quitar presión al tipo de cambio real, pero sus efectos serán observados en forma paulatina en el tiempo.

Más allá del ciclo económico, también cabe señalar que la persistencia de los altos precios del cobre en los mercados internacionales se ha ido trasladando a mejores expectativas para el precio de largo plazo del mineral. En los primeros 5 años de la regla fiscal sobre el balance estructural, el precio promedio de referencia para el cobre, en términos reales de hoy, fue de 1,14 dólares la libra, hoy es 2,59 dólares la libra, más del doble. Los mayores ingresos provenientes del cobre han permitido financiar un importante aumento del gasto público en relación al PIB y mayores transferencias a lo largo de los últimos años. Esta situación también tiene consecuencias sobre el tipo de cambio real.

c. Menor posición deudora neta

A lo largo de los años, la contraparte del superávit fiscal estructural ha sido una significativa reducción de la deuda pública como porcentaje del producto, la acumulación de recursos en moneda extranjera en los fondos soberanos, y una mejora de la posición financiera neta de la economía chilena con respecto al resto del mundo. Esta mejora también contribuye a un tipo de cambio real más apreciado por la vía de un menor nivel de riesgo soberano, acceso a financiamiento externo en condiciones más favorables y mayor ingreso permanente correspondiente a intereses por ahorros en el exterior (gráfico 4).

d. Heterogeneidad sectorial

Dada la heterogeneidad en la recuperación global y la evolución de las monedas, la trayectoria del tipo de cambio real promedio no permite visualizar la diversidad en el comportamiento de los tipos de cambio reales bilaterales o regionales. Como señalé antes, la apreciación real del peso se concentra en Estados Unidos y Europa, mientras que la moneda se mantiene más estable respecto de otras economías emergentes o de otros exportadores de materias primas que son competidores de Chile en diversos mercados (gráfico 5).

Esta disparidad implica que los efectos de la apreciación de la moneda han sido muy heterogéneos entre los distintos sectores de la economía. En algunos sectores la apreciación del peso ha sido más que compensada por mayores precios de las exportaciones (minería). En otros sectores, los efectos han sido paliados por la apreciación de las monedas de algunos de los países de destino de las exportaciones. El sector agrícola, que destina en torno a 70% de sus ventas a Estados Unidos y Europa, ha registrado una mayor apreciación (gráfico 6).

II. La política monetaria y la intervención cambiaria

En octubre pasado, cuando acudí a una invitación de la Cámara de Diputados para analizar el tema cambiario indiqué que había tres principios muy relevantes en la conducción de la política monetaria.

El primero es que el Banco Central no es indiferente a la evolución del tipo de cambio. El cumplimiento de nuestro mandato constitucional requiere adoptar las medidas para orientar a la economía al pleno uso de sus recursos y mantener una situación de balanza de pagos sustentable en el tiempo. El valor internacional de la moneda es una variable muy relevante para el desempeño de la economía chilena, que influye sobre el crecimiento, la inflación y las cuentas externas, y finalmente afecta nuestras decisiones de política monetaria. Así por ejemplo, en meses recientes la apreciación del peso ha contribuido a atenuar las presiones inflacionarias producidas por el estrechamiento de las holguras de capacidad. Ello ha sido considerado en nuestras decisiones, por lo que, probablemente, de no haber sido por el fortalecimiento del tipo de cambio hoy tendríamos una tasa de política monetaria mayor a la que efectivamente tenemos.

Un segundo principio es hacer una cuidadosa evaluación de la efectividad, costo y beneficio de nuestras acciones. No podemos tomar decisiones sin la convicción técnica de que serán efectivas y convenientes para la economía en su conjunto. Actuar de otra manera sólo debilitaría nuestra reputación y credibilidad, elementos indispensables para cumplir nuestros objetivos con los menores costos sociales posibles.

Finalmente, un tercer principio es que el Banco Central no usa el tipo de cambio para cumplir con la meta de inflación. Nuestra historia y la de la región están llenas de experiencias con políticas de estabilización basadas en el tipo de cambio, que generaron graves atrasos cambiarios, y, finalmente desembocaron en crisis de balanza de pagos, crisis financiera y desastres económicos. Por esta razón, hemos evolucionado hacia un esquema de flotación cambiaria, que permite conciliar de mejor forma la estabilidad de la economía chilena con la volatilidad del entorno externo.

Este no es el lugar para hacer una larga discusión sobre el tema, pero baste recordar que todas las crisis económicas en Chile durante los últimos 50 años, excepto la recesión del 2009 de la cual estamos recuperándonos con un inédito vigor, han estado asociadas a desalineamientos y rigideces cambiarias. Más aún, un elemento muy relevante para explicar por qué las economías emergentes sufrieron un impacto más limitado de la reciente crisis internacional fue que sus monedas flotaron, lo que permitió absorber los *shocks*, eliminó la invitación a los inversionistas para que apostaran contra el debilitamiento de las monedas y dio espacio para relajar la política monetaria y proveer liquidez.

Sin embargo, aunque la flotación cambiaria tiene muchas ventajas para la estabilidad de la economía y el sistema financiero, es posible que, en momentos de elevada incertidumbre o excesivo optimismo, los flujos financieros puedan alejar en forma persistente al tipo de cambio real de sus determinantes fundamentales de mediano y largo plazo, con efectos negativos sobre la economía. En este tipo de situaciones, el Banco Central puede intervenir en el mercado cambiario con el objeto de atenuar o eliminar estos desequilibrios. Si el tipo

de cambio efectivamente está desalineado de sus fundamentos, la intervención tendrá una mayor probabilidad de corregir la situación, y además traerá beneficios financieros. Por el contrario, si se trata de tendencias fundamentales, la intervención a lo sumo tendrá efectos transitorios y además tendrá costos importantes.

Desde que se inició la flotación cambiaria a fines de la década pasada, hemos intervenido en el mercado cambiario en tres episodios. En las actuales circunstancias no hemos descartado la posibilidad de intervenir. Esta es una opción que evaluamos permanentemente.

Quiero detenerme en los elementos que se ponderan en esta decisión.

Siempre es posible diseñar una intervención de tal magnitud que pueda afectar la evolución del tipo de cambio nominal. Pero eso trae otras consecuencias sobre la economía que es necesario tomar en cuenta.

Una consecuencia de la intervención cambiaria es la necesidad de esterilizar sus efectos monetarios. El dinero que se emite para comprar los dólares debe ser retirado, de otro modo la política monetaria quedaría subordinada al objetivo cambiario, lo que pone en riesgo la estabilidad del crecimiento y la inflación. Esta esterilización presiona al alza las tasas de interés de largo plazo, lo que tiene efectos sobre la actividad, y al mismo tiempo induce entradas de capitales que reducen la efectividad de la intervención. A su vez, esta intervención tiene costos financieros relevantes, puesto que el financiamiento vía deuda de la intervención es más caro que los retornos de las reservas internacionales, salvo, como dije antes, cuando está sustentada por la expectativa de una corrección importante del desalineamiento cambiario.

Además, debemos considerar la coherencia de la intervención con el resto de la economía. Una intervención suficientemente voluminosa podría llegar a sostener un tipo de cambio nominal más depreciado, aún cuando las fuerzas fundamentales apunten a la apreciación. Sin embargo, estas presiones de apreciación se expresarán por la vía de una mayor inflación al mantener la demanda por bienes nacionales creciendo muy rápido. En el mediano plazo, el tipo de cambio real es el mismo, pero los niveles de inflación son mayores cuando se traba el ajuste cambiario. En algunas economías emergentes que han intentado evitar la apreciación nominal de sus monedas, estamos observando una aceleración más rápida de la inflación porque la aceleración del gasto presiona sobre la capacidad interna.

Como ya señalé anteriormente, las monedas se están apreciando en todo el mundo, incluso en países asiáticos o en América Latina donde ha habido intervenciones y se han aplicado otro tipo de medidas financieras para contener la apreciación (gráfico 7). Efectivamente, las intervenciones pueden haber atenuado en algo la apreciación del tipo de cambio nominal, pero al final de lo que se trata es de afectar el tipo de cambio real, y la evidencia a este respecto muestra que, en promedio, no existe una relación clara entre el nivel de las intervenciones de los países y la evolución del tipo de cambio (gráfico 8).

En nuestro país, la última intervención ocurrió en abril del 2008, con efectos visibles sobre el tipo de cambio. En dicha ocasión, el tipo de cambio real se encontraba más apreciado que

en la actualidad y estábamos a pocas semanas del recrudecimiento de la crisis financiera tras el colapso de Bear Stearns, lo que justificaba fortalecer nuestra posición de reservas internacionales ante un escenario económico y financiero global altamente volátil. El tipo de cambio se depreció en las primeras semanas tras el anuncio de intervención, pero la depreciación que continuó en los meses posteriores coincidió con un debilitamiento generalizado de las monedas emergentes, mayor aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, fortalecimiento del dólar y caída de las tasas de los bonos del tesoro.

Pero también es útil mirar a otros episodios, y uno interesante es en 1997, cuando se alcanzó el menor nivel de tipo de cambio real desde la crisis del tipo de cambio fijo de 1982. En aquella ocasión se intervino por una magnitud del orden de 4 por ciento del PIB, había controles de capital, la entrada neta de capitales fue de 8,1 por ciento del PIB, el precio del cobre era de 1,42 dólares la libra, en dólares de hoy, y la posición internacional neta era más deudora, de 50 por ciento del PIB. Sin duda, el esquema de flotación, una política monetaria más alineada con el nivel de tasas de interés internacionales y menores entradas de capitales han sido centrales para limitar la amplitud de las fluctuaciones cambiarias.

Quiero destacar que la entrada neta de capitales en Chile hoy es inferior a los máximos observados en los noventa. Actualmente, en el mundo emergente y en particular en América Latina, los flujos de capitales se han recuperado a niveles como los previos a la crisis, pero aún están por debajo de lo que fueron los máximos de los noventa (gráfico 9). Parte importante de esto se debe a que hay mejores perspectivas de crecimiento en las economías emergentes y al hecho de que mientras en los países avanzados las tasas de interés son bajas y permanecerán bajas, en los países emergentes las tasas de política monetaria han estado subiendo, y en algunos países han alcanzado niveles muy elevados (gráfico 10).

En Chile, para este año el saldo de la cuenta corriente, es decir nuestro exceso de gasto sobre ingresos, no será muy distinto de cero, lo que significa que no habrá una entrada neta de capitales significativa para financiar el exceso de gasto (gráfico 11). Por ello es importante notar que no he mencionado entre las causas de la apreciación del peso las entradas netas de capitales, las que en otros países pueden estar teniendo algún efecto significativo. En los noventa si tuvimos fuertes ingresos netos de capitales, pero en la coyuntura actual no son el tema central. Ciertamente habrá que seguir monitoreando esta situación por cuanto los flujos de capitales seguirán dirigiéndose a las economías con mejores perspectivas de crecimiento, entre las cuales se ubica Chile. Como mencioné antes, en ocasiones este tipo de flujos puede llegar causar desalineamientos duraderos en el valor del tipo de cambio real respecto de sus determinantes de tendencia.

III. Comentarios Finales

Entendemos bien los desafíos que enfrentan los exportadores en las actuales circunstancias. En particular, comprendemos las dificultades que están enfrentando los exportadores del sector agrícola, cuyos principales mercados de destino, Europa y EE.UU., aún no se recuperan plenamente de la crisis financiera y respecto de los cuales la apreciación de nuestra moneda ha sido mayor. Esta situación es particularmente compleja para algunas regiones. Sin embargo, a nivel país es necesario clarificar que la producción, el empleo, los salarios y la inversión crecen con vigor. La economía se ha recuperado plenamente de la recesión internacional y las perspectivas son auspiciosas.

Soy un convencido de que nuestro país debe crecer en forma armoniosa y los resultados del progreso deben esparcirse a todo del país. El crecimiento económico y la integración internacional producen reacomodos sectoriales y regionales, expansiones y contracciones de actividades económicas y todas las tensiones que van asociadas con ello. De eso se trata el progreso. Para mitigar los costos de ajustes sectoriales y, por sobre todo, los costos sociales involucrados sin dañar el crecimiento económico, las políticas públicas tienen un enorme desafío, pero instrumentos con alcances macroeconómicos como el tipo de cambio no son efectivos para resolver situaciones sectoriales.

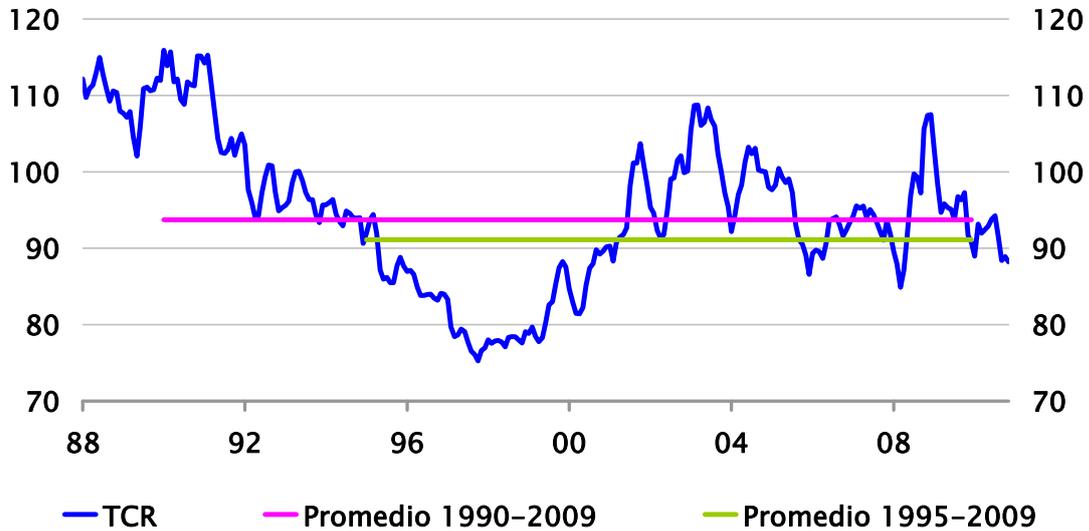
La próxima semana presentaremos nuestra *Informe de Política Monetaria*. Esperamos que nuestra economía continúe creciendo con vigor durante los próximos 24 meses, impulsando el crecimiento de los ingresos y el empleo de los chilenos. Nuestro rol es velar porque este proceso sea sustentable en un ambiente de estabilidad de precios. Velaremos porque esto se materialice y tomaremos todas las medidas que ello requiera.

En esta presentación he mostrado todos los factores que pueden dar cuenta de los ajustes cambiarios. Sin embargo, muchos de los elementos que hoy presionan al tipo de cambio pueden revertirse en el largo plazo. De hecho, en la actualidad el tipo de cambio real se encuentra en torno a los mínimos coherentes con sus fundamentos de largo plazo, y de ahí la importancia que le damos a este tema.

Hasta ahora no hemos intervenido en el mercado cambiario ni aplicado medidas excepcionales, pues nos parece que no se justifican en consideración de las razones que he expuesto en esta presentación. No descartamos estas opciones dependiendo de la evolución de la economía y su entorno externo, en un escenario de alta fluidez y volatilidad como el actual. Las políticas del Banco Central continuarán orientadas a garantizar la estabilidad de la economía y un ambiente propicio para el crecimiento en nuestro país.

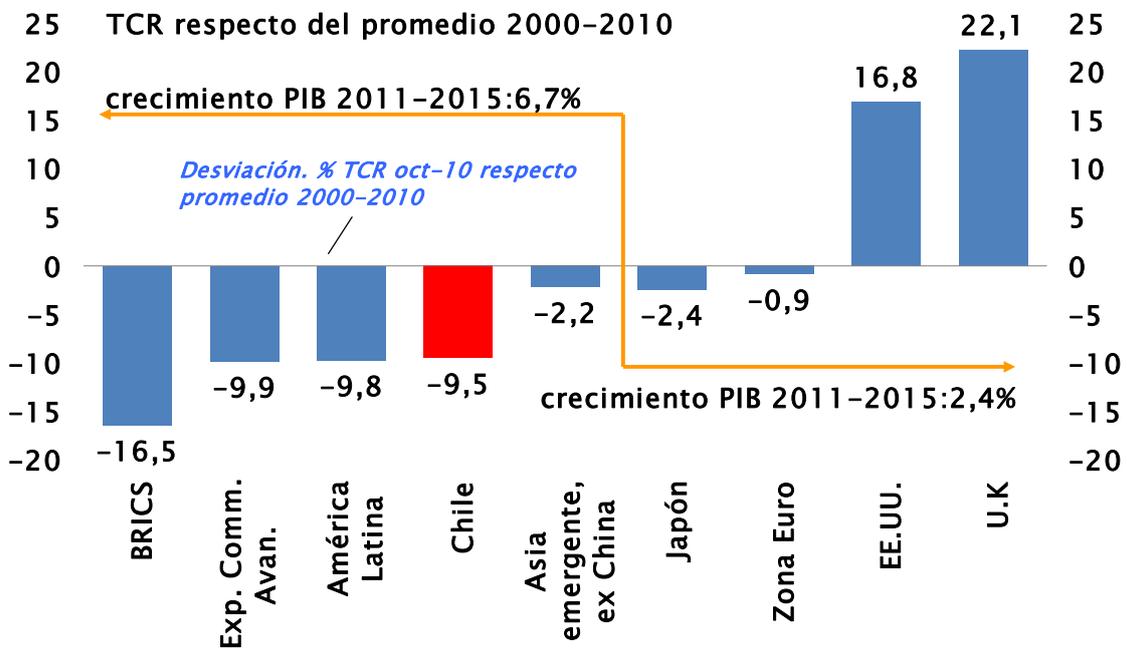
Muchas gracias

Gráfico 1
Tipo de cambio real
 (índice 1986=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

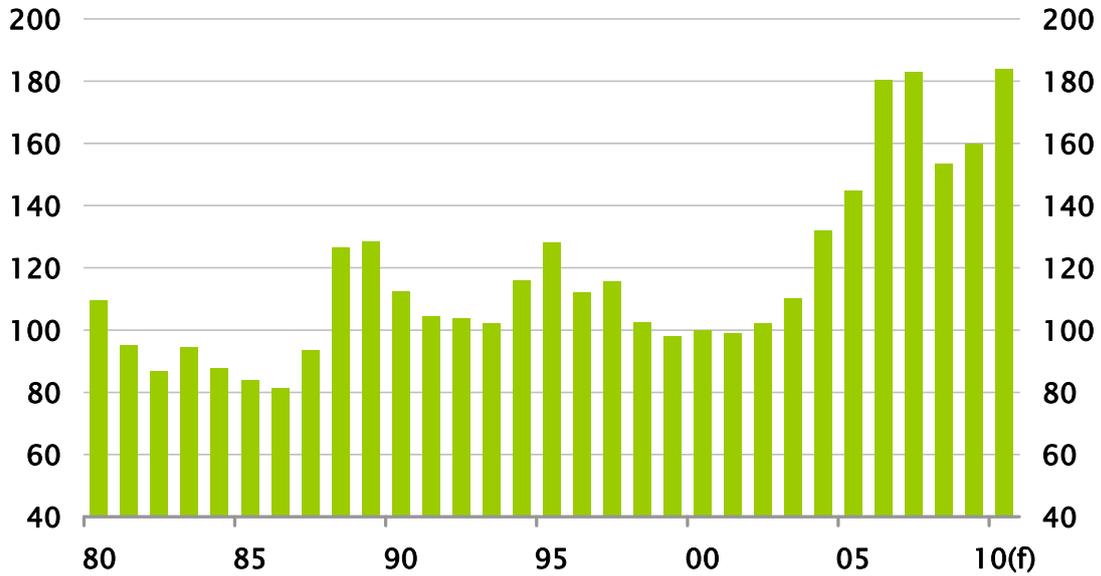
Gráfico 2
Tipos de cambio reales: diversidad regional (*)



(*) Agregados regionales corresponden a promedios simples.

Fuentes: BIS y FMI.

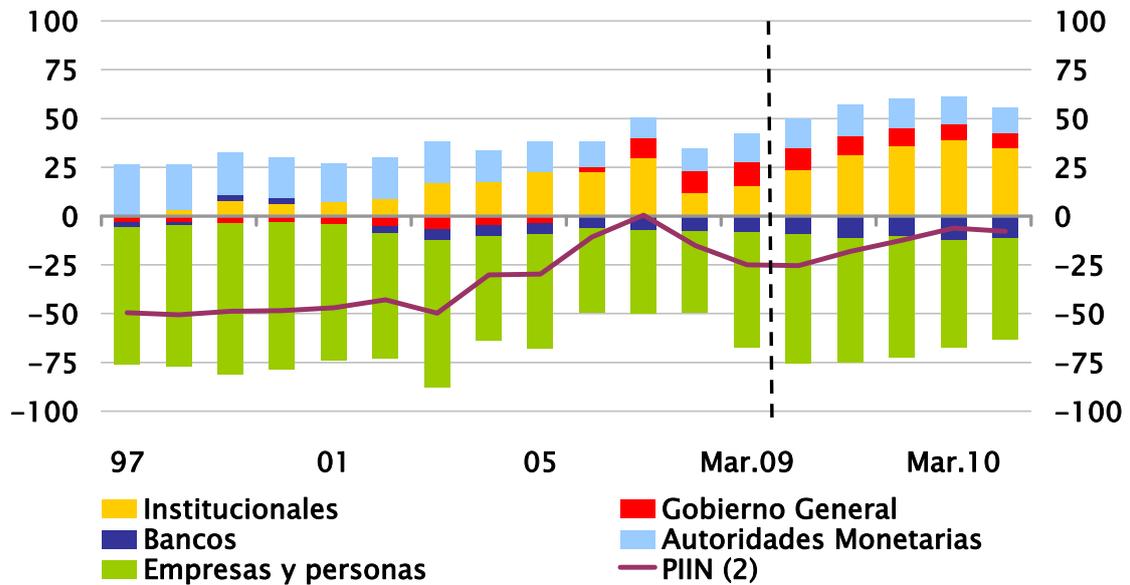
Gráfico 3
Términos de intercambio
 (índice 2000=100)



(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 4
Posición de inversión internacional neta
 (porcentaje del PIB) (1)

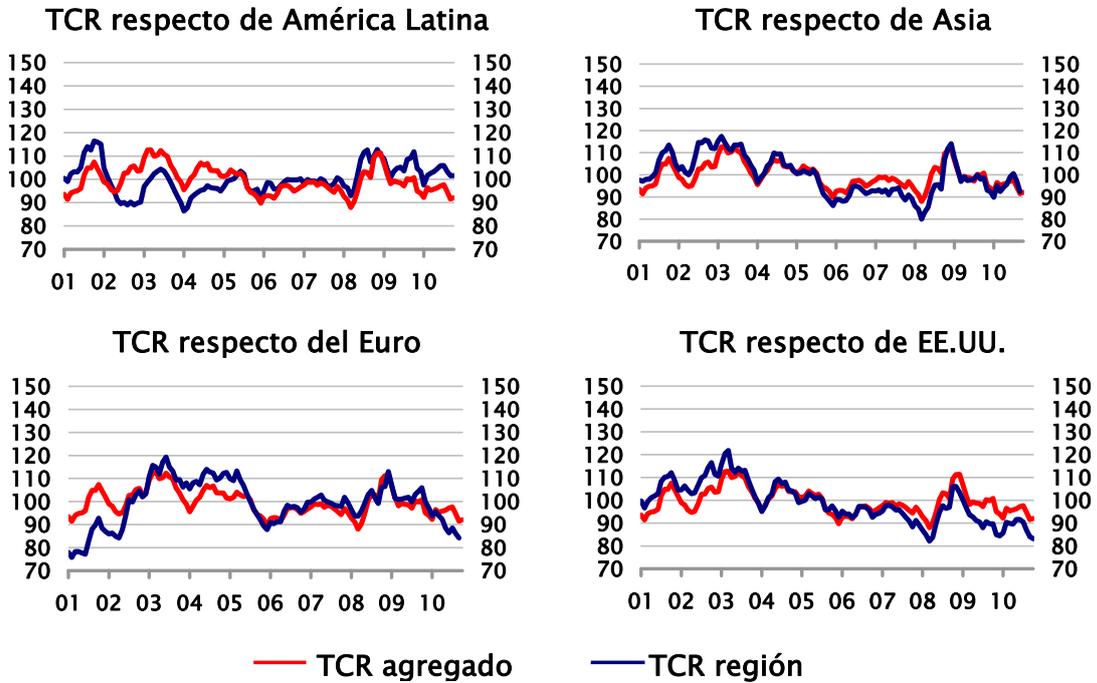


(1) PIB a tipo de cambio real constante (índice septiembre 2010 =100).

(2) Posición de inversión internacional neta.

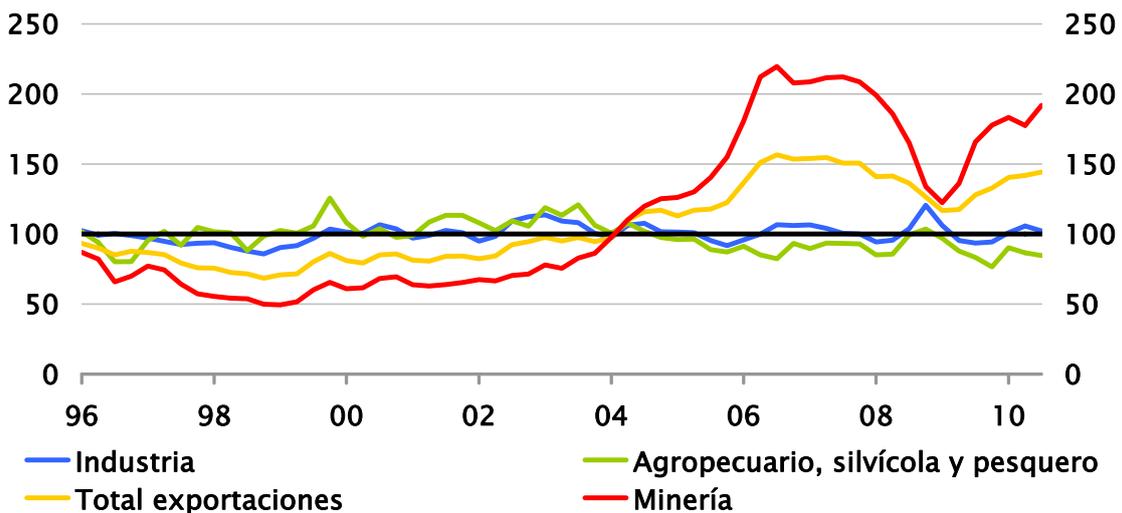
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 5
Tipo de cambio real por regiones
 (datos mensuales, índice 2001–2009=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 6
Tipo de cambio real sectorial (*)
 (índice 96–07=100)



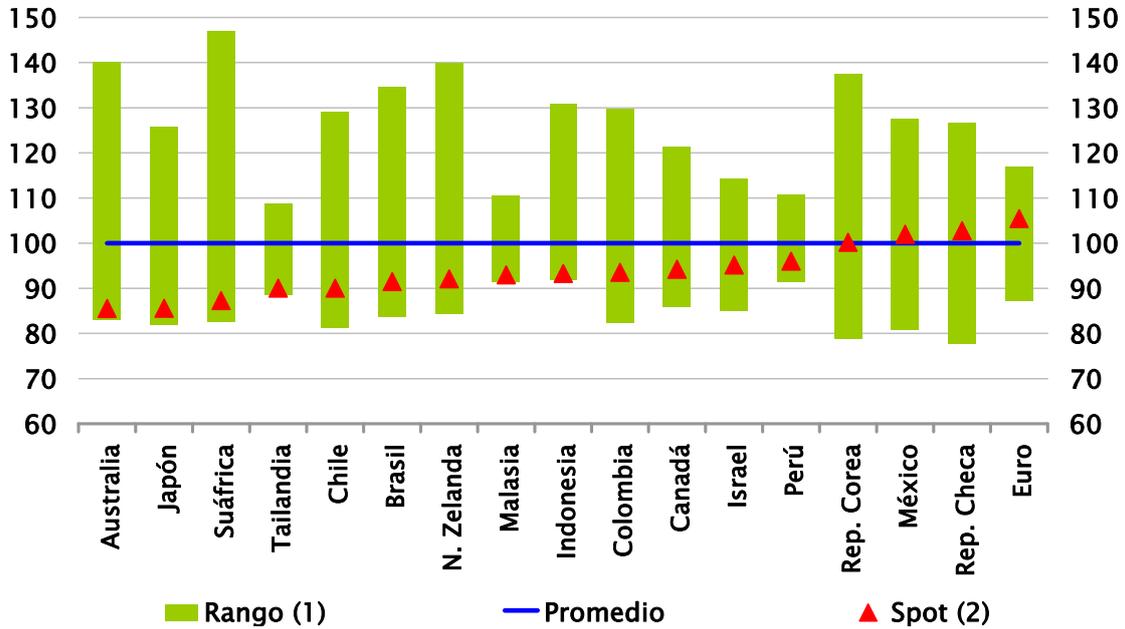
(*) TCR calculado utilizando índices de valor unitario. Último dato corresponde al tercer trimestre del 2010.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 7

Tipos de cambio nominal

(índice promedio 1/jul/2007-10/dic/2010=100)



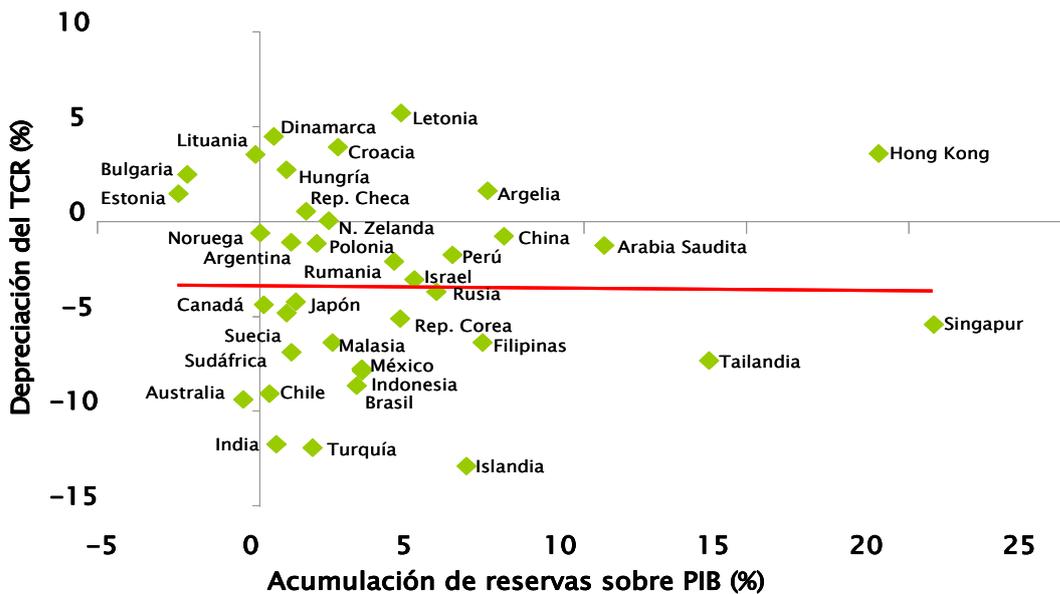
(1) El rango indica los valores máximos y mínimos que mostró la moneda local durante el período señalado.
 (2) valor spot al 10 de diciembre de 2010.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico 8

Tipos de cambio real y reservas internacionales (*)

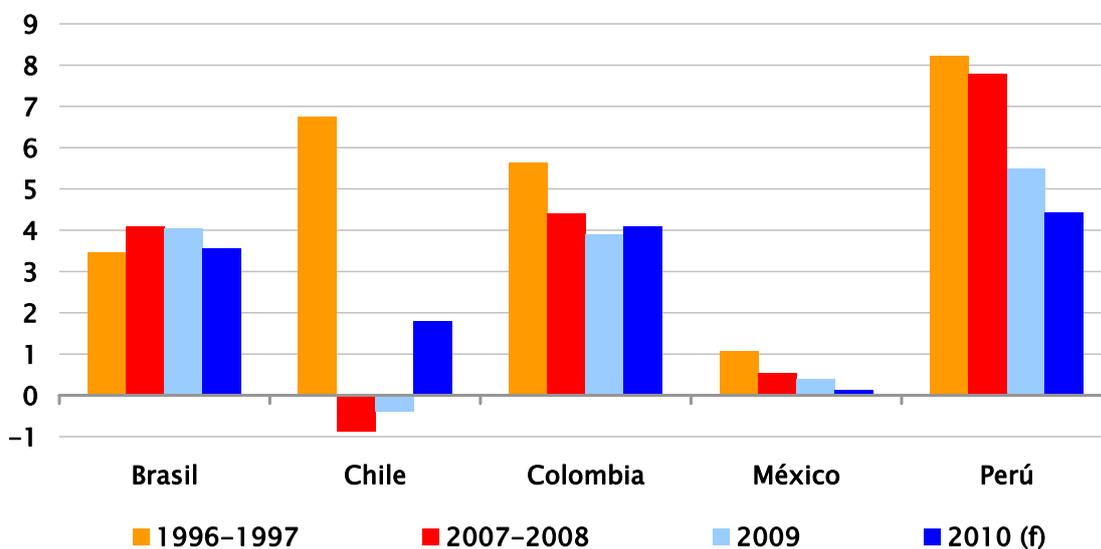
(porcentaje)



(*) Considera variaciones entre septiembre del 2009 y noviembre del 2010.

Fuente: Banco Central de Chile en base a BIS y Bloomberg.

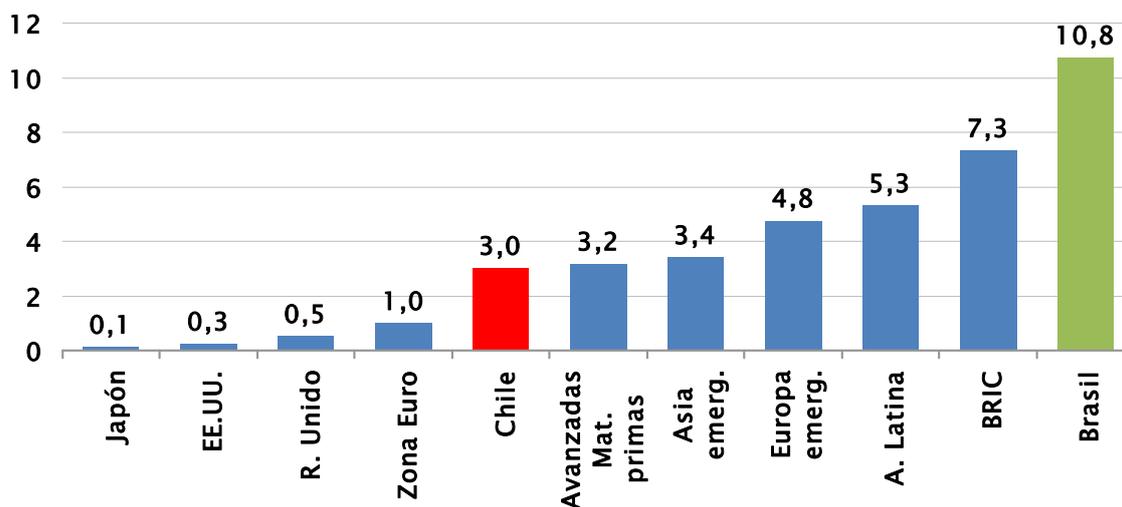
Gráfico 9
Flujos netos de capitales
 (porcentaje del PIB, promedio de cada periodo)



(f) Proyección. Considera datos efectivos hasta el segundo trimestre del 2010 y estimación para el segundo semestre del 2010, basada en la participación de los países en los flujos netos de capitales a América Latina del 2009 y proyección para el 2010 del WEO, octubre 2010.

Fuente: Banco Central de Chile basado en FMI.

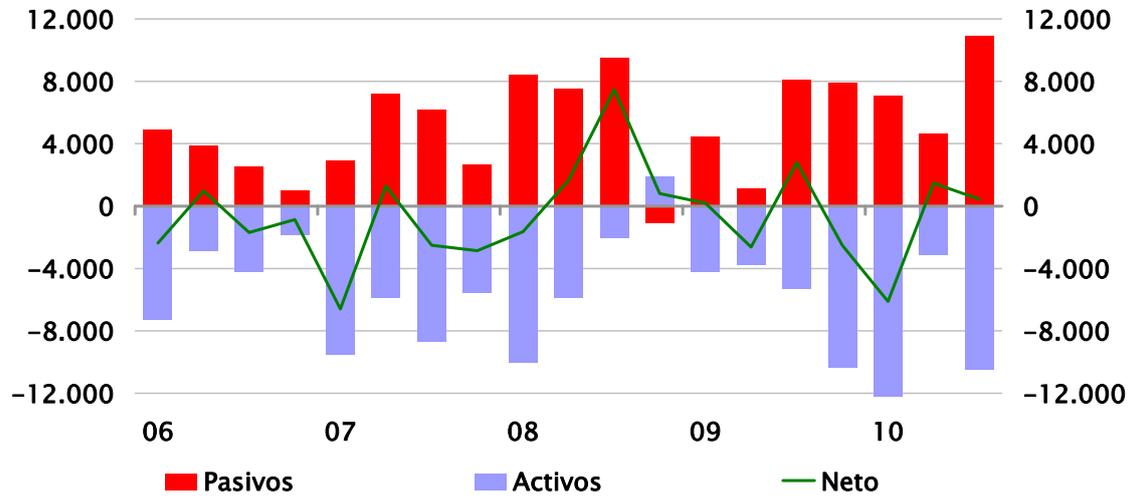
Gráfico 10
Tasas de política monetaria (*)
 (porcentaje)



(*) Promedios simples por región. Asia emergente considera a: China, Filipinas, Hong Kong, Indonesia, India, Malasia, Rep. Corea, Tailandia y Taiwán. Europa emergente considera a: Hungría, Polonia, Rep. Checa, Rumania y Rusia. Avanzadas materias primas considera a: Australia, Canadá, Noruega, N. Zelandia, y Sudáfrica.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 11
Flujos de la cuenta financiera
(millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.