



Intervenciones del tipo de cambio nominal en Chile y estimación de sus efectos. 2022-2024.

Kevin Hernández Vergara y Equipo
del Conversatorio de Política Económica ECPE-USACH¹
Departamento de Economía, USACH

Resumen

La presente investigación analiza la relación dinámica entre las ventas de dólares realizadas por el Ministerio de Hacienda y la evolución del tipo de cambio nominal en Chile durante el período 2022-2024, en un contexto de alta volatilidad cambiaria, inflación elevada e incertidumbre externa. El problema central radica en determinar si estas operaciones fiscales de divisas lograron influir efectivamente en la trayectoria del dólar en Chile o si, por el contrario, respondieron principalmente a condiciones cambiarias previamente observadas. Asimismo, el estudio considera el marco institucional en que interactúan la política fiscal y la política monetaria, particularmente cuando el Banco Central de Chile participa como agente fiscal en la ejecución operativa de determinadas operaciones del Fisco. Metodológicamente, el estudio adopta un enfoque cuantitativo y explicativo, sustentado en herramientas econométricas de series de tiempo. En particular, se aplican pruebas de raíz unitaria para evaluar las propiedades estadísticas de las variables, se estima un modelo de Vectores Autorregresivos, VAR, y se analizan funciones impulso-respuesta, IRF, junto con pruebas de causalidad de Granger. Esta estrategia permite estudiar la persistencia de las series, la propagación dinámica de shocks y la existencia de precedencia temporal entre el tipo de cambio nominal y las ventas de dólares del Ministerio de Hacienda. Los resultados muestran que el tipo de cambio nominal presenta una elevada persistencia temporal, mientras que las ventas de dólares exhiben un comportamiento más asociado a episodios específicos de liquidación de divisas y gestión de liquidez fiscal. La estimación del VAR evidencia que las ventas de dólares rezagadas no explican de manera significativa la evolución posterior del tipo de cambio. En cambio, el tipo de cambio rezagado sí contribuye a explicar las ventas futuras de dólares. Este resultado es reforzado por las funciones impulso-respuesta y por la causalidad de Granger, las cuales sugieren que la relación dinámica opera con mayor claridad desde el tipo de cambio hacia las ventas de dólares que en sentido contrario. Se concluye que las ventas de dólares del Fisco no constituyen un instrumento capaz de modificar de manera persistente la trayectoria del tipo de cambio nominal. Más bien, la evidencia sugiere que estas operaciones presentan un componente principalmente reactivo frente a condiciones cambiarias previas, pudiendo generar efectos acotados, rezagados y transitorios sobre la liquidez del mercado cambiario como se observó en algunos casos específicos. El principal aporte del estudio es entregar evidencia empírica sobre un ámbito poco explorado en Chile: la interacción entre operaciones fiscales de divisas, dinámica cambiaria, coordinación institucional y estabilidad macroeconómica.

Palabras clave: Tipo de cambio nominal; Intervención cambiaria; Política monetaria; Vectores autorregresivos; Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES)

Correspondencia a: Departamento de Economía, Universidad de Santiago de Chile. Av. Bernardo O'Higgins 3363. Santiago, Chile 562-718-0769. Dirección electrónica: victor.salas@usach.cl

¹ Esta NOTA PEC se enmarca en el área de investigación en Política Económica del Departamento de Economía de la Universidad de Santiago de Chile y fue desarrollada en el ámbito del Equipo del Conversatorio en Política Económica, ECPE-USACH, dirigido por el profesor Víctor Salas en el cual participa el profesor Carlos Yévenes y Sebastián Cuellar es el Coordinador de Ayudantes de Investigación: Pía Inostroza, Kevin Hernández, Emanuel Espinoza y Joaquín Núñez. todos ellos de IC en Economía de la Universidad de Santiago de Chile. Esta NOTA PEC se basa en la Tesis para el Título de Ingeniero Comercial en Economía de la Universidad de Santiago de Chile de Kevin Hernández, que fue guiada por el profesor Salas y obtuvo nota máxima (7,0). La responsabilidad por el contenido, sin embargo, corresponde a su autor.

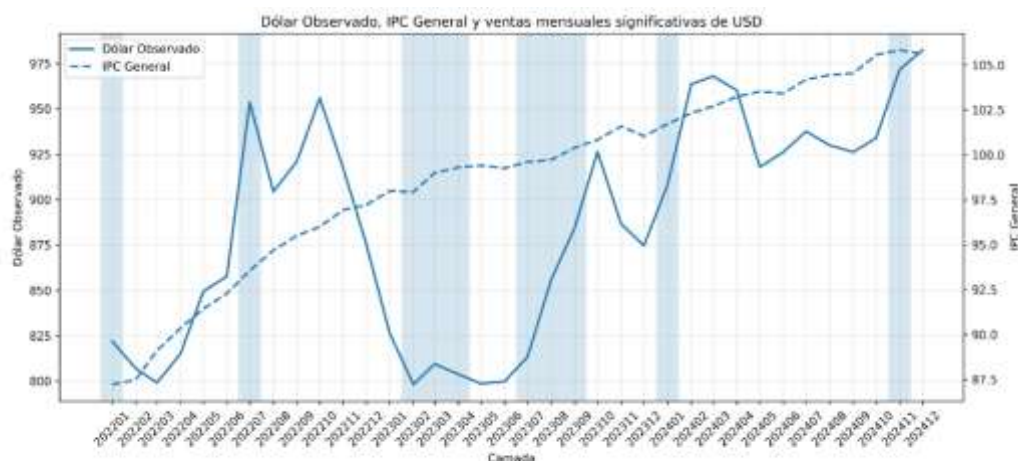
Introducción

El tipo de cambio nominal constituye una de las variables más sensibles dentro de una economía abierta como la chilena. Su evolución afecta los precios de bienes importados, las condiciones de competitividad externa, las expectativas de inflación y la percepción de estabilidad macrofinanciera. En el período 2022-2024, esta variable adquirió una importancia especial debido al aumento de la volatilidad cambiaria, la inflación elevada, la normalización monetaria posterior a la pandemia y la incertidumbre proveniente del escenario internacional.

En ese contexto, el Ministerio de Hacienda realizó ventas de dólares en el mercado cambiario, mientras el Banco Central de Chile mantuvo un rol central como autoridad monetaria y, en determinadas operaciones fiscales, como agente operativo del Fisco. La coexistencia de ambas instituciones en el mercado de divisas abrió una discusión relevante: determinar si las ventas fiscales de dólares incidieron efectivamente en la trayectoria del tipo de cambio o si, por el contrario, respondieron a condiciones cambiarias ya observadas.

La tesis sintetizada en esta nota aborda dicha pregunta desde una perspectiva empírica, utilizando herramientas de series de tiempo para analizar la relación dinámica entre el dólar observado y las ventas de divisas del Ministerio de Hacienda. La investigación no interpreta estas operaciones fiscales como intervenciones cambiarias en sentido monetario estricto, sino como operaciones de gestión financiera del Estado que, en ocasiones por su magnitud y oportunidad, pueden generar efectos colaterales sobre la liquidez y las expectativas del mercado cambiario.

El aporte central del estudio consiste en examinar un ámbito relativamente poco explorado en Chile: la interacción entre operaciones fiscales de divisas, dinámica cambiaria, coordinación institucional y estabilidad macroeconómica. Para ello se estiman pruebas de raíz unitaria, un modelo de Vectores Autorregresivos, funciones impulso-respuesta y pruebas de causalidad de Granger, con el propósito de evaluar dirección, magnitud, persistencia y precedencia temporal entre las variables analizadas.



Nota: El sombreado identifica meses en que la venta total mensual de divisas fue igual o superior a USD 1 millón. Dicho umbral corresponde a una convención gráfica orientada a resaltar episodios de mayor magnitud relativa dentro de la muestra, sin implicar un punto de quiebre estructural.

Figura 1. Dólar observado, IPC general y episodios de ventas mensuales significativas de USD. Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Central de Chile y DIPRES.



Notas de Política Económica

NOTA PEC 28, agosto 2026

Universidad de Santiago de Chile

1. Problema de investigación y relevancia macroeconómica

Chile combina una alta integración financiera internacional con una estructura exportadora fuertemente vinculada a los precios de commodities. Por esta razón, el tipo de cambio no solo actúa como precio relativo del comercio exterior, sino también como canal de transmisión de shocks externos hacia la inflación, las expectativas y las decisiones de inversión y consumo. Una depreciación abrupta puede elevar el costo de importaciones, de combustibles y bienes intermedios, mientras que una apreciación puede aliviar presiones de precios, pero afectar la competitividad externa.

Tras la crisis sanitaria del COVID-19, la economía chilena enfrentó un entorno de elevada incertidumbre. Durante 2022 se combinaron presiones inflacionarias internas, endurecimiento de las condiciones financieras internacionales, volatilidad de materias primas y salida de capitales en economías emergentes. En este escenario, el Ministerio de Hacienda efectuó ventas de dólares con el fin oficial de cubrir necesidades fiscales de liquidez y, al mismo tiempo, aportar una mayor disponibilidad de divisas al mercado spot.

La simultaneidad entre ventas fiscales y acciones del Banco Central genera una pregunta institucional de fondo. Por una parte, el Banco Central posee autonomía y mandato explícito para velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. Por otra parte, el Ministerio de Hacienda administra activos y pasivos fiscales, incluidos recursos en moneda extranjera, pero no posee un mandato cambiario equivalente. Así, una misma operación —la venta de dólares— puede tener fundamentos jurídicos y económicos distintos según la autoridad que la ejecute.

El problema central de la tesis consiste en determinar si las ventas de dólares realizadas por Hacienda durante 2022-2024 tuvieron capacidad para explicar movimientos posteriores del tipo de cambio nominal o si, más bien, respondieron a episodios previos de presión cambiaria que alteran solo coyunturalmente el precio del dólar. Esta distinción es importante porque permite diferenciar entre una política con efecto estabilizador directo y una operación fiscal que reacciona ante condiciones de mercado ya materializadas.

2. Marco conceptual: tipo de cambio, intervenciones y canales de transmisión

Desde el punto de vista teórico, el tipo de cambio nominal corresponde al precio de una moneda extranjera expresado en moneda local. En Chile, el dólar observado refleja el valor promedio ponderado de operaciones spot realizadas en el Mercado Cambiario Formal. Aunque el tipo de cambio real incorpora la relación entre precios internos y externos, el análisis de la tesis se concentra en el tipo de cambio nominal, por ser la variable directamente observada en el mercado y la que reacciona con mayor frecuencia a shocks financieros y anuncios de política.

En regímenes de flotación, como el vigente en Chile desde 1999, el tipo de cambio cumple una función de ajuste frente a perturbaciones externas. La flotación permite absorber shocks de términos de intercambio, variaciones en tasas internacionales, cambios en el precio del cobre y movimientos de capital sin comprometer directamente la autonomía de la política monetaria. Sin embargo, la flotación no implica ausencia total de intervención: el Banco Central puede actuar en circunstancias excepcionales cuando se observa desorden de mercado o volatilidad incompatible con la estabilidad financiera.



Notas de Política Económica

NOTA PEC 28, agosto 2026

Universidad de Santiago de Chile

La literatura distingue entre intervenciones esterilizadas y no esterilizadas. Las primeras buscan evitar que la operación cambiaria modifique la base monetaria, utilizando instrumentos compensatorios de liquidez. Las segundas inciden directamente sobre la cantidad de dinero. En Chile, las intervenciones del Banco Central se han caracterizado por su comunicación previa, montos definidos y consistencia con el régimen de metas de inflación. Las operaciones de Hacienda, en cambio, responden formalmente a necesidades de financiamiento, gestión de caja o conversión de activos fiscales externos.

Los canales de transmisión más relevantes son el canal de portafolio, el canal de señalización y el canal informacional. En el caso del Banco Central, la señalización puede comunicar información sobre la orientación de la política monetaria o la lectura institucional del mercado. En el caso de Hacienda, el canal de señalización opera de forma más limitada: los anuncios y calendarios de subastas no indican una trayectoria futura de la tasa de política monetaria, pero sí entregan información sobre la oferta futura de divisas y pueden influir en expectativas de corto plazo.

Por ello, la tesis propone interpretar las ventas fiscales de dólares como operaciones con potencial efecto cambiario indirecto. No son intervenciones cambiarias en sentido estricto, porque no buscan fijar un nivel de tipo de cambio ni forman parte del instrumental de política monetaria. Sin embargo, al aumentar la oferta de dólares en el mercado spot, pueden inducir movimientos transitorios de la paridad y alterar temporalmente las condiciones de liquidez.

3. Coordinación fiscal-monetaria y rol del FEES

La coordinación entre política fiscal y política monetaria es fundamental en economías abiertas. Cuando ambas autoridades entregan señales coherentes, la credibilidad institucional se fortalece y los agentes pueden interpretar con mayor claridad los objetivos de política. En cambio, cuando las operaciones fiscales y monetarias parecen avanzar en direcciones opuestas, se puede generar ambigüedad respecto del objetivo que predomina: estabilización cambiaria, acumulación de reservas, financiamiento presupuestario o provisión de liquidez fiscal.

El Banco Central de Chile actúa bajo un marco de autonomía establecido por su Ley Orgánica Constitucional. Su mandato principal es la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos. Las intervenciones cambiarias se reservan para circunstancias excepcionales y se comunican bajo criterios de transparencia. El Ministerio de Hacienda, por su parte, mantiene atribuciones para administrar recursos en moneda extranjera, realizar ventas de divisas y ejecutar operaciones asociadas al financiamiento del presupuesto público.

Dentro de ese marco, el Fondo de Estabilización Económica y Social, FEES, cumple un rol central. Este Fondo fue creado para suavizar el gasto público a lo largo del ciclo económico, acumulando recursos en períodos favorables y permitiendo retiros cuando existen necesidades fiscales o shocks adversos. Sus activos se mantienen en moneda extranjera y, para ser utilizados dentro del presupuesto nacional, deben convertirse en pesos, proceso que puede materializarse mediante ventas de dólares en el mercado cambiario.

Notas de Política Económica

NOTA PEC 28, agosto 2026

Universidad de Santiago de Chile

La tesis destaca que el Banco Central puede participar en estas operaciones como agente fiscal, ejecutando instrucciones del Ministerio de Hacienda sin utilizar reservas internacionales ni instrumentos propios de política monetaria. Esta separación es esencial: la operación puede realizarse a través de la infraestructura del Banco Central, pero el objetivo económico y la decisión de fondo pertenecen al Fisco.

El desafío surge cuando la magnitud de las ventas fiscales coincide con episodios de alta volatilidad cambiaria. En tales casos, el mercado puede interpretar estas ventas como una señal de disposición del Estado a proveer divisas, aunque su justificación formal sea presupuestaria. Por ello, la coordinación y la comunicación entre instituciones resultan relevantes para evitar interpretaciones contradictorias y preservar la credibilidad del régimen de flotación cambiaria.

4. Metodología y estrategia empírica

La investigación adopta un enfoque cuantitativo y explicativo, apoyado en econometría de series de tiempo. La variable central es el tipo de cambio nominal, medido mediante el dólar observado, mientras que la variable de interés corresponde a las ventas de dólares realizadas por el Ministerio de Hacienda. La información proviene principalmente de la Base de Datos Estadísticos del Banco Central de Chile y de las estadísticas de finanzas públicas de DIPRES.

El análisis comienza con pruebas de raíz unitaria para evaluar la estacionariedad de las series. Esta etapa es indispensable porque muchas variables financieras presentan alta persistencia y pueden generar regresiones espurias si se estiman directamente en niveles. Se aplica la prueba Dickey-Fuller Aumentada, cuya hipótesis nula plantea que la serie posee raíz unitaria. Cuando no se rechaza esta hipótesis, la serie debe transformarse mediante diferencias para trabajar con variaciones estacionarias.

Posteriormente se estima un modelo de Vectores Autorregresivos. El VAR permite tratar las variables del sistema como endógenas y estudiar cómo sus rezagos explican su evolución conjunta. A diferencia de una regresión estática, este enfoque reconoce que el tipo de cambio y las ventas de dólares pueden interactuar de forma rezagada.

La selección del número óptimo de rezagos se realiza mediante criterios de información como Akaike, Schwarz-Bayesian, Hannan-Quinn y el error de predicción final. Luego se utilizan funciones impulso-respuesta para observar cómo reacciona una variable ante un shock en la otra, considerando la dirección, magnitud y persistencia del efecto. Finalmente, las pruebas de causalidad de Granger permiten evaluar si los rezagos de una variable contienen información útil para anticipar la evolución futura de otra.

Table 1: Resultados de la prueba de raíz unitaria ADF

Variable	ADF	p-valor	Lags	Obs.	Crítico 1%	Crítico 5%	Crítico 10%	Conclusión
logtc	-0.9604	0.7674	1	154	-3.4735	-2.8805	-2.5769	No estacionaria
logsale	-3.8560	0.0024	1	55	-3.5553	-2.9157	-2.5957	Estacionaria al 1%

Tabla 1. Resultados de la prueba de raíz unitaria ADF en niveles. Fuente: elaboración propia.

Notas de Política Económica

NOTA PEC 28, agosto 2026

Universidad de Santiago de Chile

Table 2: Resultados de la prueba de raíz unitaria ADF a variables diferenciadas

Variable	ADF	p-valor	Lags	Obs.	Crítico 1%	Crítico 5%	Crítico 10%	Conclusión
d_logtc	-10.6589	0.0000	0	154	-3.4735	-2.8805	-2.5769	Estacionaria al 1%
d_logsale	-6.0966	0.0000	3	52	-3.5629	-2.9190	-2.5974	Estacionaria al 1%

Tabla 2. Resultados de la prueba ADF para variables diferenciadas. Fuente: elaboración propia.

5. Principales resultados econométricos

Los resultados de raíz unitaria muestran que el tipo de cambio nominal en logaritmos no es estacionario en niveles. El estadístico ADF no permite rechazar la hipótesis nula de raíz unitaria, lo que confirma la elevada persistencia de la serie cambiaria. Este resultado es consistente con la naturaleza financiera del tipo de cambio, sensible a expectativas, shocks externos, condiciones monetarias internacionales, precios de commodities y ajustes graduales del mercado.

En contraste, las ventas de dólares de Hacienda presentan un comportamiento más asociado a episodios específicos de liquidación de divisas o gestión fiscal. Esto implica que ambas variables poseen propiedades temporales distintas: el tipo de cambio se comporta como una serie persistente, mientras que las ventas fiscales aparecen más vinculadas a eventos discretos de programación financiera.

La selección del modelo favorece una especificación VAR(1), lo que permite evaluar la interacción dinámica básica entre ambas variables. La estimación muestra que el primer rezago del tipo de cambio es positivo, cercano a la unidad y estadísticamente significativo en la ecuación del propio tipo de cambio. Por tanto, la dinámica cambiaria se explica fuertemente por su propia inercia.

El resultado central aparece al analizar el efecto de las ventas rezagadas sobre el tipo de cambio. El coeficiente asociado a las ventas de dólares no resulta estadísticamente significativo para explicar la evolución posterior del dólar observado. En términos económicos, esto sugiere que las ventas fiscales no constituyen, dentro de esta especificación, un predictor directo y robusto de la trayectoria contemporánea del tipo de cambio.

En cambio, el rezago del tipo de cambio sí resulta significativo en la ecuación de ventas de dólares. Esto indica que el comportamiento previo del tipo de cambio contiene información relevante para explicar decisiones posteriores de venta de divisas. La relación dinámica parece operar con mayor claridad desde el tipo de cambio hacia las ventas del Ministerio de Hacienda, y no desde las ventas hacia el tipo de cambio.

Notas de Política Económica

NOTA PEC 28, agosto 2026

Universidad de Santiago de Chile

Table 3: Selección del número óptimo de rezagos para el modelo VAR

Rezagos	AIC	BIC	FPE	HQIC
0	0.00	0.04	1.00	0.02
1	-5.14	-5.02*	5.84×10^{-3}	-5.09
2	-5.14	-4.94	5.84×10^{-3}	-5.06
3	-5.21	-4.93	5.46×10^{-3}	-5.10*
4	-5.16	-4.80	5.76×10^{-3}	-5.01
5	-5.24*	-4.80	$5.30 \times 10^{-3*}$	-5.06
6	-5.23	-4.71	5.37×10^{-3}	-5.02

Nota: el símbolo * indica el valor mínimo de cada criterio de información.

Tabla 3. Selección del número óptimo de rezagos para el modelo VAR. Fuente: elaboración propia.

Table 4: Resultados estimados del modelo VAR

Variable dependiente	Variable explicativa	Coefficiente	Error estándar	p-valor	Significancia
logtc	L1.logtc	0.99	0.01	0.00	***
logtc	L1.logsale	0.00	0.00	0.51	No significativa
logsale	L1.logtc	3.55	1.43	0.01	**
logsale	L1.logsale	0.84	0.04	0.00	***

Nota: *** indica significancia al 1%, ** al 5% y * al 10%. Los coeficientes corresponden al modelo VAR con un rezago.

Tabla 4. Resultados estimados del modelo VAR(1). Fuente: elaboración propia.

6. Funciones impulso-respuesta y causalidad de Granger

Las funciones impulso-respuesta complementan la lectura de los coeficientes del VAR. La respuesta del tipo de cambio ante un shock propio es inmediata y persistente, lo que confirma que la trayectoria del dólar observado está dominada por su propia inercia. Este resultado refuerza la idea de que, durante el período analizado, los movimientos cambiarios estuvieron asociados a procesos acumulativos de expectativas y condiciones externas más que a una reacción fuerte y directa frente a ventas fiscales de dólares.

La respuesta del tipo de cambio ante un shock en las ventas de dólares es acotada. En el período inicial no se observa un efecto contemporáneo fuerte; posteriormente aparece una reacción rezagada y de baja magnitud. Esto permite interpretar que las ventas del Ministerio de Hacienda pueden generar efectos transitorios sobre la liquidez del mercado, pero no modifican de manera persistente la trayectoria cambiaria. La función impulso-respuesta inversa muestra una dinámica distinta. Las ventas de dólares reaccionan de manera más persistente ante shocks en el tipo de cambio. El efecto no es necesariamente intenso al inicio, pero se acumula a lo largo del horizonte evaluado. Esta evidencia es coherente con una lógica reactiva: las ventas fiscales tienden a intensificarse después de episodios previos de presión cambiaria, especialmente cuando la depreciación del peso eleva la sensibilidad política y económica del mercado.

Notas de Política Económica

NOTA PEC 28, agosto 2026

Universidad de Santiago de Chile

La causalidad de Granger consolida esta interpretación. No se encuentra evidencia estadística suficiente para afirmar que las ventas de dólares causen en sentido de Granger al tipo de cambio nominal. En cambio, sí se encuentra evidencia de que el tipo de cambio causa en sentido de Granger a las ventas de dólares. Esta prueba no constituye causalidad estructural definitiva, pero sí indica precedencia temporal y capacidad predictiva del tipo de cambio sobre las operaciones fiscales de divisas.

En conjunto, el VAR, las funciones impulso-respuesta y la causalidad de Granger apuntan a una conclusión convergente: las ventas de dólares del Ministerio de Hacienda no aparecen como un instrumento capaz de modificar de forma permanente el tipo de cambio nominal. Su comportamiento parece estar más asociado a necesidades fiscales de liquidez y a respuestas operativas frente a condiciones cambiarias previamente observadas, especialmente cuando el precio del dólar pasa los mil pesos.

Tabla 6: Resumen de funciones impulso-respuesta logsale ante shocks del sistema

VAR				
Variable respuesta	Impacto ($h = 0$)	Efecto máximo	Período máximo	Efecto acumulado
logtc	0.020	0.476	12	4.226
logsale	2.788	2.788	0	15.735
logsale	0.000	0.004	12	0.034

Tablas 5 y 6. Resumen de funciones impulso-respuesta del sistema VAR. Fuente: elaboración propia.

Table 7: Resultados de la prueba de causalidad de Granger

Variable causada	Variable causante	Hipótesis nula	Estadístico F	Valor crítico	p-valor	Decisión
logtc	logsale	logsale no causa en sentido de Granger a logtc	0.4437	3.8720	0.5060	No se rechaza H_0
logsale	logtc	logtc no causa en sentido de Granger a logsale	6.1860	3.8720	0.0130	Se rechaza H_0 al 5%

Tabla 7. Resultados de la prueba de causalidad de Granger. Fuente: elaboración propia.

7. Discusión: efectividad, coordinación e interpretación económica

Los resultados obligan a distinguir entre efecto de mercado e intervención efectiva. Una venta fiscal de dólares aumenta la oferta de divisas y puede producir alivios transitorios en la liquidez, especialmente si los montos son significativos o si el mercado atraviesa episodios de tensión. Sin embargo, la evidencia no respalda que estas operaciones tengan capacidad persistente para alterar la trayectoria del dólar observado. El tipo de cambio mantiene una dinámica altamente dependiente de su propia historia y de fundamentos macrofinancieros más amplios.

Esta distinción es clave para la política económica. Si las ventas se presentan o son interpretadas como mecanismos de estabilización cambiaria, el mercado podría sobredimensionar su capacidad de incidir en la paridad. En cambio, si se comunican como operaciones de gestión financiera del Fisco, su rol queda acotado a la administración presupuestaria y a la conversión de recursos externos en liquidez local. La claridad comunicacional reduce el riesgo de señales contradictorias entre Hacienda y el Banco Central.



Notas de Política Económica

NOTA PEC 28, agosto 2026

Universidad de Santiago de Chile

La coordinación fiscal-monetaria adquiere especial relevancia cuando las operaciones de ambas autoridades coinciden temporalmente. En 2022, ventas de divisas pueden haber sido leídas como consistentes con la necesidad de proveer liquidez y moderar tensiones cambiarias. No obstante, en períodos donde el Banco Central busca acumular reservas mientras Hacienda vende dólares, el mercado podría interpretar objetivos divergentes. Esa ambigüedad no implica necesariamente conflicto institucional, pero sí exige una comunicación más precisa sobre el origen, destino y objetivo de las operaciones.

Desde el punto de vista fiscal, el estudio sugiere que las ventas se relacionan principalmente con requerimientos de financiamiento y liquidez presupuestaria. La tesis destaca que una parte importante del gasto público corresponde a gasto corriente, aunque la trazabilidad exacta del uso de los recursos provenientes de ventas de dólares no siempre está disponible con alta frecuencia. Esta limitación impide asignar cada operación a un uso específico, pero permite reconocer que las ventas fiscales no deben analizarse exclusivamente como política cambiaria, aunque tengan efectos coyunturales en el tipo de cambio.

En términos de estabilidad macroeconómica, la principal implicancia es que la venta de dólares del Fisco puede complementar transitoriamente la liquidez del mercado, pero no sustituye a la política monetaria ni corrige por sí sola desequilibrios de fundamentos. La inflación, las expectativas, la tasa de interés internacional, el precio del cobre y los flujos de capital continúan siendo determinantes centrales de la trayectoria cambiaria chilena.

8. Implicancias de política económica

Primero, las operaciones fiscales en divisas debieran comunicarse con claridad respecto de su objetivo principal. Cuando se trata de necesidades de caja, financiamiento presupuestario o conversión de activos externos, la comunicación debe evitar que el mercado las interprete como intentos de fijar un nivel de tipo de cambio. Esta distinción protege la credibilidad del régimen de flotación cambiaria y la autonomía del Banco Central.

Segundo, resulta conveniente fortalecer la transparencia operativa. La publicación de calendarios de ventas, montos esperados, criterios generales de ejecución y origen de los recursos permitiría mejorar la interpretación del mercado. Una mayor trazabilidad entre fondos soberanos, activos fiscales externos y necesidades presupuestarias facilitaría además futuras investigaciones empíricas.

Tercero, la coordinación entre Hacienda y Banco Central debe preservar roles diferenciados. El Banco Central mantiene el mandato de estabilidad de la moneda y funcionamiento de pagos; Hacienda administra la caja fiscal y los activos financieros del Estado. Cuando ambas instituciones operan en el mercado cambiario, la coordinación no necesariamente implica compartir objetivos, sino evitar que las señales sean contradictorias o que se confundan instrumentos fiscales con instrumentos monetarios.

Cuarto, las ventas de dólares no deben considerarse una herramienta permanente de estabilización del tipo de cambio. Su capacidad de impacto parece acotada y transitoria. Por tanto, la estabilidad cambiaria requiere un marco macroeconómico coherente: política fiscal sostenible, metas de inflación creíbles, profundidad del mercado financiero, acumulación prudente de reservas y comunicación institucional consistente.

Notas de Política Económica

NOTA PEC 28, agosto 2026

Universidad de Santiago de Chile

Quinto, futuras investigaciones podrían ampliar el análisis incorporando datos diarios, medidas de volatilidad intradía, expectativas de mercado, diferenciales de tasas, precio del cobre, condiciones financieras externas y anuncios oficiales. También sería relevante distinguir entre efectos de anuncio y efectos de ejecución, ya que en los mercados financieros las expectativas pueden ajustarse antes de que las operaciones se materialicen.

Conclusiones

La tesis sintetizada permite concluir que las ventas de dólares realizadas por el Ministerio de Hacienda durante 2022-2024 no constituyeron un instrumento capaz de modificar de manera persistente la trayectoria del tipo de cambio nominal. La evidencia empírica muestra que el dólar observado posee una elevada persistencia temporal y que su evolución se encuentra dominada por su propia inercia y por condiciones macrofinancieras más amplias.

El modelo VAR(1) indica que las ventas de dólares rezagadas no explican de forma significativa la evolución posterior del tipo de cambio. En contraste, el tipo de cambio rezagado sí contribuye a explicar las ventas futuras de dólares. Las funciones impulso-respuesta muestran efectos acotados y rezagados de las ventas sobre el tipo de cambio, mientras que las ventas reaccionan con mayor claridad ante shocks cambiarios. La causalidad de Granger confirma esta dirección de la relación dinámica.

Desde una perspectiva institucional, el estudio muestra la importancia de distinguir entre intervención cambiaria en sentido estricto y operaciones fiscales de divisas. El Ministerio de Hacienda puede vender dólares como parte de la gestión de activos, financiamiento del presupuesto o utilización de fondos soberanos, pero ello no equivale a ejercer política monetaria. El Banco Central, incluso cuando actúa como agente fiscal, no transforma automáticamente esas operaciones en intervenciones cambiarias propias.

La principal contribución de la investigación es entregar evidencia para una discusión poco desarrollada en Chile: el vínculo entre ventas fiscales de dólares, mercado cambiario y coordinación fiscal-monetaria. Los resultados sugieren que estas operaciones poseen un componente principalmente reactivo frente a condiciones cambiarias previas y que sus efectos sobre la liquidez son transitorios. Por tanto, su uso debe ser interpretado con cautela y acompañado de comunicación transparente.

En síntesis, la estabilidad cambiaria no depende solo de la oferta puntual de divisas, sino de la consistencia del marco macroeconómico. La coordinación institucional, la credibilidad de la política monetaria, la sostenibilidad fiscal y la profundidad del mercado cambiario son condiciones necesarias para que Chile enfrente episodios de volatilidad sin comprometer la autonomía de sus instituciones ni generar señales ambiguas para los agentes económicos.



Referencias

- Arenas, J., & Griffith-Jones, S. (2024). *Effectiveness of foreign exchange interventions: Evidence and lessons from Chile* (Documento de Trabajo N.º 983, versión revisada). Banco Central de Chile
https://www.bcentral.cl/documents/33528/133326/DTBC_983.pdf
- Banco Central de Chile. (1989). *Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile*. Banco Central de Chile.
- Banco Central de Chile. (2003). *Políticas del Banco Central de Chile, 1997–2003*. Banco Central de Chile.
- Banco Central de Chile. (2022). *Política cambiaria e intervenciones en el marco de metas de inflación*. Banco Central de Chile.
- Banco Central de Chile. (2024). *Base de datos estadísticos*. <https://www.bcentral.cl>
- Bordo, M. D., Humpage, O. F., & Schwartz, A. J. (2015). U.S. intervention and the early dollar float, 1973–1981. En *Strained relations: U.S. foreign-exchange operations and monetary policy in the twentieth century* (pp. 210–267). University of Chicago Press. <https://doi.org/10.7208/chicago/9780226051512.003.0005>
- Canales-Kriljenko, J. I., Guimarães, R., & Karacadağ, C. (2003). *Official intervention in the foreign exchange market: Elements of best practice* (IMF Working Paper No. WP/03/152). International Monetary Fund.
<https://doi.org/10.5089/9781451857115.001>
- De Gregorio, J., & Tokman, A. (2004). *Flexible exchange rate regime and foreign exchange interventions: The Chilean case* (Documento de Política Económica N.º 11). Banco Central de Chile. https://www.bcentral.cl/documents/33528/133323/DPE_11.pdf
- Dickey, D. A., & Fuller, W. A. (1979). Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root. *Journal of the American Statistical Association*, 74(366a), 427–431. <https://doi.org/10.1080/01621459.1979.10482531>
- Dirección de Presupuestos. (2024). *Estadísticas de las finanzas públicas*. Ministerio de Hacienda.
- Dirección de Presupuestos. (2026). *Proyecciones de gasto público en Chile 2025–2050* (Estudios de Finanzas Públicas N.º 2025/48). Ministerio de Hacienda.
- Dominguez, K. M., & Frankel, J. A. (1993). Foreign exchange intervention: An empirical assessment. En J. A. Frankel (Ed.), *On exchange rates* (pp. 327–345). MIT Press.
- Enders, W. (2015). *Applied econometric time series* (4th ed.). Wiley.
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (2024). *Federal Reserve Economic Data (FRED)*. <https://fred.stlouisfed.org>
- Frankel, J. A., & Rose, A. K. (1995). Empirical research on nominal exchange rates. En G. M. Grossman & K. Rogoff (Eds.), *Handbook of international economics* (Vol. 3, pp. 1689–1729). Elsevier. [https://doi.org/10.1016/S1573-4404\(05\)80013-9](https://doi.org/10.1016/S1573-4404(05)80013-9)



Notas de Política Económica

NOTA PEC 28, agosto 2026

Universidad de Santiago de Chile

- Granger, C. W. J. (1969). Investigating causal relations by econometric models and cross-spectral methods. *Econometrica*, 37(3), 424–438. <https://doi.org/10.2307/1912791>
- Ministerio de Hacienda. (2024). *Informe anual fondos soberanos*. Ministerio de Hacienda.
- Moreno, R. (2005). Motives for intervention. En Bank for International Settlements (Ed.), *Foreign exchange market intervention in emerging markets: Motives, techniques and implications* (BIS Papers N.º 24, pp. 4–18). Bank for International Settlements.
- Salazar, L. (2017). Modeling real exchange rate persistence in Chile. *Econometrics*, 5(3), 29. <https://doi.org/10.3390/econometrics5030029>
- Sims, C. A. (1980). Macroeconomics and reality. *Econometrica*, 48(1), 1–48. <https://doi.org/10.2307/1912017>
- Sims, C. A., Stock, J. H., & Watson, M. W. (1990). Inference in linear time series models with some unit roots. *Econometrica*, 58(1), 113–144. <https://doi.org/10.2307/2938337>