

# ESTUDIOS ECONÓMICOS ESTADÍSTICOS

Hitos del Banco Central de Chile y su Balance  
Histórico (1925-2025)

Juan Pablo Cova  
Daniela Muñoz  
Camilo Poblete  
Claudio Sandoval

N.º146 Diciembre 2025





A contar del número 50, la Serie de Estudios Económicos del Banco Central de Chile cambió su nombre al de Estudios Económicos Estadísticos.

Los Estudios Económicos Estadísticos divulgan trabajos de investigación en el ámbito económico estadístico realizados por profesionales del Banco Central de Chile, o encargados por éste a especialistas o consultores externos. Su contenido se publica bajo exclusiva responsabilidad de sus autores y no compromete la opinión del Instituto Emisor. Estos trabajos tienen normalmente un carácter definitivo, en el sentido que, por lo general, no se vuelven a publicar con posterioridad en otro medio final, como una revista o un libro.

As from issue number 50, the *Series of Economic Studies of the Central Bank of Chile* will be called *Studies in Economic Statistics*.

*Studies in Economic Statistics* disseminates works of investigation in economic statistics carried out by professionals of the Central Bank of Chile or by specialists or external consultants. Its content is published under exclusive responsibility of its authors and it does not reflect the opinion of the Central Bank. These documents normally are definitives and are not made available in any other media such as books or magazines.

## Hitos del Banco Central de Chile y su Balance histórico (1925-2025)\*

Juan Pablo Cova Daniela Muñoz Camilo Poblete Claudio Sandoval  
Banco Central de Chile Banco Central de Chile Banco Central de Chile Banco Central de Chile

## Resumen

Este documento ofrece una revisión histórica de las estadísticas y contexto que marcan la evolución del Balance del Banco Central de Chile (BCCh) en el año de su centenario, para el periodo comprendido entre 1925 y 2024. Este documento se organiza en cinco macroperiodos definidos por los principales cambios en su marco legal, y examinando la evolución de los activos y pasivos del Banco y su relación con el mandato vigente, su grado de autonomía y las herramientas de política disponibles. El análisis comprende desde su función inicial como emisor bajo el patrón oro hasta la configuración actual como banco central autónomo con metas de inflación y tipo de cambio flotante.

A lo largo del documento se describen los principales hitos económicos, financieros y normativos que han influido en la estructura del balance del BCCh, incluyendo episodios de crisis, reformas institucionales y procesos de modernización. Asimismo, se analiza en detalle el conjunto de medidas adoptadas entre 2019 y 2024 frente a los eventos extraordinarios, el estallido social de 2019 y la crisis económica como resultado de la pandemia de COVID-19, examinando su impacto en el balance y también se presenta el proceso posterior de normalización a los eventos.

El estudio concluye destacando la evolución institucional del Banco Central hacia una entidad autónoma, con un balance alineado con sus objetivos de política y una gran capacidad de respuesta ante escenarios complejos. La comparación internacional, incluida durante la pandemia refuerza esta visión, evidenciando una convergencia con las prácticas de bancos centrales de economías avanzadas.

\* El título incluye 2025 como símbolo del centenario del Banco Central de Chile, aunque la cobertura histórica llega hasta 2024 en línea con la disponibilidad de información consolidada. Las opiniones expresadas son de los autores y no representan necesariamente las opiniones del Banco Central de Chile o de sus miembros del Consejo. Los autores agradecen los valiosos comentarios de Ricardo Consiglio, Felipe Musa, Juan Carlos Piantini, Beatriz Velásquez, José Miguel Villena y un árbitro anónimo. E-mails: jcova@bcentral.cl; dmunoz@bcentral.cl; cpobleteb@bcentral.cl; csandova@bcentral.cl.

## I. Introducción

En el marco de la conmemoración de los 100 años del Banco Central de Chile (BCCh), este documento presenta una revisión histórica y analítica de la evolución del balance del Banco entre 1925 y 2024. Este documento amplía y complementa el estudio “Balance del Banco Central de Chile, 1926 a 2015” (Filippi, Román, & Villena, 2017), integrando además los aportes de la serie “Historia Institucional del Banco Central de Chile” (Carrasco, 2009), con el propósito de ofrecer una visión integral de los principales hitos institucionales, económicos y financieros que han marcado la trayectoria del BCCh.

El análisis se organiza en cinco macroperiodos, definidos según la vigencia de las distintas cartas fundamentales o leyes orgánicas que han regido esta institución (Araya & Lyon, 2021). Esto permite contextualizar la evolución de su balance en función de su mandato, grado de autonomía y herramientas de política. Así, el primer macroperiodo comprende desde 1925 hasta 1952; el segundo, de 1953 a 1960; el tercero, entre 1961 y 1974; el cuarto, desde 1975 hasta 1988; y finalmente, el quinto periodo se extiende desde 1989 hasta 2024. En este documento se revisa con especial atención a los cambios recientes en la estructura del balance, derivados de la implementación de políticas monetarias no convencionales y la respuesta a eventos extraordinarios como la crisis social de 2019 y la crisis económica producto de la pandemia de COVID-19, además se dan cuenta de los diversos esfuerzos y cambios que se han realizado producto de la modernización en la gestión de reservas internacionales.

Finalmente, el documento realiza una comparación internacional de las respuestas de los Bancos Centrales durante los años de la pandemia del COVID-19 y que permite contextualizar la experiencia del BCCh, destacando similitudes y diferencias en la magnitud y naturaleza de las respuestas adoptadas frente a un escenario de alta incertidumbre.

## II. Resumen de la evolución histórica del Banco Central de Chile y su balance

El primer periodo que se presenta comienza con la fundación del Banco Central de Chile en 1925<sup>1</sup> y termina en 1952. Una vez realizada la misión Kemmerer, el Banco Central se funda como un banco independiente que tiene como objetivo velar por la estabilidad de la moneda (Ley Monetaria), regular las tasas de interés y descuento y fomentar el progreso económico del país. En sus inicios el BCCh realizaba labores de emisión y distribución de billetes que eran convertibles en oro según el régimen de patrón oro definido en 1926 y mantenía reservas internacionales en dicho metal.

Luego del abandono del patrón oro en 1931 la institución estuvo a cargo de operativizar los controles cambiarios que se establecieron para las cuentas corrientes y de capitales. Durante estos años la independencia del Banco Central se volvió menos clara, ya que se otorgaron créditos a instituciones gubernamentales y la industria del salitre, con una fuerte expansión monetaria y alzas en la inflación.

Hasta la crisis de los años 30 el balance del Banco estaba compuesto principalmente por reservas internacionales en los activos y base monetaria en los pasivos. Luego de los efectos de la Gran Depresión sobre la economía local, con el fin de reactivarla, a partir de 1931 se comenzaron a realizar préstamos al sector público y también hubo un aumento del financiamiento a instituciones privadas, principalmente bancos comerciales. En especial destaca que, durante 1932, hubo un incremento de 275% en el monto de créditos al sector público (Gráfico II.1 y Gráfico III.2). Estos préstamos modificaron la estructura del balance: en el primer quinquenio del Banco (1926 -1930) las reservas internacionales representaban el 76% de los activos, mientras que hacia el último quinquenio de este periodo (1948-1952) su participación se redujo al 15% de estos. En cambio, los préstamos al fisco (38%) y los préstamos a instituciones privadas (30%) adquirieron una mayor relevancia (Gráfico III.1). En el caso de los pasivos, también se observaron cambios en su composición, aunque de menor magnitud. La base monetaria inició el primer quinquenio representando el 82% de estos y pasó a representar un 67% en el periodo 1948-1952, con un aumento principalmente de la deuda con organismos internacionales (Gráfico III.3).

El segundo macroperiodo comprende la vigencia de la nueva Ley Orgánica entre 1953 y 1960. Durante éste, aunque se definía al Banco Central como una entidad autónoma y con un directorio de 14 miembros que representaba los diversos intereses de la sociedad, el grado de influencia del gobierno fue mayor y se ejercía principalmente a través del ministro de Hacienda y de los 3 directores representantes del gobierno en el Banco. En este contexto, se introdujo un mandato con foco en un desarrollo ordenado y progresivo de la economía

---

<sup>1</sup> La fecha de creación del BCCh quedó establecida el 22 de agosto de 2025, no obstante, comenzó a funcionar a partir del 11 de enero de 2026 en un contexto de modernización y ampliación del Estado.

mediante políticas monetarias y crediticias, entregándole nuevas facultades para el control cuantitativo y cualitativo del crédito.

El objetivo de impulsar el desarrollo económico por parte del Estado, junto con la mantención de tasas de interés relativamente bajas por parte del Banco Central, propició un aumento del gasto, tanto privado como fiscal, lo que derivó, junto a otros factores, en un alza de la inflación. Esta situación generó preocupación en las autoridades y fue uno de los factores que motivó la solicitud de diferentes asesorías al recientemente creado FMI, en particular a un grupo de expertos estadounidenses. Así, entre 1955 y 1957 se dispuso de un programa de estabilización denominado Klein-Saks, el que tuvo un efecto parcial en el control inflacionario.

Desde la perspectiva del balance, y bajo la marcada influencia de un modelo que privilegiaba el desarrollo, entre 1953 y 1960 los activos estuvieron conformados principalmente por créditos al sector público (35%) y al sector privado y otros activos (48%), mientras que las reservas internacionales representaron solo un 17% (Gráfico IV.1) de los activos. Las reservas internacionales alcanzaron sus niveles mínimos entre 1955 y 1958, representando menos del 0,5% del PIB<sup>2</sup> (Gráfico II.1 y Gráfico IV.2), esto producto de ventas de divisa para evitar una excesiva devaluación del peso ante una caída en los términos de intercambio y un incremento de las importaciones por la desregulación de varios de sus controles.

En los pasivos, durante el inicio de este periodo la deuda se mantuvo a la par respecto a la base monetaria. No obstante, y debido a nuevos préstamos con organismos internacionales, la deuda aumentó por sobre el 45% del total de pasivos en los años 1959 y 1960. En términos del PIB, el tamaño del balance disminuyó desde un 13% en 1953 hasta un 7% en 1957, para luego aumentar rápidamente en los últimos años del periodo, alcanzando un 18% en 1959. Este aumento se explicó por nuevos créditos al sector privado en los activos y mayor deuda en los pasivos (Gráficos II.1 y II.2, y Gráficos IV.2 y IV.4).

El tercer macroperiodo comienza durante el gobierno de Jorge Alessandri (1958-1964) y se constituye a partir de la vigencia (1960 a 1974) de una nueva Ley Orgánica del Banco Central que introdujo cambios en la estructura y funciones de este, con el objetivo, entre otros, de potenciar su capacidad para conducir la política monetaria y limitar el financiamiento directo al fisco.

En un inicio, los cambios introducidos por la nueva Ley Orgánica lograron ciertos avances en el control de la inflación y en la estabilidad cambiaria. No obstante, estos resultados no fueron sostenibles, especialmente hacia el final del periodo, ya que primero durante el gobierno de la Unidad Popular el Banco Central operó bajo la influencia de las autoridades y luego durante el gobierno militar el Banco fue intervenido por la junta de gobierno. En ambos periodos, la inflación aumentó de forma significativa, se produjo una fuerte

---

<sup>2</sup> Las cifras expresadas como porcentaje del PIB se obtienen a partir de los datos reportados por Braun-Llona et al. (2000) para el periodo 1926-1959, y de los datos del Banco Central de Chile desde 1960 en adelante.

devaluación del tipo de cambio y se desató una crisis de balanza de pagos. El Banco Central financiaba al Estado de forma directa e indirecta mediante emisión monetaria, en un contexto marcado por controles de precios, asignación dirigida de créditos y la existencia de múltiples tipos de cambio.

En términos del balance, entre 1961 y 1970, y a pesar de los diversos cambios de régimen y políticas entre los gobiernos de los presidentes Alessandri, Frei y Allende, el tamaño del balance del Banco Central se mantuvo relativamente estable, cercano al 18% del PIB (Gráfico II.1 y Gráfico V.2). No obstante, durante este periodo sí hubo cambios en su composición. Continuó el incremento de los préstamos e inversiones al sector público, que se consolidaron como el principal componente de los activos del BCCh, representando un 57%. El resto de los activos eran las reservas internacionales (23%), otros activos (11 %) y los créditos e inversiones con el sector privado (9%). Luego, entre los años 1968 y 1970 se produjo un incremento de las reservas internacionales alcanzando el 5% del PIB en 1969, frente al promedio de 2,7% registrado en los años previos. Este aumento se explicó por la ampliación de la cuota de Chile en el FMI y la consideración de los DEG<sup>3</sup> como activos de reserva. Respecto a los pasivos, aproximadamente el 41% correspondía a emisión monetaria, el 22% a otros pasivos, el 21% a deuda externa y el 13% restante a deuda interna con instituciones financieras.

A partir de 1971, el balance del BCCh comenzó a crecer aceleradamente, pasando de representar el 17,6% del PIB en 1970 a un máximo de 88,4 % en 1973, cerrando en torno al 74,5 % del PIB en 1975. Este crecimiento se explicó principalmente por el aumento de los créditos e inversiones con el sector público, los que se multiplicaron por cinco entre 1970 y 1975, pasando de 9,3% a 48,5% del PIB, y por el incremento de los créditos e inversiones con el sector privado y otros activos, que se multiplicaron casi por 9, subiendo de 3,5% a 21% del PIB en 1975 (Gráfico II.1 y Gráfico V.2). En el caso de los pasivos, aunque la base monetaria también se expandió rápidamente —de 7,6% del PIB en 1970 a casi 27% en 1973, cerrando en torno al 21% en 1975—, el aumento más significativo se observó en la deuda con instituciones externas, como el FMI, que aumentó desde un 3% del PIB en 1970 al 29% del PIB en 1975 y la deuda con entidades privadas internas que pasó de representar 2% del PIB en 1970 al 9% en 1975 (Gráfico II.2 y Gráfico V.4).

Bajo el control de la junta militar, en 1975 se promulgó una nueva Ley Orgánica del Banco Central de Chile, vigente hasta 1989, dando inicio al cuarto macroperiodo analizado. Esta nueva carta fundamental mantuvo un mandato tan amplio como el de las anteriores, aunque otorgó mayor relevancia a la política monetaria mediante la liberación de las tasas de interés, la eliminación de controles sobre préstamos bancarios y un esfuerzo por reducir el financiamiento fiscal. Con la liberalización económica y de las tasas de interés, el retorno

---

<sup>3</sup> Derecho especial de Giro (DEG) es un activo de reserva internacional creado por el FMI. Es una unidad de valor basado en una canasta de monedas compuesta actualmente por el dólar de Estados Unidos, Euro, Yuan Chino, Yen Japonés y Libra esterlina y que puede intercambiarse por monedas de libre uso.

de los bancos a manos privadas y la creación en 1977 del Departamento de Operaciones de Mercado Abierto —encargado de gestionar la liquidez financiera— comenzó un incipiente desarrollo del mercado local de renta fija.

Durante este período, y hasta el año 1980, el balance del BCCh se mantuvo en niveles superiores al 60% del PIB, aunque con una tendencia decreciente. En estos años se observa un proceso de recomposición de los activos, con una destacada caída en los préstamos al sector público, que pasaron de representar casi 49% del PIB en 1975 a 10% en 1980. En contraste, las reservas internacionales se incrementaron de 5,2% a 15,6% del PIB y los créditos al sector privado, principalmente los bancos privados, aumentaron de 2,6% a 6,5% del PIB en 1980 (Gráfico II.1 y Gráfico VI.2). En cuanto a los pasivos, la deuda externa se redujo del 29,2% del PIB en 1975 al 6,2% del PIB en 1980, mientras que la base monetaria también disminuyó, pasando de 10,2% a 8,1% del PIB en el mismo período. A partir de 1978, el Banco Central comenzó a emitir instrumentos de deuda propios de corto plazo —los PRBC y PDBC—, que hacia 1980 representaban casi el 4% del PIB (Gráfico II.2 y Gráfico VI.4).

Entre 1981 y 1989, tanto la economía chilena como el balance del Banco Central estuvieron marcados por una profunda crisis crediticia que afectó principalmente a la banca privada. Este período puede subdividirse en dos etapas claramente diferenciadas. La primera, entre 1982 y 1985, estuvo caracterizada por una fuerte recesión económica, frente a la cual se adoptaron políticas expansivas para mitigar la caída de la actividad. En este contexto, el Banco Central intervino en la mayoría de los bancos comerciales, adquirió la deuda externa privada y, junto al gobierno, realizó compras de carteras crediticias bancarias. La segunda etapa, entre 1986 y 1989, se centró en una estrategia de recuperación económica, con políticas monetarias y cambiarias coordinadas con el fisco. Durante esta etapa se logró aumentar el crecimiento y mantener una inflación, aunque alta, más contenida.

Con excepción de 1981<sup>4</sup>, entre 1982 y 1985 los activos del BCCh crecieron considerablemente, alcanzando en 1985 el nivel más alto de toda la serie, cercano al 150% del PIB. Como se ha mencionado, este aumento se explicó por el rescate de la banca privada y la adquisición de sus carteras crediticias. En conjunto, estos activos bancarios, junto con otros créditos al sector privado, representaron el 64,2% del PIB en 1985, mientras que las reservas internacionales alcanzaron el 22,6% del PIB ese mismo año y los créditos al sector público el 9,3% del PIB (Gráfico II.1 y Gráfico VI.2). En cuanto a los pasivos, en 1985 la deuda con entidades externas representaba el 42,5% del PIB, los documentos emitidos el 38,2%, y

---

<sup>4</sup> En el año 1981, se observó una notoria caída en el tamaño del balance del BCCh, que pasó de representar el 54,8% del PIB en 1980 a 25,5%, con una disminución proporcional en los pasivos. Esta caída se explicó por dos factores principales: en primer lugar, el BCCh dejó de actuar como intermediario financiero que canalizaba créditos mediante diversos mecanismos, funciones que fueron traspasadas al sistema bancario privado; en segundo lugar, se realizó una reestructuración contable que implicó la eliminación o el traspaso de ciertos activos y pasivos al fisco.

la deuda con otras entidades privadas internas el 28% del PIB. Por su parte, la base monetaria equivalía a solo el 3,8% del PIB (Gráfico II.2 y Gráfico VI.4).

Durante la fase de recuperación, el tamaño del balance del BCCh disminuyó progresivamente hasta 1989. Aunque los activos se mantuvieron en niveles elevados, descendieron hasta representar el 79% del PIB, destacando un fuerte incremento de los créditos al fisco, que alcanzaron el 28% del PIB. Lo anterior se explica principalmente debido al reconocimiento por parte del Estado de deuda bancaria, y que implicó que, en contrapartida, la deuda con instituciones bancarias se redujera de niveles superiores al 64% del PIB a 24,4% en 1989. Las reservas internacionales disminuyeron hasta el 18,6% del PIB, en gran parte como resultado del crecimiento del PIB (Gráfico II.1 y Gráfico VI.2). En cuanto a los pasivos, también hubo una recomposición, la deuda emitida por el Banco Central, tanto de corto como de largo plazo, alcanzó el 28% del PIB; la deuda externa el 20% del PIB, la deuda con instituciones privadas representó el 10%, los pasivos con el sector público un 3% del PIB y la base monetaria se redujo a apenas el 3,5% del PIB (Gráfico II.2 y Gráfico VI.4).

El último macroperiodo en estudio comienza en 1989 con la promulgación de la Ley Orgánica Constitucional (LOC) actualmente vigente. Este periodo se caracteriza por ser el único en el que el BCCh ha logrado mantener una autonomía efectiva frente al Gobierno Central. Durante el primer decenio, mediante la aplicación de políticas monetarias y cambiarias, se logró reducir progresivamente la inflación, manteniendo al mismo tiempo un tipo de cambio real elevado y relativamente estable. En 1991, el Banco comenzó a establecer metas de inflación y preparó la transición hacia un régimen de tipo de cambio flotante. Proceso que comenzó con el establecimiento de bandas cambiarias y la acumulación de reservas internacionales, culminando en 1999 con la adopción del régimen de flotación libre. En este período también se introdujeron nuevos instrumentos de deuda a mayores plazos, tanto nominales como indexados a la Unidad de Fomento (UF), así como otros vinculados al dólar. Además, se consolidó la deuda bancaria remanente en un único activo dentro del balance del Banco Central, denominado deuda subordinada.

En términos del balance del BCCh, durante el primer decenio bajo la nueva LOC, se logró una significativa acumulación de reservas internacionales, alcanzando un máximo cercano al 28% del PIB en 1992 y cerrando en 1999 con un 22% del PIB. Estas reservas estaban compuestas principalmente —en torno al 90%— por depósitos a plazo bancarios e instrumentos transables de renta fija. En este período, los créditos a instituciones financieras y la deuda del fisco disminuyeron de forma sostenida, pasando de niveles cercanos al 50% del PIB en 1990 a 13,4% en 1999. En conjunto, el tamaño total de los activos se redujo desde el 80% del PIB hasta el 37% en 1999 (Gráfico II.1 y Gráfico VII.3). Los pasivos tuvieron una disminución equivalente y cambios en cuanto a su composición. La deuda de

propia emisión, especialmente de largo plazo<sup>5</sup>, pasó a dominar la estructura, representando en 1999 el 74% de los pasivos —frente al 46 % en 1990—, lo que equivale a un 29% del PIB. Este aumento se explicó por el proceso de esterilización asociado a las compras de reservas internacionales realizadas en el periodo (Gráfico II.2 y Gráfico VII.6).

A inicios de la década del 2000 (mediados de 2001), el Banco estableció como objetivo operacional de la Tasa de Política Monetaria (TPM) la tasa nominal de préstamos interbancarios a un día (TIB). Para fortalecer la transmisión de la política monetaria y mejorar la identificación de expectativas de inflación a largo plazo, se complementó la emisión de PDBC con nuevos instrumentos: los bonos en pesos emitidos por el Banco Central de Chile (BCP) —bonos nominales con plazos de hasta 10 años—, y su equivalente reajustable en UF, el BCU, que reemplazó a los PRC. Entre 2004 y 2006, el Banco modernizó el sistema de pagos, pasando de un esquema basado en saldos contables a un sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR), lo que permitió optimizar la intermediación de reservas bancarias en el sistema financiero, y para facilitar el funcionamiento de este se creó la Facilidad de Liquidez Intradía. Durante este periodo además se implementó un corredor de tasas mediante Facilidades Permanentes de inyección y extracción de reservas bancarias, ubicadas a  $\pm 25$  puntos base respecto de la TPM, con el fin de reforzar el cumplimiento del objetivo operacional.

En 2008 aconteció la Crisis Financiera Global (GFC) cuyos efectos se extendieron hasta 2010. Para hacer frente a esta, el BCCh implementó una serie de medidas que impactaron tanto en la composición como en el tamaño de su balance. Se implementó una política monetaria expansiva, con una reducción inédita de la TPM hasta el 0,5%, nivel que se mantuvo durante aproximadamente un año. Además, se introdujeron mecanismos de apoyo a la liquidez en moneda extranjera mediante *swaps* de divisas, y en moneda nacional a través de operaciones REPO de corto plazo (entre 1 y 28 días), junto con la creación de la Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP), con vencimientos de entre 3 y 6 meses. Estas medidas se complementaron con una ampliación de los colaterales aceptables en las operaciones de financiamiento.

Durante el decenio 2000–2010, el tamaño del balance del BCCh siguió una trayectoria de reducción o normalización en relación con el PIB. En el año 2000, los activos representaban el 37% del PIB, mientras que al cierre de 2010 se situaban en 13,6%. Cabe destacar que en 2007 se alcanzó el nivel más bajo de la serie reciente, con un 12,1% del PIB, que corresponde al menor tamaño de balance desde 1958. Las mayores disminuciones se realizaron en los

---

<sup>5</sup> En 1999, la deuda de largo plazo emitida por el BCCh estaba compuesta por Pagarés Reajustables con pago en Cupones (PRC), que representaban el 60% del total, con plazos de 8, 10, 12, 14 y 20 años. Le seguían los Pagarés Reajustables en Dólares (PRD), que constituyan el 7%, con vencimientos a 3 y 4 años. En cuanto a la deuda de corto plazo, esta se componía de PDBC, con plazos entre 42 y 360 días (15%) y PRBC a 90 días (12%). El resto de la deuda -equivalente al 7%- correspondía a Pagarés reajustables con Tasa de interés Flotante (PTF), efectos de comercio, títulos por reconocimiento de deuda Capítulo XIX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales y otros remanentes del proceso de rescate bancario de los años ochenta.

préstamos al sector público, que descendieron de un 10% del PIB en 2000 a solo 0,2% en 2010 (Gráfico VII.2), y en la deuda del sector bancario, que se redujo de 3,3% a 0,8% del PIB en el mismo período. Toda esta evolución se explicó por el vencimiento de instrumentos, acuerdos con el fisco y, en el caso de los bancos, por el pago de la deuda subordinada.

Durante la primera década de los años 2000, las reservas internacionales también se redujeron como proporción del tamaño de la economía, pasando de representar el 21,8% del PIB en 2000 a 9,3% en 2007. En 2008 se realizaron compras de reservas internacionales por un total de US\$ 5.750 millones, lo que permitió elevar su nivel hasta el 15,5% del PIB ese mismo año. No obstante, las reservas retomaron la trayectoria descendente en términos del PIB, alcanzando el 13,6% en 2010, debido principalmente a la apreciación del peso y al crecimiento del PIB nominal (Gráfico II.1 y Gráfico VII.3). A lo largo de este período, se reconfiguró progresivamente la composición de los activos, consolidándose las reservas internacionales como su principal componente, llegando a representar el 86% del total (Gráfico VII.1). Una proporción dominante de las reservas internacionales en los activos no se observaba desde el primer quinquenio de funcionamiento del instituto emisor.

En el caso de los pasivos, se produjo una reducción equivalente en su tamaño, acompañada de cambios en su composición. La deuda emitida por el Banco Central, tanto de corto como de largo plazo, representó en promedio un 71% del total de pasivos durante el período. Sin embargo, hacia el final de la década, esta proporción descendió al 48%, equivalente al 8% del PIB. Por su parte, la base monetaria aumentó su participación dentro del total de pasivos, pasando de un promedio de 17% a 30% en 2010, lo que equivale a un 5% del PIB (Gráfico II.2 y Gráfico VII.7).

En el contexto GFC y las medidas adoptadas por el Banco entre 2008 y 2010, se produjeron recomposiciones temporales tanto en el activo como en el pasivo del balance. En el activo, se incrementaron los créditos a los bancos comerciales, principalmente a través de la FLAP, alcanzando un 4,4% del PIB en 2009. En el pasivo, aumentaron los depósitos de los bancos comerciales, especialmente en la Facilidad Permanente de Depósitos (FPD), representando un 1,7% del PIB. Dado el carácter transitorio de estas medidas —con excepción de las compras de reservas internacionales— no se observaron cambios permanentes en la estructura del balance.

En 2011, el Banco llevó a cabo un segundo proceso de compra de reservas internacionales por un total de US\$12.000 millones, con el objetivo de fortalecer su posición de liquidez internacional. Como resultado, las reservas aumentaron desde el 11,8% al 18% del PIB en ese año. En contrapartida, los pasivos se incrementaron en menor medida, debido a la emisión de deuda de largo plazo (esterilización) equivalente al 3% del PIB, al aumento de la base monetaria en un 0,7% del PIB (reserva técnica en pesos) y al incremento de los depósitos bancarios en un 1,3% del PIB. Además, el patrimonio se elevó en 1,2% del PIB (pasando de -3,1% a -1,9% del PIB), como consecuencia de la revalorización de las reservas producto de la depreciación del peso.

Entre 2012 y 2019, el tamaño de los activos y pasivos del BCCh mantuvo la tendencia decreciente en relación con el PIB observada durante la década anterior. Los activos se redujeron desde un 20,5% del PIB en 2011 hasta un 16,6% en 2019. En cuanto a su composición, en promedio, un 93% de estos correspondía a reservas internacionales (Gráfico II.1 y Gráfico VII.4). En el caso de los pasivos, su estructura cambió respecto al promedio del decenio anterior: la participación de la deuda emitida disminuyó a un promedio de 46% (equivalente al 8,8% del PIB), mientras que aumentó la proporción de la base monetaria al 31% (6% del PIB) y la de los depósitos de bancos comerciales, — principalmente por el uso de la FPD — al 18% (3,4% del PIB) (Gráfico II.2 y Gráfico VII.5).

Luego de un periodo de relativa calma, el ciclo comprendido entre el 2019 y 2024 estuvo caracterizado por turbulencias sociales y una emergencia sanitaria, las cuales tuvieron implicancias económicas. En estos años además se realizaron tres retiros de los fondos de pensiones, los cuales tuvieron impactos en las dinámicas del mercado de capitales local. Ante un escenario de gran incertidumbre, el Banco Central desplegó una amplia batería de medidas orientadas a ampliar el impulso monetario, estimular el crédito y facilitar los ajustes de los mercados financieros, para esto el BCCh recurrió tanto herramientas convencionales como no convencionales.

Entre las medidas implementadas<sup>6</sup> destacaron la recompra de la deuda propia de largo plazo, compras de bonos bancarios, la venta de reservas internacionales, la implementación de operaciones *swaps* y *forward* de divisas, operaciones REPO a plazo y el programa de Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC). Lo anterior se complementó con la ampliación de los colaterales aceptados para las operaciones de liquidez en pesos ofrecidas por el Banco. En el contexto de la liquidación de activos por parte de los fondos de pensiones para financiar los retiros, se implementó el programa de Compra Contado con Venta a Plazo (CC-VP) con el objetivo facilitar los ajustes del mercado ante la magnitud de las ventas. Durante este periodo el BCCh realizó compras de reservas en dos oportunidades (2021 y 2023).

Las medidas implementadas durante este periodo reconfiguraron tanto el tamaño como la composición del balance del Banco Central. En términos de magnitud, el balance se duplicó en relación con el promedio observado entre 2011 y 2019. Los activos alcanzaron un máximo de 33% del PIB en 2021, con una participación de activos y créditos internos cercana al 15% del PIB, representando aproximadamente el 50% del total de activos (Gráfico VII.3). En cuanto a los pasivos, la base monetaria llegó a un máximo de 15% del PIB en 2020, nivel que no se registraba desde 1973. Por su parte, la deuda emitida a través de PDPC alcanzó el 18% del PIB en 2021.

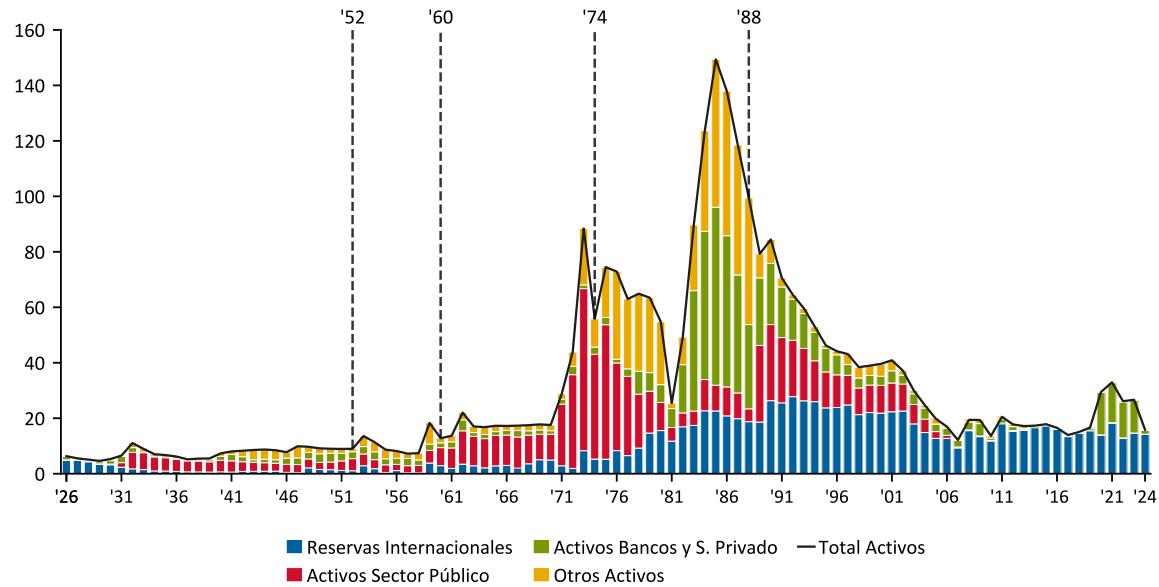
---

<sup>6</sup> Otras medidas adicionales buscaron fortalecer la posición financiera internacional con la suscripción a la Línea de Crédito Flexible (LCF) con el FMI, la incorporación del BCCh a la *Temporary Foreign and International Monetary Authorities Repo Facility* (REPO FIMA) de la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) y la ampliación de la línea *swap* de monedas renminbi/peso con el Banco Central de la República Popular China (PBoC).

Entre 2023 y 2024, el balance del BCCh inició un proceso de normalización de su balance, reduciendo el tamaño de sus activos y pasivos hasta niveles similares a los previos a 2019 (16% del PIB al cierre de 2024). Esta disminución se realizó principalmente con el vencimiento, entre marzo y julio de 2024, de la totalidad de la FCIC, equivalente a aproximadamente el 10% del PIB.

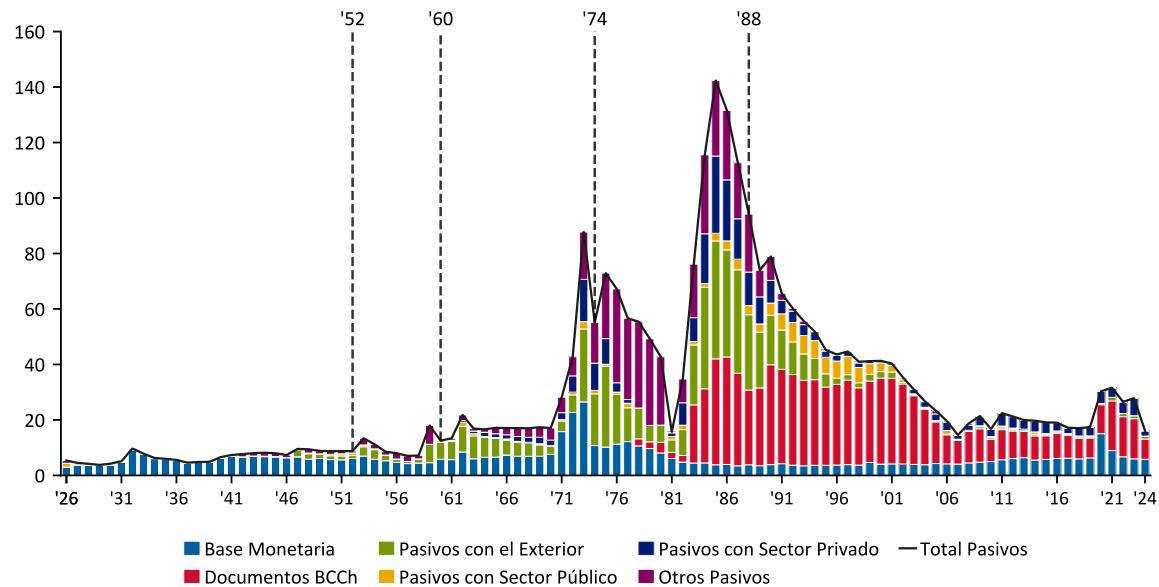
Tras este ajuste, las reservas internacionales vuelven a ser el activo preponderante, representando cerca del 90% de estos. En el lado de los pasivos, la deuda emitida recupera una participación aproximada del 45% (7,3% del PIB), la base monetaria alcanza el 36% (5,8% del PIB) y los depósitos bancarios —principalmente FPD— se reducen al 12% (2% del PIB).

**GRÁFICO II.1**  
**Activos en relación al PIB**  
**(Porcentaje del PIB)**



Fuente: Banco Central de Chile

**GRÁFICO II.2**  
**Pasivos en relación al PIB**  
**(Porcentaje del PIB)**



Fuente: Banco Central de Chile

## Recuadro II.1: Evolución del Patrimonio del Banco Central de Chile 1925-2024

El Banco Central de Chile se creó con un capital inicial autorizado de \$150.000.000 y comenzó sus operaciones con un capital suscrito de \$79.558.000, dividido en 79.558 acciones de mil pesos cada una distribuidas entre sus accionistas en 4 clases: clase A, en poder del Fisco; clase B, destinada a los bancos nacionales; clase C para bancos extranjeros; y clase D abierta al público. A partir de este capital inicial, más la emisión de nuevo capital y las utilidades que no fueron destinadas al pago de dividendos, se fue conformando el patrimonio del instituto emisor.

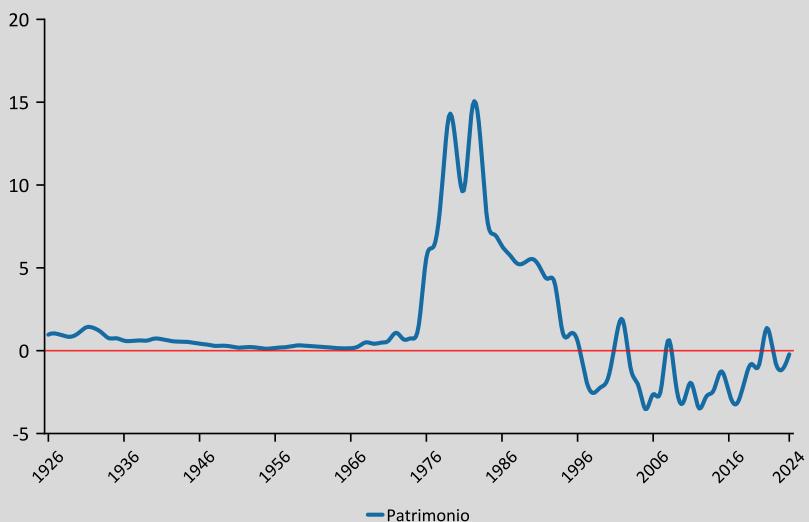
El patrimonio del Banco fue siempre positivo en el periodo comprendido entre su creación y 1996. Hasta 1975, además, con una evolución relativamente estable, situándose en promedio en torno al 0,5% del PIB (Gráfico II.3). Las fuentes de ingresos correspondían principalmente a los intereses percibidos por las reservas internacionales, los intereses (redescuento) por los créditos a los privados y los intereses cobrados al sector público. En general, estos ingresos superaban los costos asociados a la emisión monetaria, los intereses pagados por deuda interna y externa, y los gastos de administración, lo que le permitía distribuir dividendos entre los accionistas.

En el periodo comprendido entre 1976 y 1989, el patrimonio del Banco alcanzó niveles elevados, con un promedio de 8,8% del PIB y un máximo de 14,4% en 1982. Este incremento se explica por varios factores. En primer lugar, el aumento considerable de los intereses cobrados por los créditos al sector público y privado, tras la liberalización en 1976 de la ley que fijaba tasas máximas de interés. En segundo lugar, a los mayores ingresos por intereses y utilidades de cambio derivados de las reservas internacionales como consecuencia de la depreciación del peso<sup>7</sup>. Estos ingresos contrastaban con un menor pago de intereses por los pasivos, especialmente los externos, y con el elevado nivel de la base monetaria observado hasta 1981, lo que incrementó el señoreaje.

A partir de 1984, como consecuencia del rescate de la banca comercial y de las medidas adoptadas para la reactivación económica, el patrimonio del Banco comenzó a disminuir de forma sostenida y acelerada. Esta reducción se debió tanto a pérdidas netas derivadas del aumento en los costos de la deuda externa, de los documentos emitidos y del menor nivel de la base monetaria, como también a una caída en los ingresos provenientes de las reservas internacionales, de los activos bancarios y de los préstamos al sector público, los cuales no generaban, en su conjunto, una rentabilidad suficiente para compensar el costo de los pasivos. No obstante, al cierre de 1989, el patrimonio seguía siendo positivo, alcanzando un 5,3% del PIB (Gráfico II.3).

**Gráfico II.3**

Patrimonio en relación al PIB  
(porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central de Chile.

Con el retorno de la democracia, entre 1990 y 1996 continuó el progresivo deterioro del patrimonio debido principalmente a dos factores. En primer lugar, el diferencial negativo entre las tasas de interés recibidas por los activos —que aún incluían una alta proporción de préstamos al fisco y deuda subordinada bancaria, además de las reservas internacionales— y las tasas pagadas por los pasivos. En segundo lugar, el creciente uso de deuda denominada en UF para esterilizar las compras de divisas, con el objetivo de mantener el tipo de cambio por encima del piso de la banda de flotación cambiaria (flotación sucia), lo que incrementó los costos financieros del Banco.

En 1997, por primera vez, el patrimonio del Banco Central pasó a ser negativo. Entre ese año y 2024, solo en los cierres de 2001, 2002, 2008 y 2021 logró revertirse temporalmente esta situación con patrimonio alcanzando valores positivos (Gráfico II.3). Estos repuntes temporales se explican principalmente por la depreciación del tipo de cambio y su efecto favorable en la valorización de las reservas internacionales (Gráfico II.4).

El principal factor que incide en la mantención de un patrimonio persistentemente negativo<sup>8</sup> en los últimos 18 años —a diferencia de lo ocurrido hasta al menos 1982—

<sup>7</sup> Entre 1976 y 1989 el peso se depreció alrededor del 1.600%, lo que tuvo efectos contables positivos sobre el patrimonio debido a la valorización cambiaria de las reservas internacionales.

<sup>8</sup> Esto considerando además que entre 2006 y 2008, el Fisco realizó cuatro aportes de capital por un total de US\$ 2.073 millones que pasaron a formar parte de las reservas internacionales.

es el diferencial desfavorable entre la rentabilidad de los activos mantenidos por el Banco y el costo de sus pasivos remunerados, especialmente la deuda emitida.

A partir de 1980, el Banco comenzó a emitir títulos de deuda de corto plazo (PDBC y PRBC), con la finalidad de administrar la liquidez del sistema financiero. Al comienzo de este régimen, el volumen de emisión se mantenía relativamente bajo en comparación con el total de pasivos, sin embargo, este escenario cambió abruptamente a partir de 1983. Producto de la crisis financiera, el Banco Central en conjunto con el Fisco rescató la banca nacional comprando gran parte de sus activos y financiándolos mediante la emisión de deuda de largo plazo, que en su mayor parte era reajustable en UF. Con esto, el monto de la deuda, que tenía un alto costo asociado al pago de intereses, superó ampliamente el nivel de la base monetaria (Gráfico II.5 y Gráfico VII.6), manteniéndose al menos cuatro veces mayor hasta el año 2004.

En la década del 90, aunque se producían vencimientos, la deuda era renovada tanto para fines de política monetaria como también para esterilizar las compras de divisas por la implementación de la política cambiaria, cuyo objetivo era mantener un tipo de cambio real estable y compatible con el equilibrio externo en el mediano plazo.

Las compras de divisas realizadas para mantener el tipo de cambio dentro de la banda de flotación cambiaria, principalmente entre 1992 y hasta la adopción de la libre flotación del tipo de cambio en 1999, se acumularon en las reservas internacionales cuyos rendimientos fueron inferiores al pago de intereses de la deuda, lo que acrecentaba los déficits patrimoniales año a año.

En el primer quinquenio de la década de 2000, el Banco Central continuó renovando deuda e incorporó la emisión de nuevos instrumentos —como los BCP y BCU— con el objetivo de profundizar el mercado de capitales y crear una curva *benchmark* de renta fija local. Durante la segunda mitad de este decenio, venció prácticamente la totalidad de la deuda emitida durante las décadas de 1980 y 1990. En los años 2008 y 2011, se realizaron nuevas emisiones destinadas a esterilizar las compras de reservas internacionales realizadas.

Posteriormente, las emisiones de deuda de largo plazo se fueron reduciendo paulatinamente hasta el año 2016, siendo éste el último año de emisión de este tipo de deuda. A partir del 2017, el Banco Central sólo ha emitido deuda de corto plazo, vía PDBC, con el objetivo de administrar la liquidez del sistema financiero. No obstante, aún existía un alto stock de deuda de largo plazo, con intereses significativamente mayores a los percibidos por las reservas internacionales, lo que significaba una carga financiera para el balance del BCCh.

A fines de 2019 y comienzos de 2020, en el contexto de la crisis social, el BCCh rescató prácticamente la totalidad de la deuda de largo plazo, lo que implicó un costo “anticipado” que fue absorbido por el patrimonio. Luego entre 2020 y 2023, el nivel de

deuda aumentó significativamente, alcanzando un 17,9% del PIB en 2021, con el objetivo de esterilizar diversas medidas implementadas. Aunque los intereses pagados por esta nueva deuda fueron superiores a los ingresos generados por los activos, su impacto sobre el patrimonio fue limitado producto de la depreciación acumulada del tipo de cambio durante esos años (Gráfico II.4 y Gráfico II.6), lo que incluso permitió revertir el déficit patrimonial temporalmente en 2021.

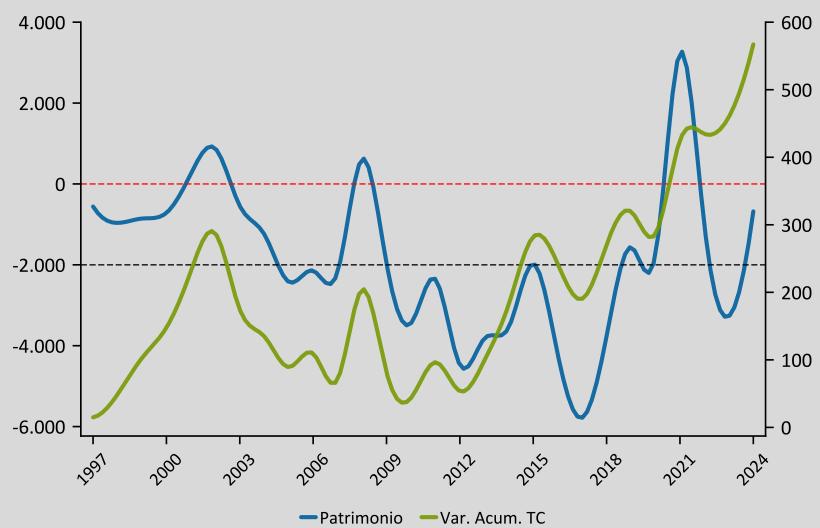
Finalmente, cabe destacar que con el vencimiento total de la FCIC en julio de 2024, la deuda —principalmente PDBC con vencimiento menor a 30 días— se redujo de forma equivalente, alcanzando un nivel cercano al 7% del PIB. Sumada a otros pasivos remunerados, como el FPD, la deuda total representa actualmente un 10% del PIB, equivalente al 65% en relación con los activos remunerados.

Este ajuste, en conjunto con la senda de reducción de la TPM y la depreciación del tipo de cambio, ha significado una disminución del déficit patrimonial por debajo del 0,5% del PIB (Gráfico II.4 y Gráfico II.6).

#### Gráfico II.4

Patrimonio y tipo de cambio, 1997 a 2024

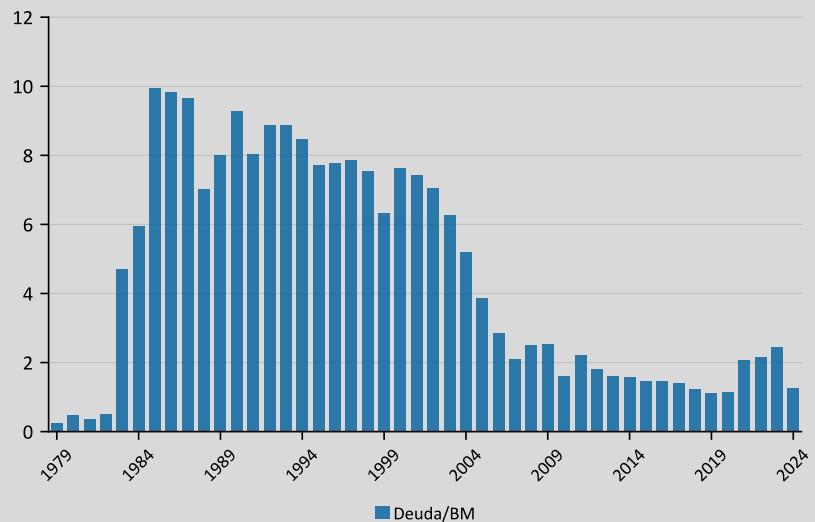
(Miles de millones de pesos (izquierdo), variación del tipo de cambio acumulado (derecho))



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.5**

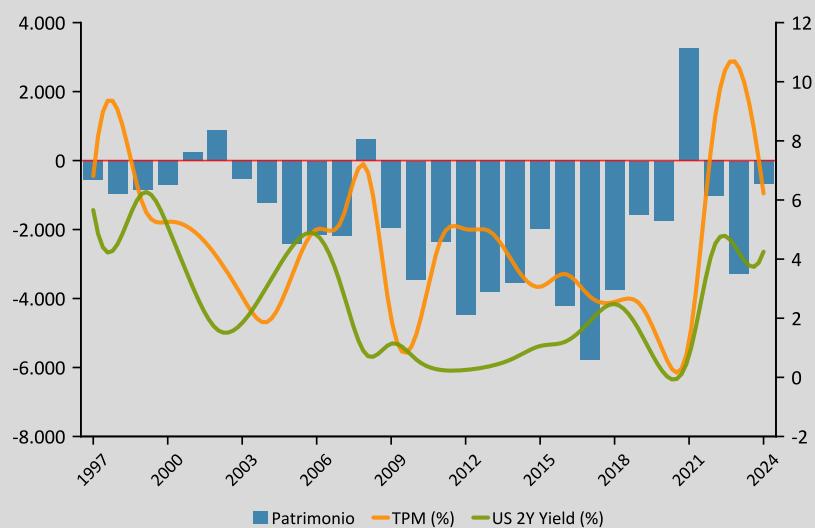
Relación entre pasivos remunerados (deuda emitida) y no remunerados (BM), 1979 a 2024 (veces)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.6**

Patrimonio y relación de tasas de interés interna y externa, 1997 a 2024



Fuente: Banco Central de Chile.

### III. 1925-1952: Creación del Banco Central de Chile y primeras medidas<sup>9</sup>

#### *Creación del Banco Central y patrón oro*

En 1925, el gobierno chileno, bajo la presidencia de Arturo Alessandri, contrató a la misión Kemmerer, liderada por el economista estadounidense Edwin Kemmerer, para asesorar en la creación del Banco Central de Chile. La misión llegó en julio de 1925, permaneció cuatro meses y aunque las innovaciones propiamente técnicas aportadas por la misión fueron relativamente marginales, sin duda la más valiosa fue el avance a una etapa de preparación de un texto detallado de Ley Orgánica, con una apropiada exposición de motivos para legitimar un Banco Central con una validación política externa.

El BCCh fue creado el 22 de agosto de 1925 mediante el Decreto Ley N°486, como un ente independiente con un directorio de diez miembros, tres que representaban al Estado, dos que representaban a bancos nacionales, uno a bancos extranjeros, uno a accionistas particulares, dos a entidades gremiales y uno a instituciones obreras. Su objetivo principal era emitir y velar por la estabilidad de la moneda (Ley Monetaria), regular las tasas de interés y descuentos (regulación bancaria y encaje), y fomentar el progreso económico del país (operaciones de crédito y liquidez). Otras funciones del Banco fueron las de ejercer como agente fiscal, recepción de depósitos del gobierno y funcionar como cámara de compensación con los bancos comerciales.

El capital autorizado del Banco en su creación fue de \$150 millones, equivalentes a £3,75 millones o US\$18 millones de la época y estaba dividido en 150 mil acciones nominativas, las cuales podrían ser de tipo "A", "B", "C" y "D", con iguales derechos respecto a los dividendos con las acciones clase "A" equivalentes a \$20 millones suscritas por el Estado. Aunque el proyecto no estableció explícitamente un capital pagado mínimo, se estimó que, por los requisitos indirectos que se exigían, el Banco iniciaría sus operaciones con al menos \$81 millones, esto es, poco más de £2 millones.

La puesta en marcha de la nueva institución tomó algunos meses, entre agosto y diciembre funcionó la comisión organizadora con las actividades necesarias para implementar la apertura y funcionamiento inicial del Banco, que finalmente abrió sus puertas al público el 11 de enero de 1926.

En 1926 se reemplazó el régimen de papel moneda no convertible por el patrón oro, fijándose una paridad de 6 peniques oro del Reino Unido por peso chileno, esto marcó la vuelta a la convertibilidad que se había abandonado en 1898 (en ese entonces de 18

---

<sup>9</sup> Fuente principal de información en la elaboración de este periodo: Carrasco, A. (2009). *Banco Central de Chile 1925-1964: una historia institucional*. Banco Central de Chile. <https://hdl.handle.net/20.500.12580/1641>

peniques por peso chileno). Al Banco Central se le confirió el monopolio de la emisión y distribución de billetes que serían convertibles en monedas de oro chilenas, en oro en barras o letras a la vista sobre Londres o Nueva York, pagaderas en oro. A inicios de 1926 el respaldo de la emisión de moneda local alcanzaba los £12 millones, compuestos principalmente por reservas del metal. En junio de 1926 se realizaron las primeras ventas de dólares y libras por \$60 millones de pesos, equivalentes a alrededor del 12% del PIB.

En el periodo comprendido entre 1925 y 1930, la adopción del patrón oro ayudó a estabilizar la moneda y el tipo de cambio. El régimen cambiario del padrón de cambio oro modificado era básicamente similar a un sistema de tipo de cambio fijo con plena libertad cambiaria. El tipo de cambio, determinado por la Ley Monetaria, permitía al Banco regular automáticamente el valor de la moneda, pues permanentemente estaba dispuesto a comprar o vender oro o divisas extranjeras al tipo de cambio equivalente a 6 peniques por peso. Mientras ese mecanismo se mantuviera, el tipo de cambio solo podía fluctuar dentro de la estrecha banda de los puntos oro. Cuando el Banco inició sus operaciones, dicho margen era de más o menos 0,75%. Además, se estableció un 50% como mínimo de reserva o encaje, lo que restringía las operaciones de préstamos acotando con ello el aumento de la emisión vía crédito interno, esto proporcionó confianza en la economía chilena y la política monetaria del Banco Central contribuyó a controlar la inflación.

### ***La Gran Depresión y la crisis del salitre***

En julio de 1931, Chile abandonó provisionalmente el patrón oro ante la imposibilidad de mantener la convertibilidad por la pérdida de reservas debido a una caída pronunciada tanto del volumen de exportaciones como de los precios de éstas, fundamentalmente del salitre, produciéndose además un gran deterioro de la situación fiscal. Al cierre de la década de 1920 el total de reservas internacionales alcanzaba los \$448 millones de pesos, y producto de los problemas en la economía global el saldo disminuyó un 25% solo durante 1930. El uso de las reservas se incrementó en los años siguientes, entre enero y julio de 1931, las reservas cayeron \$195 millones de pesos, hasta \$213 millones de pesos, casi a la mitad del nivel que alcanzaban al comienzo de la década. En este escenario, Chile por primera vez suspendió el servicio de la deuda externa pública en 1931.

Como consecuencia del abandono del patrón oro y la crisis de pagos, el Banco Central llevó a cabo una política de controles de cambio y tipos de cambio múltiples, para diferentes transacciones de cuenta corriente y de capitales. Para realizar estas operaciones se debía contar con la autorización de la recientemente creada Comisión de Control de Operaciones de Cambio, entidad externa al Banco, pero financiada por éste. Además, para superar la crisis el BCCh implementó una política de expansión monetaria con un aumento de la emisión, la cual se duplicó entre 1931 y 1932, y disminución de las tasas de redescuento para financiar al sector público y proveer crédito al sector privado. Todo esto llevó a una aceleración de la inflación, que alcanzó casi un 24% en 1932.

Por otra parte, y con la suspensión definitiva del patrón oro en 1932, siguiendo el anuncio de la misma medida en Inglaterra en septiembre de 1931 y las pérdidas que la devaluación de la libra trajo sobre los activos mantenidos en bancos en Londres, el Banco Central buscó mayor refugio para sus activos, aumentando las tenencias de oro y trasladando a Chile alrededor del 90% del metal que se tenía en el exterior. La fracción que quedó en el exterior fue llevada desde bancos comerciales en Nueva York a la Reserva Federal del mismo Estado.

A partir de 1933 y hasta 1938, una vez superada la Gran Depresión, hubo un periodo de relativa estabilidad y crecimiento económico, producto de una mejoría de los mercados mundiales y los incentivos al desarrollo del sector manufacturero. La inflación promedio anual fue de 5,3%, lo que apoyado por una mejoría en la situación fiscal y una política monetaria más ordenada y coordinada con la política fiscal, donde las obligaciones del Fisco con el Banco Central solo crecieron a una tasa media anual de 4,8%. En este contexto, el Banco Central transitó desde un objetivo más centrado en la estabilidad cambiaria hacia el de la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda, donde los conceptos de emisión “orgánica” e “inorgánica” estuvieron siempre presentes en las reuniones con Hacienda. Cabe destacar que la estabilidad económica alcanzada durante este periodo también se logró por el gran entendimiento y coordinación entre el presidente del Banco Central Guillermo Subercaseaux y el ministro de Hacienda Gustavo Ross.

Un hecho destacado de este periodo es que a partir de 1936 el Banco comenzó a publicar la balanza de pagos, estadística fundamental para entender la situación comercial del país. Al proporcionar datos detallados sobre las transacciones internacionales, el Banco permitió un análisis más preciso de la economía chilena. Esta publicación fue crucial para la formulación de políticas económicas, ya que brindó una visión clara de la entrada y salida de capitales, con ello, se fortaleció la gestión económica y la toma de decisiones para el desarrollo nacional.

### ***Segunda Guerra Mundial y Postguerra***

Posterior a 1935, el Banco Central de Chile operó bajo un contexto de políticas intervencionistas por parte del Estado, especialmente durante los gobiernos radicales y en el transcurso de la Segunda Guerra Mundial. Estas políticas se caracterizaron por una mayor intervención estatal en la economía y pérdida de independencia del Banco Central, con el objetivo de fomentar el desarrollo y la planificación económica. En un principio el directorio del BCCh se opuso públicamente a proyectos de ley que lo obligaban a otorgar créditos a bajas tasas al gobierno e instituciones de desarrollo, como CORFO, sin embargo, no fue consistente en esto, debido a que, bajo el mismo directorio, controlado hasta 1947 por una mayoría de representantes del sector privado, facilitó la expansión del crédito, evidenciando que el Banco no era inmune a la presión de los grupos de interés. Aunque se manifestó un gran debate y cierta oposición de algunos sectores respecto el rol empresarial del Estado y las políticas monetaria y fiscal en la economía, el BCCh terminó otorgando créditos a instituciones públicas y a la industria del salitre, lo que llevó a una fuerte expansión del

crédito. Entre 1939 y 1945, la inflación promedio anual fue de 17% y la economía creció a una tasa anual de 3%, menos desfavorable a lo que se esperaba inicialmente debido al transcurso de la Segunda Guerra Mundial.

En el ámbito internacional con el auge de Estados Unidos, bajo el segundo *New Deal* impulsado por el presidente Roosevelt y en la antesala de la Segunda Guerra Mundial, se favorecieron las exportaciones de materias primas, sobre todo de cobre. Sin embargo, luego se manifestaron dificultades para importar productos por su escasez en los mercados mundiales, lo que se tradujo en gran presión apreciativa sobre el peso. Con este panorama, en agosto de 1942 se decidió remover el obstáculo legal que tenía el Banco Central para comprar directamente divisas, especialmente dólares. A partir de ahí se comenzaron a realizar compra de reservas y hacia 1945 el nivel de reservas había llegado a \$474 millones de pesos, casi cuadruplicando su nivel de 1939.

Luego de terminada la Segunda Guerra Mundial, durante el periodo 1946-1952, se observó un deterioro progresivo de la situación fiscal, lo que indujo a un aumento de los créditos del BCCh al gobierno e inversiones públicas, pasando estos desde el 37% del total de activos en 1946 a casi un 50% del total de activos en 1952. En este periodo la inflación anual superó el 30% en 1946 y la emisión se multiplicó más de cuatro veces con una variación media anual superior a 20%, donde tres cuartas partes de la emisión total estuvo constituida por los préstamos al Fisco. A pesar de la persistencia de la inflación, la tasa de redescuento del BCCh se mantuvo sin cambios en 4,5% anual.

En este escenario, el BCCh intentó controlar la expansión monetaria utilizando incentivos de precios a través de encajes e impuestos, pero resultaron insuficientes ante la resistencia a subir las tasas de interés por varios miembros del directorio. Durante este periodo el Banco tenía un papel limitado en la política cambiaria por falta de facultades para regular los diversos tipos de cambio, y además era sujeto de una constante intervención gubernamental vía leyes específicas, como por ejemplo la ley 7.200 de 1942 que promulgaba un financiamiento obligatorio del Fisco por parte del Banco Central. A pesar de las dificultades, durante este periodo el BCCh contribuyó al desarrollo del sistema financiero y al financiamiento de actividades productivas.

### ***Influencia del FMI (1946-1952)***

Con la economía chilena enfrentando inflaciones sobre dos dígitos por alrededor de siete años y grandes desbalances fiscales, el gobierno buscó apoyo del Fondo Monetario Internacional (FMI). El FMI recientemente creado en 1944 en la conferencia de *Bretton Woods*, y que contó con la adhesión temprana de Chile a fines de 1945, en gran medida por la recomendación del directorio del Banco Central<sup>10</sup>. La gestión del BCCh en este periodo se

---

<sup>10</sup> La delegación chilena en la conferencia de Bretton Woods fue liderada por el consejero del Banco Central Luis Álamos

caracterizó por la implementación de políticas económicas influenciadas por el FMI, que buscaban estabilizar la economía, controlar la inflación y ordenar el desorden cambiario.

Aunque no siempre fueron efectivas, la influencia del FMI se hizo sentir en las decisiones del Banco Central, la inclusión de Chile como país miembro tenía ciertas exigencias como la de disminuir medidas discretionales, de seguir más reglas de mercado y adoptar medidas para controlar la inflación y estabilizar la moneda. Además, siendo el Banco Central la institución que mantenía el vínculo con el fondo, a través de la designación de su gerente general como gobernador titular ante el FMI, sus autoridades debieron tomar especial consideración con el nuevo organismo internacional. En la práctica, el Banco apelaba a cumplir con los compromisos adquiridos con el FMI, pero contaba con la resistencia del Gobierno, especialmente respecto a medidas para restringir el crédito y aumentar la tasa de redescuento. Después de 15 años, en 1951 logró subirse la tasa de descuento desde un 6% a 8% con el objetivo, aunque sin mucho éxito en controlar la inflación.

Por otra parte, el FMI ejerció una constante presión para que el país avanzara en la eliminación de los tipos de cambios múltiples, logrando que se formulara un presupuesto de divisas para ordenar y reducir los distintos régímenes cambiarios existentes y transitar hacia un tipo de cambio libre. No obstante, a fines de 1950 el BCCh perdió la facultad que le había sido otorgada en 1946 para participar en la confección y modificaciones de los presupuestos de divisas.

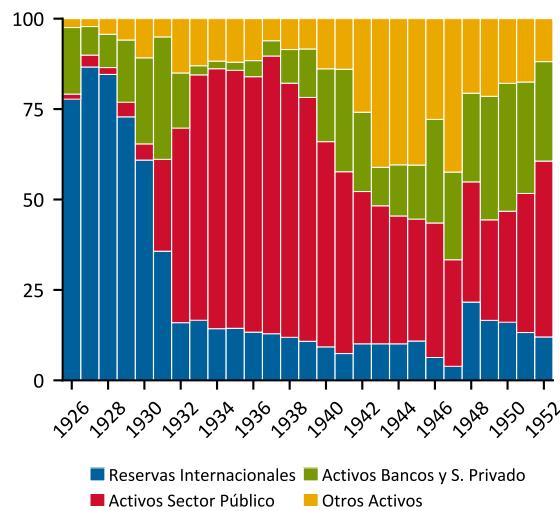
### ***Evolución de la estructura del Balance 1926 a 1952***

En el comienzo de este periodo, el balance reflejaba una estructura fuertemente influenciada por el patrón oro y la estabilidad externa. Los activos del Banco representaron en promedio un 5,4% del PIB, siendo las reservas internacionales —principalmente en forma de oro y divisas— su componente más relevante, con un promedio de 4,1% del PIB y 76,5% respecto de los activos totales (Gráficos III.1 y III.2).

A partir de 1929 y como consecuencia de la Gran Depresión la proporción de activos externos del Banco se modificó significativamente, las reservas internacionales se redujeron drásticamente, promediando solo un 13,3% de los activos totales entre 1931 y 1952. Adicionalmente, con el abandono del patrón oro en 1931 cambió aún más la estructura de los activos del balance, las reservas internacionales cayeron a un promedio de 1,1% del PIB entre 1931 y 1952, mientras que aumentó la participación de los activos internos, especialmente los préstamos al sector público. Este cambio respondió a la necesidad de financiar al Fisco, las instituciones de fomento y al sector privado, en un contexto de crisis económica y creciente intervención estatal. Hasta 1930, los activos internos representaban en promedio un 23,5% de los activos totales. Sin embargo, a partir de 1931 comenzaron a incrementarse sostenidamente, tendencia que se mantendría hasta 1952, promediando un 86,7% de los activos totales.

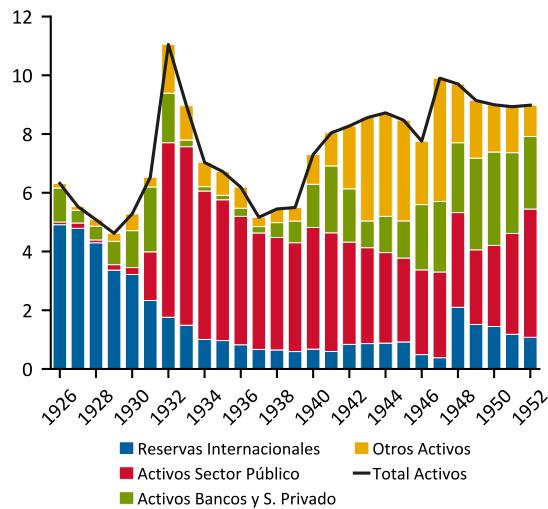
### GRÁFICO III.1

Principales componentes de los activos totales  
(porcentaje del total de activos)



### GRÁFICO III.2

Activos totales sobre PIB  
(porcentaje del PIB)

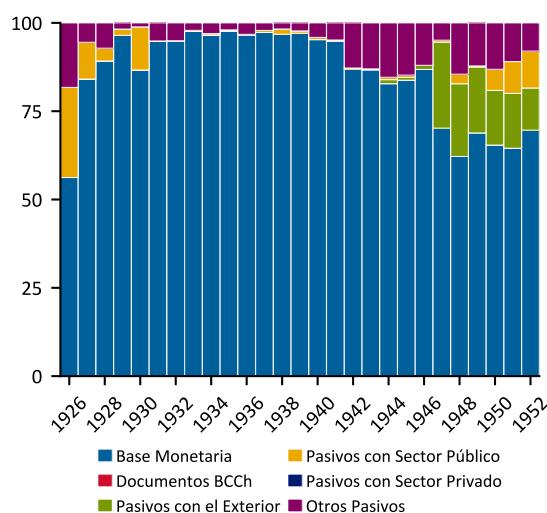


Fuente: Banco Central de Chile

En cuanto a los pasivos, entre 1926 y 1952 estos representaron en promedio un 6,8% del PIB, siendo la base monetaria su principal componente, con una participación del 85,2% en el total de pasivos, no obstante, en el último quinquenio aumentó su participación otros pasivos a un 33%, conformados por deuda, principalmente con organismos multilaterales como el FMI a partir de 1946 (Gráfico III.3). Durante el subperiodo 1931-1952, la expansión del financiamiento interno se reflejó en un aumento de la base monetaria, que alcanzó un promedio de 6,2% del PIB (Gráfico III.4).

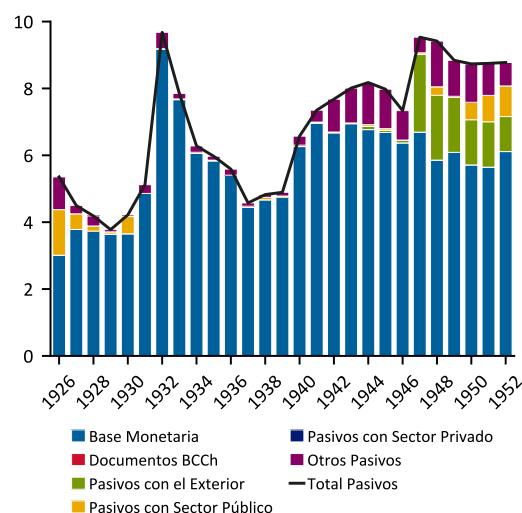
### GRÁFICO III.3

Principales componentes de los pasivos totales  
(porcentaje del total de pasivos)



### GRÁFICO III.4

Pasivos totales sobre PIB  
(porcentaje del PIB)

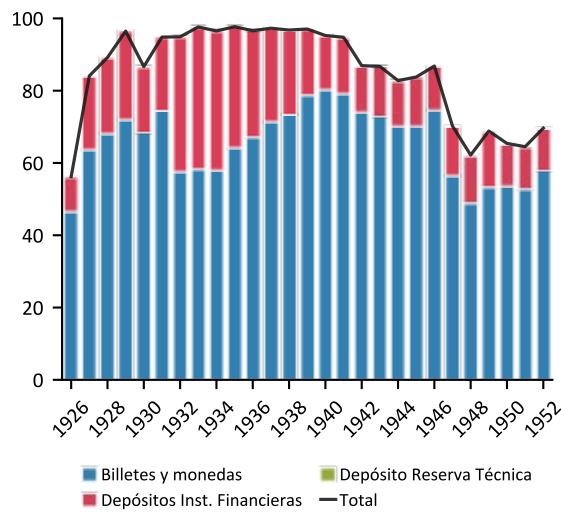


Fuente: Banco Central de Chile

En este primer periodo el Banco Central transitó desde una estructura de balance orientada a la estabilidad externa financiada solo vía emisión o base monetaria en sus primeros años (Gráfico III.5), hacia una configuración más centrada en el crédito interno a instituciones públicas y privadas financiadas principalmente vía emisión y algo de deuda externa con el FMI y otros organismos internacionales, como respuesta a las necesidades del desarrollo nacional y a las crisis económicas globales. En todo este periodo las reservas internacionales estaban constituidas casi exclusivamente por tenencias de oro en Chile y el exterior (Gráfico III.6).

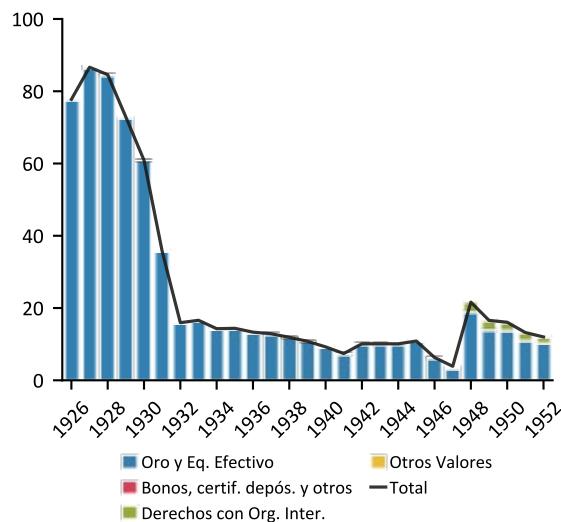
**GRÁFICO III.5**

Base Monetaria sobre pasivos totales  
(porcentaje del total de pasivos)



**GRÁFICO III.6**

Reservas Internacionales sobre activos totales  
(porcentaje del total de activos)



Fuente: Banco Central de Chile

#### IV. 1953-1960: Nueva Ley Orgánica y Programas de Estabilización<sup>11</sup>

Sin cambios desde su creación, en 1953 se renueva la Ley Orgánica del Banco declarándose: *“el Banco Central de Chile tendrá por objeto propender al desarrollo ordenado y progresivo de la economía nacional mediante una política monetaria y crediticia que, procurando evitar tendencias inflacionistas o depresivas, permita el mayor aprovechamiento de los recursos productivos del país”*. Entre los nuevos instrumentos del Banco destacó el control

<sup>11</sup> Fuentes principales de información: Carrasco, A. (2009). *Banco Central de Chile 1925-1964: una historia institucional*. Banco Central de Chile. <https://hdl.handle.net/20.500.12580/1641> y Corbo, V., & Hernández, L. (2005). *Ochenta años de historia del Banco Central de Chile* (Documento de Trabajo N° 345). Banco Central de Chile.

cuantitativo y cualitativo de las colocaciones bancarias, la emisión de las monedas (antes responsabilidad del Fisco) además de los billetes y la facultad de negarse a otorgar operaciones de crédito no contempladas en su Ley Orgánica.

En este sentido, y en línea con los movimientos políticos de la época, que promovían un modelo de desarrollo con un rol preponderante del Estado en la actividad productiva del país, se introdujo esta visión en el mandato del Banco al involucrarlo directamente en propender al desarrollo de la economía. El mandato dejaba también claramente establecido que ello debía hacerse mediante una política monetaria y crediticia que procure evitar tendencias inflacionarias o deflacionarias, permitiendo así el mayor aprovechamiento de los recursos productivos del país. Aunque se definía al Banco Central como una entidad autónoma, en la práctica esta autonomía fue presionada debido a la exigencia de financiar los déficits fiscales mediante el descuento de letras de cambio giradas por la ex Caja Autónoma de amortización de la deuda pública, a cargo del Tesorero General de la República (Araya & Lyon 2021).

Las operaciones para financiar los déficits fiscales fueron una de las principales causas de la expansión monetaria y crediticia del proceso inflacionario. Durante este periodo, la situación fiscal se deterioró significativamente y la inflación se aceleró a un 80%, producto de las políticas expansivas y de fomento productivo por parte del Fisco y que fueron financiadas con créditos otorgados por el Banco Central, obligado por iniciativas legales por parte del Congreso.

#### ***Programa de Estabilización Klein-Saks (1955-1957)***

A fines de 1955, con una crisis económica a la cual no se le veía salida, el Gobierno recurrió a la asesoría extranjera, se contrató a una misión de expertos norteamericanos denominada misión Klein-Saks para formular e implementar un programa de estabilización macroeconómica. El programa incluyó acciones de corto plazo en política monetaria, fiscal y cambiaria, así como fijaciones de precios y salarios. Estas medidas contribuyeron a reducir la inflación de más del 80% en 1955 a menos del 40% en 1956 y menos del 20% en 1957. No obstante, se consideró que el éxito de la misión fue solo parcial con efectos en la política cambiaria, pero no en el control inflacionario. Con el objetivo de obtener recursos por parte del FMI, por un total de US\$ 100 millones, se reformó el régimen cambiario con las recomendaciones de la misión Klein & Saks, simplificando a un cambio único para operaciones con el exterior y libre cotización, además de otorgarle al Banco Central todas las facultades de regulación y manejo del mercado cambiario.

A partir de 1956, cuando se publicó la reforma al sistema cambiario, las reservas se volvieron una herramienta reguladora de este mercado, que se reflejó en que las operaciones que se realizaban diariamente eran a precios de mercado que el Banco determinaba, tomando en consideración las condiciones de oferta y demanda.

La misión también tuvo recomendaciones de largo plazo, entre las cuales se incluían reducciones de los gastos en defensa y obras públicas, restricciones cuantitativas de crédito, tasas de redescuento más altas, menores reajustes salariales, fijaciones de precios y unificación de algunos tipos de cambio. Sin embargo, estas medidas no se implementaron completamente debido a la falta de apoyo político.

Por otra parte, el Banco Central jugó un papel crucial en la gestión de los problemas relacionados con la industria del cobre como representante del fisco en negociaciones de precios con el gobierno norteamericano. Esto producto de la política de fijación de precios máximos adoptado por Estados Unidos para productos calificados como materiales estratégicos entre los que se encontraba el cobre, que era vital para la economía chilena.

Si bien entre 1928 y 1956 existía una medición de inflación denominada Índice de Costo de Vida en Santiago que consideraba el consumo de 42 productos efectuados por 68 familias, fue en 1957 que se implementa oficialmente la medición del Índice de Precios al Consumidor (IPC) en Chile, elaborado por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE)<sup>12</sup>. Este hito fue crucial porque permitió proporcionar al Banco Central información indispensable para diseñar políticas monetarias y financieras.

### ***Programa de Estabilización de Jorge Alessandri (1959-1960)***

En 1959, el gobierno de Jorge Alessandri introdujo un programa de estabilización que incluyó el reemplazo del peso por una nueva unidad monetaria, el escudo, con una paridad de 1.000 pesos por escudo. La conversión se realizó a comienzos de 1960 y el escudo partió con un valor prácticamente a la par con el dólar estadounidense. Además, como medida para controlar la inflación, se aumentaron progresivamente los encajes marginales sobre los depósitos bancarios limitando la capacidad de los bancos para expandir el crédito, lo que tuvo un efecto contractivo sobre la economía.

En el sector externo se liberalizaron los ingresos de capitales para fomentar la inversión y la estabilidad económica y se intentó acercar el funcionamiento de la economía a un régimen con mayor predominio del mercado. Se adoptó una paridad fija entre el escudo y el dólar estadounidense para estabilizar la moneda y controlar la inflación, no obstante, esto incentivó las importaciones y derivó en déficits consecutivos de la balanza comercial, originando también desequilibrios en cuenta corriente y un incremento de la deuda externa. La paridad al dólar tuvo una duración de tres años.

---

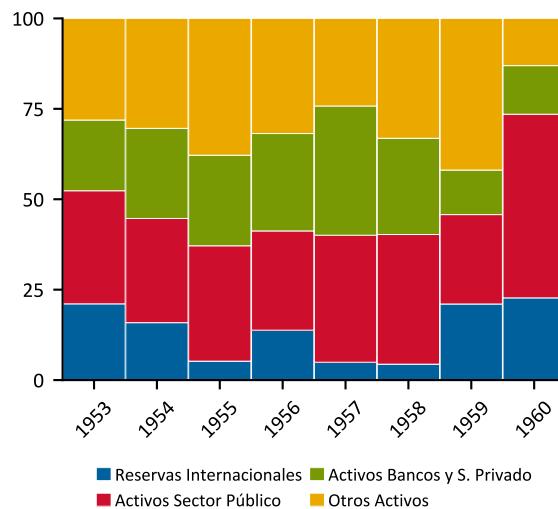
<sup>12</sup> A partir de la base diciembre 1957=100 se comienza a utilizar la Encuesta de Presupuestos Familiares (EPF) como referencia para definir los bienes y servicios de la canasta del IPC, así como sus pesos relativos o ponderadores. Adicionalmente, se implementaron mejoras metodológicas que contaron con la asesoría técnica de Naciones Unidas. Más información en [línea de tiempo ipc final](#).

### **Evolución de la estructura del Balance 1953 a 1960**

En el periodo 1953-1960, el cambio más significativo en la composición de los activos fue el aumento de las reservas internacionales, que reflejó una mejora en la posición externa del país (Gráfico IV.1). Este incremento respondió tanto al ingreso de capitales como a una mayor estabilidad cambiaria, y se tradujo en un aumento de su participación como porcentaje del PIB, pasaron de representar un 1,1 del PIB en 1952 a un 2,9% en 1960 (Gráfico IV.2).

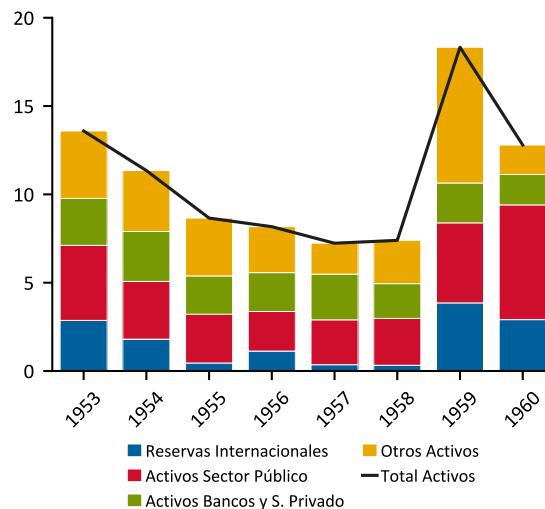
**GRÁFICO IV.1**

Principales componentes de los activos totales  
(porcentaje del total de activos)



**GRÁFICO IV.2**

Activos totales sobre PIB  
(porcentaje del PIB)

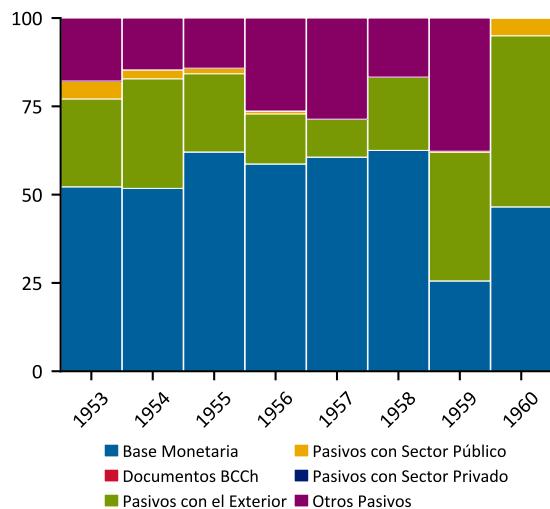


Fuente: Banco Central de Chile

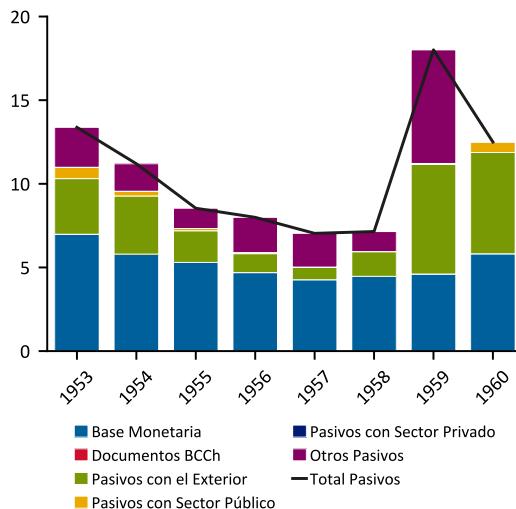
En contraposición, se observó una reducción relativa de los activos internos, especialmente los préstamos al sector público, como consecuencia de la restricción al financiamiento fiscal. Esto implicó una disminución de su participación en el total de activos del Banco, promediando un 33% de los activos totales en el periodo, porcentaje mucho menor al 45,7% observado entre 1930 y 1952, no obstante, en 1960 vuelve a aumentar el crédito al sector público, representando el 51% del total de activos. En el caso de los pasivos, el componente más relevante continuó siendo la base monetaria, representando 52,5% en promedio de los pasivos totales (Gráfico IV.3 y IV.4), aunque su crecimiento se moderó respecto del periodo anterior, debido a la contención del financiamiento monetario al gasto público y también por el incremento del financiamiento externo, especialmente el FMI, que aumentó desde un 1% del PIB en 1952 al 6,1% del PIB en 1960, representando el 48% del total de los pasivos en ese año.

**GRÁFICO IV.3**

Principales componentes de los pasivos totales  
(porcentaje del total de pasivos)

**GRÁFICO IV.4**

Pasivos totales sobre PIB  
(porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central de Chile

## V. 1961-1974: Crisis de Balanza de Pagos, Controles y Ajustes Monetarios<sup>13</sup>

### *Crisis de Balanza de Pagos y Ajustes Monetarios (1961-1964)*

En marzo de 1960 se promulgó la tercera Ley Orgánica del BCCh, contenida en el Decreto con Fuerza de Ley (DFL) 247 del Ministerio de Hacienda, que introdujo cambios significativos en su estructura y funciones. En esta legislación se incluyó entre las disposiciones que afectaron al directorio, el aumento de tres a cuatro el número de directores representantes del gobierno, lo que incrementó significativamente la influencia gubernamental en el Consejo del Banco y se introdujeron amplias facultades regulatorias relacionadas con el control cualitativo y cuantitativo del crédito y la fijación de encajes, considerando incentivos al financiamiento de actividades económicas específicas. Estos cambios servirían posteriormente para atribuir, en la práctica, al BCCh un rol de fomento de determinados sectores o actividades económicas, alterándose de esta manera el sentido y alcance original del objetivo de desarrollo económico general contenido en el mandato que provenía de la

<sup>13</sup> Fuentes principales de información: Carrasco, A. (2009). *Banco Central de Chile 1925-1964: una historia institucional*. Banco Central de Chile. <https://hdl.handle.net/20.500.12580/1641>, Carrasco, A. (2009). *Banco Central de Chile 1964-1989: una historia institucional (Tomo II.1 y II.2)*. Banco Central de Chile. <https://hdl.handle.net/20.500.12580/4084> y Corbo, V., & Hernández, L. (2005). *Ochenta años de historia del Banco Central de Chile* (Documento de Trabajo N° 345). Banco Central de Chile.

segunda Ley Orgánica. En contraposición, también con esta ley se eliminó el financiamiento directo del BCCh al Gobierno Central.

En la primera mitad del gobierno de Alessandri se logró cierto control de la inflación, con la fijación del tipo de cambio y el uso de una política monetaria más activa basada principalmente en un mayor control crediticio y el uso del encaje bancario. No obstante, en la segunda mitad del gobierno volvió la inercia inflacionaria, producto de una expansión del crédito por parte del Banco Central y a que el Fisco volvió a ser destinatario directo o indirecto de la emisión.

Durante la segunda mitad del gobierno de Alessandri, el país enfrentó una crisis cambiaria que llevó a la devaluación del escudo y a la implementación de controles cambiarios más estrictos, e incluso se llegó a decretar la suspensión de la facultad de los bancos de comprar y vender divisas. Esto llevó a una apreciación real del tipo de cambio y a una crisis de balanza de pagos que junto a la expansión del crédito interno obligó a abandonar el programa de estabilización en 1962 adoptándose un tipo de cambio flexible y nuevamente tipos de cambio múltiples para diferentes transacciones.

Los años siguientes trajeron un mejor entorno externo, en particular a través de un mayor precio del cobre. Esto, junto a los esfuerzos por moderar los desequilibrios internos, permitieron al Banco Central volver a acumular activos internacionales.

### ***Programa de Estabilización y Control del Crédito (1965-1970)***

El Banco Central introdujo un tipo de cambio programado con ajustes pequeños y frecuentes para convivir con la alta inflación sin llevar a una crisis cambiaria y mantener un tipo de cambio real relativamente estable y compatible con el equilibrio externo.

Se implementaron políticas de programación monetaria basada en el control de los agregados monetarios con un modelo de costos y estimación de la demanda por dinero, control cualitativo del crédito e incentivos de precios a través del encaje bancario. Destacó la creación de la Unidad de Fomento (UF) en 1967 para la reajustabilidad financiera y la emisión de Certificados de Ahorro Reajustables (CAR) para captar recursos y financiar la adquisición de bienes de capital. Se intentó también alcanzar tasas de interés reales positivas para reemplazar la asignación cuantitativa del crédito por el uso de mecanismos de precios.

Entre 1964 a 1970, las reservas internacionales, pasaron de \$297 mil millones de pesos a \$5.153 mil millones de pesos. Parte de estos recursos provinieron del aumento en la cuota de Chile en el FMI de US\$100 a US\$125 millones que, entre otros beneficios, abría la posibilidad de recibir un monto mayor de los recientemente creados Derechos Especiales de Giro (DEG), los que califican como activos de reserva. Tras la aprobación de la reforma que los creó, Chile recibió en 1970 el equivalente a 17,5% de su cuota en el FMI, US\$21,9 millones en una cuenta especial de Derechos de Giro.

El mayor stock motivó la decisión de, por primera vez, buscar rentabilizar parte de los activos de reservas y abrir una cuenta corriente de depósito con la *Federal Reserve Bank* de *New York* para mantener entre USD\$10 y USD\$15 millones que se invertían, hasta ese momento, en cuentas vista sin pago de interés. También permitió enfrentar con algo más de holgura eventos tanto locales como externos.

### ***Expansión Fiscal y Control de Precios (1970-1973)***

El 4 de noviembre de 1970 comenzó el gobierno de la Unidad Popular con la presidencia de Salvador Allende. Bajo este gobierno, se impulsaron nuevas reformas y se profundizaron otras comenzadas en los gobiernos anteriores que acentuaban el rol del estado como actor principal en la dirección económica y social del país. El Banco Central no estuvo ajeno a este enfoque, con cambios en su directorio, se le agregaron nuevas funciones y la implementación de políticas que fueron completamente dependientes de las decisiones del gobierno central.

El plan económico del gobierno consideraba una fuerte expansión del gasto financiado, principalmente, por el Banco Central a través de la emisión. Este plan tenía como objetivo también reactivar la economía, redistribuir el ingreso y tomar el control del crédito a través de la estatización del 80% de la banca privada, proceso que en gran medida fue financiado por el Banco Central. En un comienzo y hasta mediados de 1971 esta estrategia tuvo relativo éxito y significó una gran expansión del consumo, la producción y los salarios reales con una inflación contenida bajo el parámetro de los años previos.

Al cierre de 1971, el déficit fiscal alcanzó un 10,7% del PIB y la oferta real de dinero había crecido un 66%, la cual era destinada primordialmente para financiar el déficit. En los años siguientes, la emisión del Banco Central continuó aumentando significativamente, con un crecimiento del 168% en 1971 y del 169% en 1972.

El Banco Central y el Ministerio de Hacienda intentaron contener la creciente inflación con diversos controles, destacando el uso del encaje bancario que llegó a niveles del 90% sobre saldos vista. Además, se implementaron controles cualitativos sobre el crédito, discriminando entre sectores prioritarios, con líneas de crédito y tasas de interés diferenciales. Sin embargo, estas medidas no tuvieron el éxito esperado, el crecimiento de la masa monetaria se traspasó finalmente a la inflación cuya tasa de crecimiento llegó a un 255% en 1972 y un 606% en 1973, además con el déficit fiscal que prácticamente se triplicó llegando al 30% en 1973.

Con la inflación y las expectativas inflacionarias al alza, junto a los controles sobre las tasas de interés, las tasas de interés reales se volvieron negativas, aumentando con ello las preferencias por liquidez y el gasto, retroalimentando de esta forma la espiral inflacionaria.

En este periodo la dotación del Banco aumentó desde 1.024 empleados a cerca de 2.000 funcionarios, muchos de los cuales provenían de bancos privados recientemente estatizados

para trabajar en las nuevas funciones del Banco o en comisión de servicio. Esto generó un caos administrativo, que incluso llevó a un paro en octubre de 1972.

En el ámbito internacional, la situación global tampoco ayudaba, destacando la crisis del sistema monetario internacional de 1971 cuando Estados Unidos decretó la inconvertibilidad del dólar, su devaluación y el colapso del sistema de *Bretton Woods*. Todo esto en conjunto con una escalada en los precios del petróleo y una reducción del comercio internacional.

Este escenario perjudicó los términos de intercambio de Chile, y el Banco Central estableció controles estrictos sobre la compra de divisas, se reintrodujeron los múltiples tipos de cambio para diferentes transacciones y los controles cuantitativos y cualitativos sobre las importaciones. Entre diciembre de 1970 y septiembre de 1973, el Banco Central tuvo disminución en su posición neta de reservas internacionales de US\$ 580 millones. Buena parte de estos recursos fueron destinados a ventas de divisa como parte de medidas que el Banco implementó para contrarrestar medidas restrictivas al comercio exterior que, entre otras cosas, prohibían la compra anticipada de moneda extranjera para importaciones. Para 1973, las reservas habían caído a un nivel de US\$168 millones, lo que llevó a las autoridades a acudir al FMI y hacer uso de todas las fuentes de financiamiento disponibles, sumando más de US\$ 140 millones a septiembre de 1973. Por otra parte, en marzo de 1972 se trasladaron 1.195 barras de oro en custodia desde la FED en Nueva York al *Banque du France*, por temor a un embargo financiero como represalia ante la nacionalización del cobre que había realizado el gobierno.

### **1973-1975: Ajuste Macroeconómico y Liberalización**

El 11 de septiembre de 1973 se produce un golpe de estado, imponiendo un abrupto final al gobierno de la Unidad Popular y a la democracia. El gobierno de la junta militar, liderada por Augusto Pinochet que gobernó, por 17 años hasta 1989, intervino todas las instituciones del país, incluyendo el Banco Central. El ente rector pasó a ser regido por un comité ejecutivo, dependiente completamente del gobierno.

En una primera etapa, que duró los primeros tres años posteriores al golpe, los esfuerzos económicos se centraron en realizar ajustes macroeconómicos, principalmente para controlar la inflación y los desequilibrios externos y de manera gradual ir liberalizando la economía tratando de no afectar el empleo, pero estos no tuvieron mucho éxito.

Las medidas adoptadas incluyeron la liberalización de la mayoría de los controles de precios internos, se terminó con los tipos de cambio múltiples, se eliminaron gran parte de las barreras arancelarias y restricciones a la cuenta de capitales (DL 600), se elevaron las tasas de interés, se redujeron los encajes bancarios, se simplificaron los sistemas de créditos y los límites cuantitativos a los agregados monetarios. Además, en 1975 se introdujo un nuevo cambio en la unidad monetaria, reemplazando el escudo por un nuevo peso con una paridad de 1.000 escudos por peso.

La reprivatización de la banca y el decreto ley 455 de 1974, que acabó con las restricciones a las tasas máximas por usura, permitió la liberación de las tasas de interés y la autorización de préstamos interbancarios que generaron las condiciones para el comienzo del desarrollo del mercado financiero privado en el país.

A pesar de las medidas implementadas, la inflación en el país se mantuvo sobre los tres dígitos y la actividad económica no repuntaba con caídas severas en el nivel de producción, construcción y la industria manufacturera, además el nivel del desempleo se disparó sobre el 12%. En el escenario externo, entre 1973 y 1974, el precio del petróleo aumentó alrededor de 4 veces, afectando a la inflación, los términos de intercambio y sobre todo el nivel de divisas disponibles en la economía. Esto incluía el *stock* de reservas internacionales del Banco Central, las que entre 1974-1975 se mantenían en niveles insuficientes para hacer frente a las obligaciones externas. En este contexto se renegociaron los servicios de la deuda externa y se recurrió asiduamente a las facilidades crediticias del FMI, las que hacia fines de 1976 alcanzaban los US\$ 460 millones equivalentes al 370% de la cuota asignada para Chile.

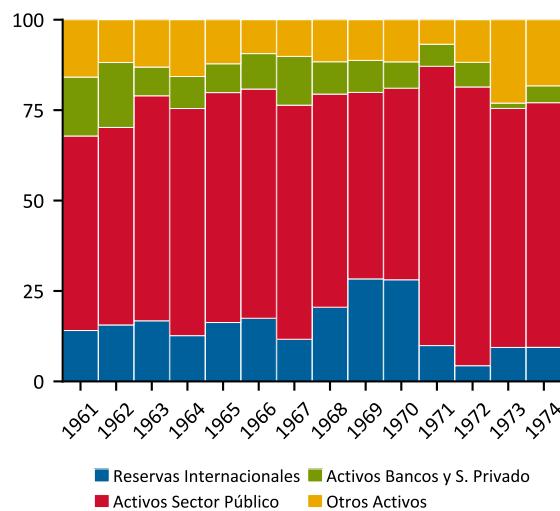
En respuesta a la alta inflación y los desequilibrios macroeconómicos y después de una primera fase de gradualismo en la política monetaria y cambiaria, el BCCh y el Consejo Monetario creado en 1975, implementaron un programa de ajuste, denominado programa de recuperación económica. Este programa logró reducir la inflación anual a niveles de dos dígitos a partir de 1977, pero a un gran costo en la actividad económica, sobre todo en 1975 donde el PIB cayó un 13%.

#### ***Evolución de la estructura del Balance 1964 a 1974***

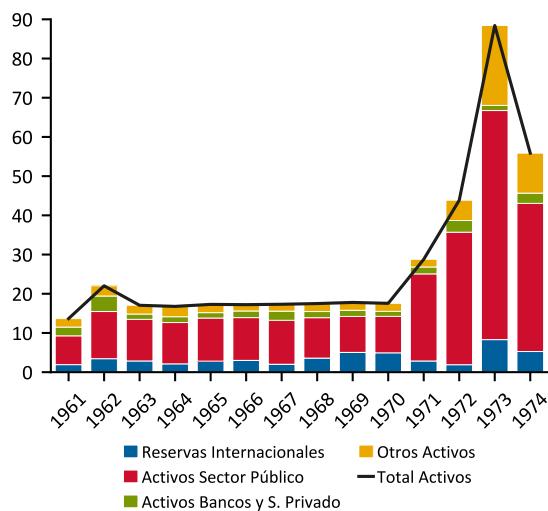
Uno de los cambios más relevantes en este periodo fue el aumento sostenido de los préstamos al sector público, que se intensificó a partir de la crisis de balanza de pagos de 1962. Entre 1962 y 1965, estos préstamos alcanzaron un promedio del 11% del PIB, reflejando el uso del Banco Central como fuente directa de financiamiento fiscal. Esta tendencia se mantuvo durante el plan de estabilización de 1965-1970, a pesar de los esfuerzos por contener la inflación, con los préstamos al sector público estabilizados en torno al 10% del PIB (Gráficos V.1 y V.2).

**GRÁFICO V.1**

Principales componentes de los activos totales  
(porcentaje del total de activos)

**GRÁFICO V.2**

Activos totales sobre PIB  
(porcentaje del PIB)



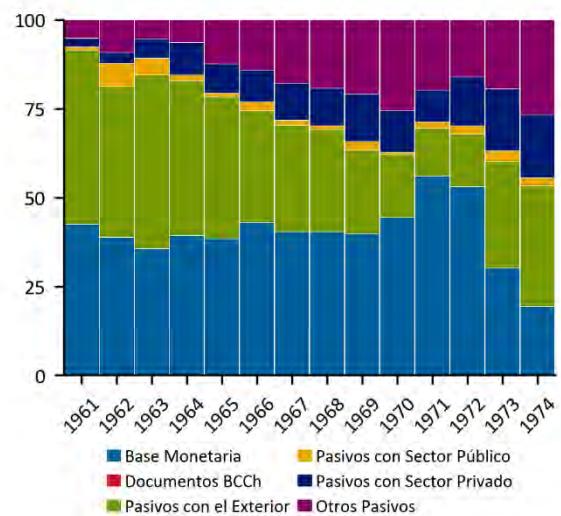
Fuente: Banco Central de Chile

El quiebre más significativo se produjo entre 1971 y 1973, cuando las colocaciones al sector público se expandieron de forma explosiva, alcanzando un promedio del 38,1% del PIB. Este fenómeno estuvo estrechamente vinculado al aumento del déficit fiscal, financiado principalmente mediante emisión monetaria. En contraste, las reservas internacionales mostraron una evolución más moderada. Durante el plan de estabilización de 1965-1970, lograron incrementarse hasta un 3,6% del PIB (desde un 2,6% promedio en 1960-1964), reflejando cierta mejora en la balanza de pagos. Sin embargo, fue recién a partir de 1973, con la unificación del tipo de cambio y la apertura comercial, que las reservas comenzaron a aumentar de manera más sostenida.

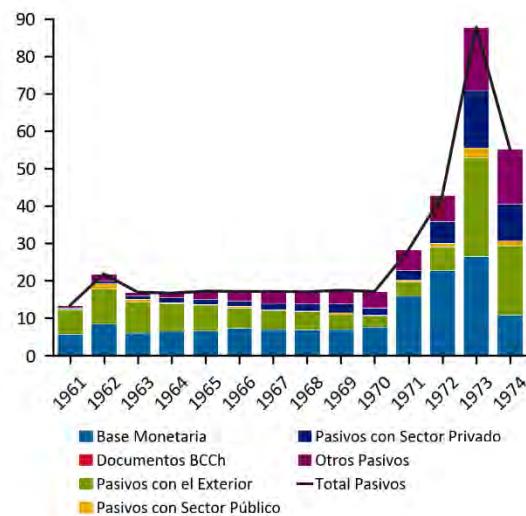
En los pasivos, durante el periodo 1961 a 1965, la deuda externa fue su principal componente promediando el 7,6% del PIB y luego con la expansión del balance a partir de 1971, los pasivos externos aumentaron hasta el 26,3% del PIB en 1973. Destaca que, entre los acreedores, además de los organismos internacionales como el FMI y el BID, también se consideraban varios bancos internacionales, principalmente de Estados Unidos. Los pasivos con el sector privado interno también aumentaron en este periodo, especialmente con los bancos comerciales, llegando al 15% del PIB en 1973. En cuanto a la base monetaria, ésta se mantuvo relativamente estable hasta 1970, en torno al 7% del PIB, no obstante, entre 1971 y 1973, la expansión se intensificó drásticamente con el objetivo de financiar el gasto público del gobierno, promediando casi un 22% del PIB, (Gráfico V.4).

**GRÁFICO V.3**

Principales componentes de los pasivos totales  
(porcentaje del total de pasivos)

**GRÁFICO V.4**

Pasivos totales sobre PIB  
(porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central de Chile

Este periodo representó uno de los momentos de mayor expansión del balance del Banco Central en términos del PIB, impulsado principalmente por el financiamiento fiscal y la emisión monetaria. La estructura del balance se tornó altamente vulnerable, con una creciente dependencia de activos internos y una base monetaria en expansión, lo que sentó las bases para las reformas estructurales que vendrían en la segunda mitad de los años setenta.

## VI. 1975-1988: Consolidación del Modelo Neoliberal y Recuperación Económica<sup>14</sup>

En 1975 se promulgó una nueva Ley Orgánica para el Banco Central, que declaró su objetivo fundamental: *“Propender al desarrollo ordenado y progresivo de la economía, mediante las políticas monetarias, crediticias, de mercado de capitales, de comercio exterior y cambios internacionales, del ahorro y demás que le sean encomendadas por ley”*. Con esta nueva normativa, el objetivo del Banco Central continuó siendo tan amplio como el que se tuvo en su creación. En síntesis, en la memoria institucional de ese año se destacó que la nueva

<sup>14</sup> Fuentes principales de información: Carrasco, A. (2009). *Banco Central de Chile 1964-1989: una historia institucional (Tomo II.1 y II.2)*. Banco Central de Chile.

<https://hdl.handle.net/20.500.12580/4084> y Banco Central de Chile. *Memorias anuales (1926-2024)*. <https://repositoriodigital.bcentral.cl/xmlui/handle/20.500.12580/36>

legislación “permitiría centralizar la autoridad monetaria y financiera, con el objeto de dar estabilidad a las políticas implantadas y mantener además una estrecha coordinación con el resto de la política económica”.

A partir de este año tomó mayor relevancia la política monetaria, con la liberación de las tasas de interés y los controles a los préstamos bancarios. A su vez, con los bancos en manos privadas, se comenzaron a utilizar nuevas herramientas de control monetario y financiero como las Operaciones de Mercado Abierto (OMA). En 1976 se crea el Comité de Operaciones Monetarias y el Departamento de Operaciones Monetarias fue creado el primer semestre de 1977. Con ellos el Banco Central comenzó a usar los Pagarés de Tesorería emitidos por el Fisco (PDT) entre 35 y 90 días como principal instrumento público de regulación monetaria. En 1979 aumentó la frecuencia de su utilización a través de un sistema de licitaciones semanales de PDT, los cuales en 1980 fueron reemplazados por la colocación de papeles de emisión propia del instituto emisor, denominados Pagarés Descontables del Banco Central de Chile (PDBC), los cuales fueron emitidos a los mismos plazos de los PDT.

Luego de las medidas de ajuste económico implementadas, el gasto fiscal disminuyó desde un 43% del PIB en 1973 a un 27% en 1976, y con ello el déficit fiscal cayó desde un 24% del PIB a 2,7% en el mismo periodo. Por otra parte, además de la disminución del gasto público, comenzó a revertirse la situación de la balanza de pagos y se acumularon reservas internacionales.

El saldo de activos internacionales totales a fines de ese año llegó a US\$671 millones (\$11,4 mil millones de pesos<sup>15</sup>). Este aumento llevó a una mayor preocupación por una buena gestión, lo que resultó en facultades para invertir recursos en letras del tesoro americano, otros títulos de gobiernos y de entidades gubernamentales, bonos de organismos internacionales o de organismos financieros de primera clase, aceptaciones bancarias y certificados de depósito. En 1978 se volvieron a trasladar las barras de oro del Banco Central mantenidas en custodia extranjera, esta vez 1.042 barras desde el *Banque de France* al Banco de Inglaterra, ahora con la intención estar cerca del mercado de metales de Londres para facilitar su venta, la cual consideraba montos por hasta US\$ 10 millones de dólares mensuales.

Ese mismo año se crearon dos comités que tuvieron relación con la administración de reservas: el Comité de Inversiones y el Comité de Política de Reservas. En 1981 las facultades de este último se ampliaron, cubriendo también el financiamiento externo, asesoramiento al sector público y la evaluación periódica del nivel de deuda pública. En agosto de 1981 el Banco Central se incorporó al sistema *Swift*, también se contrató el servicio *Reuters Monitor* y adoptó un sistema computacional de evaluación de cartera. A nivel macroeconómico, el ajuste en la balanza de pagos continuó y permitió una acumulación sostenida en las

---

<sup>15</sup> Se utilizó el tipo de cambio promedio del mes de diciembre de 1976: 17,03 pesos por dólar.

reservas, que alcanzaron US\$4.100 millones (\$161,1 mil millones de pesos<sup>16</sup>) a fines de ese año.

Además de la mayor disciplina fiscal y monetaria, la política cambiaria tuvo un rol determinante para disminuir la presión inflacionaria. En 1978, se adoptó un tipo de cambio con una tasa de devaluación diaria preanunciada y decreciente, por debajo de la inflación pasada, con el objetivo de reducir gradualmente la devaluación nominal y, por ende, la inflación. Este proceso culminó con la adopción de un tipo de cambio fijo en junio de 1979, cuando la inflación aún estaba en un 39% anual.

Luego del ordenamiento de las cuentas fiscales en conjunto a la integración financiera con el exterior, la modernización de los instrumentos de control monetario y el tipo de cambio fijo, dieron cuenta de la conducción de una política monetaria “pasiva” por parte del Banco Central.- La cantidad de dinero en circulación dependía de las reservas internacionales y se reducía la intervención del BCCh solo a disminuir la varianza de las tasas de interés, utilizando como base las compras y ventas de PDT y PDBC. Este tipo de gestión requería de la existencia de un mercado de capitales con un cierto desarrollo y un stock suficiente de papeles en el mercado, instancia que se logró con una expansión de los activos financieros (96,3% del sistema bancario y 265,5% de sociedades financieras en términos reales, solo en 1977) basado en una pirámide de endeudamiento de los bancos comerciales y otras entidades financieras. Esto en un contexto de las condiciones de abundancia de liquidez internacional y crédito barato producto del dólar fijo.

Paradójicamente, la tan esperada reducción de la inflación que se logró con la combinación de políticas, especialmente la cambiaria, sentó las bases de la crisis bancaria de los años siguientes y los crecientes déficits en la cuenta corriente.

### ***Crisis Macro-Financiera e Intervención del Sistema Financiero (1981-1988)***

En los últimos años de la década de los 70 y comienzos de los 80, se produjo una fuerte expansión del crédito privado a nivel internacional, particularmente a través del euromercado que canalizaba el financiamiento desde los países productores de petróleo a las economías emergentes, incluido Chile. Este flujo de crédito se frenó abruptamente en 1982 ante el deterioro del entorno externo, especialmente por el alto nivel inflacionario, seguido del alza de las tasas de interés en Estados Unidos y la intervención de la banca comercial en México, interpretada como una cesación de pagos, y que afectó especialmente a los países latinoamericanos.

La desfavorable situación internacional descrita, golpeó en gran medida a Chile producto del gran endeudamiento externo en dólares del sector privado y la implementación de una política cambiaria sostenida en un tipo de cambio fijo que, para su mantenerlo en su

---

<sup>16</sup> Se utilizó el tipo de cambio promedio del mes de diciembre de 1976: 39,00 pesos por dólar.

nivel, requirió de un activo uso de reservas internacionales. La economía se enfrentó a dos desequilibrios básicos, un exceso de gasto en relación con los ingresos y una profunda distorsión de los precios relativos entre los bienes transables y no transables, la indexación de los salarios y los abundantes contratos financieros anexados a la inflación pasada, más altos niveles de tasas de interés reales, hicieron que se volviera incompatible el uso del tipo de cambio como ancla nominal de los precios, resultando en una apreciación del tipo de cambio real.

Bajo este escenario que ya era insostenible, el 13 de junio de 1982 se puso término al tipo de cambio fijo de \$39 por dólar devaluándose a \$46 pesos por dólar, estableciéndose además un programa de devaluación diaria respecto a una canasta de monedas. Las modificaciones cambiarias no fueron acompañadas con un programa monetario congruente por parte del Banco Central, produciendo una restricción de liquidez real que abortó los efectos reactivadores de las devaluaciones. Sumado a esto, con el encarecimiento del financiamiento externo en dólares, se generó una intensa recesión, con caídas del producto de un 13,4% del PIB en 1982 y 3,5% en 1983, acompañado de una profunda crisis del sector bancario y productivo, con gran parte de estos sectores integrados a través de los grupos económicos que generaron un efecto dominó en la quiebra de diversas empresas.

Entre enero y octubre de 1982 se gastaron US\$ 1.170 millones (28% del total de reservas del cierre de 1981) de las reservas internacionales, producto de operaciones de compra y venta de divisas para contrarrestar la depreciación del tipo de cambio. Dada la falta de recursos, el Banco debió recurrir por financiamiento al FMI, que a través de sus programas *stand by* otorgó préstamos por un total de 500 millones de DEG en 1983 y 295 millones de DEG adicionales en 1984, con la condición de consensuar las políticas económicas de reactivación con ese organismo. Con estos programas, los pasivos del BCCh con entidades externas aumentaron hasta el desde el 9,3% del PIB en 1982, hasta el 36,6% del PIB en 1984.

Para hacer frente a la crisis bancaria, evitar la quiebra de los bancos y una corrida bancaria generalizada, el Banco Central jugó un rol central, interviniendo la banca privada. El gobierno compró la cartera morosa de las instituciones financieras, pagándolas a su valor par con bonos del BCCh y el Banco Central adquirió la deuda externa privada producto del rescate de los bancos comerciales.

Estas medidas generaron cuantiosas pérdidas tanto para el Banco Central como para el Fisco, se estimó (Sanhueza, 1999) que la pérdida total de los programas de rescate de la banca alcanzó el 35,2% del PIB. La mantención de un dólar preferencial fue el más costoso, equivalente a un 14,7% del PIB, mientras que el programa de liquidación de instituciones financieras por 10,5% del PIB. En estos años la inflación volvió a elevarse a niveles cercanos al 20%, después de haber llegado a un 9,5% en 1981.

Para salir de la crisis nuevamente se recurrió al financiamiento de organismos internacionales. Entre 1985 y 1988 el Banco solicitó créditos por US\$ 750 millones al FMI,

entregados en 3 etapas, organismo que entregó, además, un crédito de servicio ampliado (*Extended Fund Facility, EFF*) válida hasta 1987, por hasta 825 millones de DEG. El uso de estos recursos implicaba llevar a cabo un programa de ajuste estructural consensuado con el Banco Mundial y el FMI, donde el Banco puso en práctica un conjunto de políticas cambiarias, monetarias y de comercio exterior, normalización del sistema bancario, renovación de la legislación financiera y liderar la renegociación de la deuda externa. Estos nuevos créditos elevaron la deuda externa del BCCh hasta un nivel máximo de 42,5% del PIB en 1985, equivalente al 30% del total de pasivos.

El ministerio de Hacienda en coordinación con el Banco Central implementó una estrategia de mediano plazo que descansó en 4 pilares fundamentales: un impulso fuerte y sostenido de las exportaciones con la mantención de un tipo de cambio real alto; un drástico aumento del ahorro nacional y de la inversión con la creación del nuevo sistema de pensiones e incentivos tributarios; fortalecimiento del sector privado vía privatización de empresas del Estado; y la renegociación de la deuda externa en condiciones más favorables, con la reestructuración de créditos por US\$ 12.500 millones y con vencimientos hasta 1991 y pagos de intereses anuales en lugar de semestrales.

Para la implementación de la política monetaria, el Banco utilizó la venta por ventanilla de PRBC y PDBC para afectar la liquidez del sistema y contener las tasas de interés reales y nominales. Además, se establecieron líneas de crédito de liquidez o redescuento y operaciones swap, en la política cambiaria se mantuvo una paridad central alta con una banda de fluctuación de +/- 2%, ampliada a +/- 3% en 1988.

Las medidas económicas implementadas comenzaron a dar resultados, y a partir de 1986 la señal de tasas de interés por parte del Banco Central se transformó en un factor relevante que comenzó a orientar las decisiones de consumo de los agentes. En el sector externo, el déficit de cuenta corriente que había superado los US\$ 2.000 millones (-10% del PIB) en 1984 se redujo a menos de US\$ 170 millones en 1988 (-0,8% del PIB), además con la creación del Fondo de Estabilización del Cobre (FEC) en 1985 se comprometió al Fisco a ahorrar parte de los excedentes de CODELCO y depositarlos en el Banco Central, cuando el precio del cobre era mayor al proyectado. Esta última medida significó un aumento de las reservas internacionales por US\$ 524 millones a fines de 1988. Con todo, durante la década de 1980 se produjo un aumento en el stock de activos de reserva, que pasaron de US\$4.138 millones en 1981 a US\$5.280 millones en 1989.

Como consecuencia del rescate de la banca privada y las transferencias de pagarés fiscales al Banco Central, el Banco asumió funciones quasi fiscales, transfiriendo subsidios que se debieron financiar con la emisión de pagarés con lo que la deuda interna del Banco Central se elevó desde un 2,2% del PIB en 1981 hasta un máximo de 39% del PIB en 1986 y cerrando en 28% del PIB en 1989. Con ello, en la práctica la deuda pública quedó en manos del Banco

Central y no en la Tesorería Fiscal, como en la mayoría de los países y dejando al Banco con una estructura de balance atípica en relación la mayoría de los bancos centrales.

### ***Evolución de la estructura del Balance 1975 a 1988***

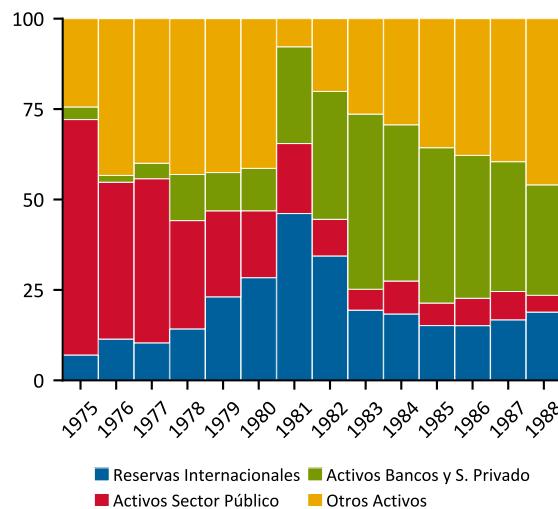
El periodo 1975-1988 estuvo marcado por una profunda transformación del modelo económico chileno, en el marco de la implementación de políticas neoliberales orientadas a liberalizar los mercados y disminuir el rol del Estado en la economía, además de reducir la inflación. Estas reformas estructurales tuvieron un impacto significativo en la configuración del balance del Banco Central de Chile, tanto en su tamaño como en su composición.

Durante la primera fase del periodo (1974-1981), se observó una reducción progresiva de los préstamos e inversiones con el sector público, que descendieron paulatinamente hasta representar un 4,9% del PIB hacia el cierre del periodo. Esta disminución reflejó el compromiso con la disciplina fiscal y la desvinculación del Banco Central del financiamiento público. En paralelo, las reservas internacionales comenzaron a recuperarse, alcanzando un 11,7% del PIB, impulsadas por la apertura comercial, la unificación del tipo de cambio y la mejora en la balanza de pagos. En el año 1981, se observa una notoria caída en el tamaño del balance desde un nivel de 54,8% del PIB en 1980 a un 25,5%, con una caída similar en los pasivos. Esta caída se explica por dos factores, el primero es que el Banco Central dejó de ser un intermediario financiero que canalizaba créditos a través de distintos mecanismos, funciones que fueron traspasadas al sistema bancario privado y se realizó una reestructuración contable eliminando o traspasando ciertos activos y pasivos al fisco.

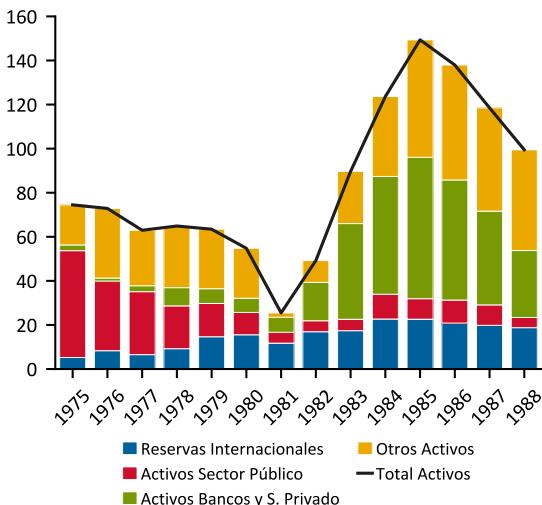
El evento más disruptivo del periodo fue la crisis bancaria de 1982, donde se produjo un aumento extraordinario del crédito interno al sector privado. Esto se reflejó en un gran crecimiento de la categoría “Activos Bancos y S. privado” que llegó a representar en promedio un 38% de los activos totales y un 48% del PIB entre 1985 y 1988 (Gráficos VI.1 y VI.2). Esta expansión corresponde al rescate de instituciones financieras y a la compra de cartera vencida, que alteró profundamente la composición del activo del Banco. Para absorber el impacto monetario de esta expansión del crédito, el Banco Central recurrió a una política activa de esterilización, mediante la emisión de Documentos BCCh, que alcanzaron un promedio del 34,3% del PIB en el mismo periodo (Gráfico VI.3).

**GRÁFICO VI.1**

Principales componentes de los activos totales  
(porcentaje del total de activos)

**GRÁFICO VI.2**

Activos totales sobre PIB  
(porcentaje del PIB)



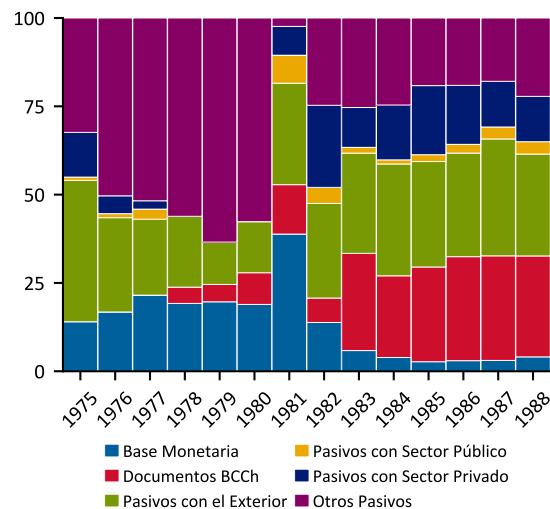
Fuente: Banco Central de Chile

Entre 1983 y 1988, los pasivos totales del Banco Central alcanzaron un promedio del 112,1% del PIB, el mayor nivel de la serie (Gráfico VI.4). Este aumento se explicó no solo por la emisión de instrumentos financieros, sino también por la renegociación de la deuda externa y nuevos créditos y renegociaciones de créditos con el FMI, que incrementaron significativamente los pasivos con el sector externo, que alcanzaron un promedio de 34% del PIB en el periodo, representando el 30% del total de pasivos. Por otra parte, en este periodo cobraron importancia los pasivos con el sector privado, constituido principalmente por depósitos y obligaciones relacionados con el servicio de la deuda externa y operaciones de importación por venta anticipada de divisas, que en conjunto alcanzaron el 17,2% del PIB entre 1983 y 1988 con un máximo de 27,8% del PIB en 1985.

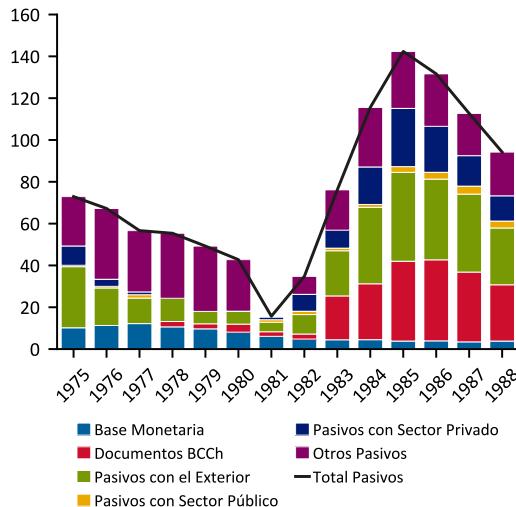
Este periodo representa una etapa de transición crítica, con la expansión del balance, impulsada por el rescate bancario y la esterilización monetaria y sentó las bases para las reformas institucionales que culminarían con la autonomía del Banco en 1989.

**GRÁFICO VI.3**

Principales componentes de los pasivos totales  
(porcentaje del total de pasivos)

**GRÁFICO VI.4**

Pasivos totales sobre PIB  
(porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central de Chile

## VII. 1989-2024: Autonomía del BCCh y Estabilidad Macroeconómica<sup>17</sup>

### *Autonomía del Banco Central (1989)*

La Constitución Política de 1980 definió al BCCh como un organismo autónomo con patrimonio propio, de carácter técnico, pero dejó pendiente a una futura Ley Orgánica Constitucional (LOC) la misión de precisar las connotaciones de esa autonomía. En octubre de 1989, se publicó la Ley N°18.840, que otorgó plena autonomía al Banco Central. Siguiendo el modelo alemán, esta ley permitió al BCCh concentrarse en la estabilidad de precios y en el normal funcionamiento de los pagos internos y externos y se dejó claro que el Instituto Emisor no forma parte de la administración del Estado. Entre las principales atribuciones otorgadas al Banco Central se consideran: i) La regulación de la cantidad de dinero y crédito: la política monetaria; ii) La actuación de prestamista de última instancia para evitar corridas bancarias y iii) La reglamentación de los sustitutos más cercanos del dinero, aquellos producidos por el sistema financiero nacional y la moneda extranjera. En cuanto a la ejecución de la política monetaria la principal innovación es que el Banco solo puede otorgar crédito a las instituciones financieras y nunca a entidades del sector público.

<sup>17</sup> Fuente principal de información: Banco Central de Chile. *Memorias anuales (1926-2024)*. <https://repositoriodigital.bcentral.cl/xmlui/handle/20.500.12580/36> y Carrasco, A. (2009). *Banco Central de Chile 1964-1989: una historia institucional (Tomo II.1 y II.2)*. Banco Central de Chile. <https://hdl.handle.net/20.500.12580/4084>

A principios de 1989 y para contar con una mayor variedad de pasivos financieros en cuanto a plazos y tasas y tener una mayor flexibilidad en el manejo monetario y contribuir al desarrollo del mercado de capitales, el BCCh creó los Pagarés Reajustables con pago en Cupones a 10 años (PRC), los Pagarés Reajustables (en UF) (PRBC) a 5 años y los Pagarés a Tasa Flotante (PTF) hasta 15 años.

En agosto de 1989 se promulgó la Ley 18.401, que dio nacimiento a la deuda subordinada, una medida que permitió a 13 bancos comerciales renegociar los pactos pendientes de recompra de cartera con el Banco Central, dando origen a una obligación de carácter subordinado<sup>18</sup> que pasó a formar parte de los activos del Banco Central, sin plazo de pago por un total de US\$ 3.300 millones, equivalentes al 13% del PIB.

#### ***Transición y Primeras Medidas (1990-1994)***

Tras la promulgación de la LOC en 1989, el Banco Central comenzó a operar como una entidad autónoma, enfocándose en la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos.

En enero de 1991, el Banco implementó un régimen parcial de metas de inflación con la fijación de un objetivo anual que fue disminuyendo sistemáticamente, logrando su disminución desde niveles de 30% en 1989 a 8,9% en 1994. El Banco Central fue pionero entre los países emergentes en adoptar este esquema. El objetivo era reducir y mantener la inflación en niveles bajos.

En este quinquenio la política monetaria se implementó principalmente mediante licitaciones de venta de PRBC a 90 días y en menor medida con PDBC a 30 días, con el objetivo de fijar las tasas reales de corto plazo. El Banco Central también emitió deuda de largo plazo principalmente vía PRC entre 4 y 20 años, en primera instancia para dar una referencia de tasas y plazos al mercado secundario de deuda y también regular la liquidez del sistema financiero. En agosto de 1993, luego de una contracción temporal de liquidez, se recurrió por primera vez a operaciones de compra con pacto de retroventa (REPO) para inyectar liquidez mediando la modalidad de compraventa a plazo de instrumentos financieros de propia emisión.

La política cambiaria tuvo gran relevancia en este periodo, con el objetivo de estabilizar el tipo de cambio real, el Banco Central continuó fijando un tipo de cambio referencial o acuerdo con una banda cambiaria que fue ampliada desde +/- 5% a +/- 10%, y debido a que el tipo de cambio tenía una marcada tendencia a la apreciación este tendía a operar pegado al límite inferior. Además, a partir de 1992 el Banco comenzó a realizar intervenciones dentro de la banda, a lo que se le denominó “flotación sucia”, ese mismo año cambió la

---

<sup>18</sup> La deuda subordinada se terminó de pagar por el último banco deudor durante el año 2019. La mayoría de los bancos liquidó esta deuda en la década de los 90 y a partir de 2003, solo un banco mantuvo esta obligación hasta su liquidación total en 2019.

referencia del tipo de cambio acuerdo desde 100% dólar a una canasta de monedas compuesta por dólar (50%), yen (30%) y marco alemán (20%).

Con el objetivo de atenuar la apreciación cambiaria, también se implementaron controles de capitales y otras medidas que trajeron como consecuencia la acumulación de reservas internacionales, que sólo en 1993 y 1994 aumentaron alrededor de US\$ 4.000 millones cerrando con un saldo de US\$13.467 en 1994 (26% del PIB).

#### ***Consolidación de la Política Monetaria, Flotación Cambiaria y Metas de Inflación (1995-1999)***

El Banco continuó con el régimen de metas de inflación, ajustándolas anualmente a la baja. La tasa de inflación promedio anual se redujo de 12,1% en el periodo 1991-1995 a 4,8% en el periodo 1996-2000.

A partir de 1998, Chile enfrentó varios *shocks* externos, incluyendo la crisis asiática, la crisis rusa en 1998, y la crisis brasileña en 1999. Estas crisis afectaron la economía chilena especialmente en el sector externo con un empeoramiento de los términos de intercambio y una abrupta caída del flujo de capitales. En este contexto el Banco intervino el mercado cambiario vendiendo alrededor de US\$ 3.400 millones de sus reservas internacionales en 1998 y emitiendo cerca de US\$ 1.300 millones en títulos de deuda indizados al dólar (PRD) para prevenir episodios extraordinarios de especulación cambiaria. Durante este episodio el Banco logró mantener su enfoque en la estabilidad de precios y la política monetaria, logrando reducir la inflación anual a 4,7%.

Luego de este shock el Instituto Emisor continuó operando en un esquema cada vez más flexible de fijación de un tipo de cambio, y en 1999 se terminó de liberalizar el tipo de cambio al adoptar un esquema de flotación cambiaria. En este esquema el tipo de cambio se determine totalmente por las fuerzas del mercado. Esta medida proporcionó mayor flexibilidad para enfrentar *shocks* externos y mantener la estabilidad macroeconómica.

También en 1999, el BCCh adoptó plenamente el esquema de metas de inflación, estableciendo una meta permanente centrada en 3% anual con un rango de ±1%. Este esquema se convirtió en el ancla principal para la política monetaria.

Durante la década de 1990, las reservas internacionales tuvieron un crecimiento importante, más que duplicándose hasta alcanzar US\$14.946 millones al cierre de 1999. Esto fue posible gracias al buen desempeño en la economía, junto al desarrollo de la política cambiaria que derivó en un proceso de acumulación de reservas. Entre los principales beneficios de esta acumulación es que permitió al Banco prepagar toda su deuda externa y los compromisos con el FMI. Con los mayores recursos en reservas internacionales también permitieron se desarrolló el programa de administración externa de cartera, en el que, previo proceso de postulación y evaluación de instituciones internacionales calificadas, se mandata la administración de una fracción de las reservas por parte de estas instituciones.

Este programa funciona desde 1995 y tiene entre sus objetivos disponer de un comparador activo para evaluar a la gestión interna, agregar valor económico al Portafolio de Inversiones y facilitar la transferencia de conocimientos y tecnología hacia el BCCh.

### ***Nominalización, modernización de sistema de pagos de liquidez y de administración de reservas internacionales (2000-2007)***

En agosto de 2001 el Banco Central nominalizó su principal instrumento de política monetaria, reemplazando la TPM indizada a la UF, por una TPM nominal o denominada en pesos. Además, se incorporó el *Swap de Divisas*<sup>19</sup> a la batería de instrumentos para la administración de liquidez. En cuanto a la política cambiaria, para lograr consistencia con el esquema de flotación cambiaria, en abril de 2001 se eliminaron todas las restricciones a los flujos de capitales.

En 2001 el gobierno creó la regla de superávit fiscal estructural, que contribuyó significativamente a la estabilidad macroeconómica y a la política monetaria del Banco Central. En este sentido dado el control del gasto fiscal, entre 2003 y 2005, el Banco adoptó una política monetaria expansiva, manteniendo en este periodo una TPM promedio de 2,68% preservando la estabilidad de precios y contribuyendo, además, al crecimiento económico.

Entre 2002-2005 se llevó a cabo un importante desarrollo tecnológico, operativo y normativo del sistema de pagos de alto valor con la implementación del sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR) que incorporó los principios y recomendaciones internacionales al respecto. Para facilitar la liquidación de operaciones a través del LBTR, en 2004 se otorgó a los participantes la posibilidad de acceder a liquidez instantánea mediante la Facilidad de Liquidez Intradía (FLI) con liquidación dentro del mismo día y garantizada con colaterales de alta calidad crediticia. En 2005 se crean las Facilidades Permanentes de Liquidez (FPL) y las Facilidades Permanentes de Depósitos (FPD), que permiten a los bancos comerciales gestionar de mejor forma su liquidez pidiendo prestado o depositando en el BCCh a un día plazo con un interés de +/- 25 puntos base respecto a la TPM vigente.

Como parte del proceso de modernización del mercado de capitales, en 2004 el Banco comenzó a ofrecer un nuevo bono denominado en pesos con un plazo de 10 años (BCP-10), permitiendo reforzar la nominalización, al incrementar la participación en pesos de la deuda del BCCh.

El Banco mejoró la transparencia y la comunicación de sus políticas monetarias, informando al público y a los mercados sobre sus objetivos y decisiones de las Reuniones de Política

---

<sup>19</sup> En octubre de 2001 se facultó la realización de operaciones *swaps* de divisas con las empresas bancarias y sociedades financieras. Esto añadió un nuevo instrumento de regulación monetaria al permitir al Banco realizar operaciones de compra o venta de divisas en el mercado spot y simultáneamente cerrar la operación inversa en el mercado *forward*, y de ese modo añadir o drenar liquidez en moneda nacional por el plazo que se ejecute la operación.

Monetaria (RPM) en un plazo de 3 semanas (antes 45 días). Esto incluyó la publicación de informes periódicos sobre la inflación y la política monetaria.

Respecto a las reservas internacionales, entre 2000 y 2008, destacaron cambios para modernizar su gestión y privilegiar la disponibilidad de activos más líquidos que faciliten su uso en caso de que así lo determine el Consejo. En este sentido, durante el año 2000, se produjo la liquidación de alrededor de US\$300 millones equivalente de oro (1,15 millones de onzas troy), traspasándolos a activos en divisas de mayor liquidez. Además, los activos transables en mercados secundarios de las reservas en divisas aumentaron desde un 47% en 2001 al 80% en 2008.

Desde el 2007 el Banco actúa como Agente Fiscal en la administración de los Fondos de Estabilización Económica y Social (FEES) y del Fondo de Reserva de Pensiones (FRP), que se constituyeron a partir de marzo de ese mismo año.

Por otra parte, y bajo la ley de responsabilidad fiscal de 2005 (Ley N°20.128), entre 2006 y 2008, el Fisco realizó 4 aportes de capital por un total de US\$ 2.073 millones que pasaron a formar parte de las reservas internacionales.

#### ***Crisis Financiera Global y la respuesta del Banco Central (2008-2010)***

En la primera parte de 2008, se buscó fortalecer la posición de liquidez internacional ante la exacerbación de las turbulencias en los mercados financieros internacionales. Para ello, se llevó adelante un programa de compra de reservas internacionales a un ritmo de compras diarias de US\$50 millones que comenzó a mediados de abril y que buscaba acumular US\$8 mil millones. En septiembre y habiendo alcanzado un 72% (US\$ 5.750 millones) del objetivo inicial se suspendió el programa de compras, dada la materialización de los riesgos en septiembre de ese año. Cabe señalar que este programa fue esterilizado con la emisión de deuda de largo plazo con la emisión de Bonos del Banco Central de Chile en Pesos (BCP) y Bonos del Banco Central de Chile en Unidades de Fomento (BCU).

Adicionalmente, con tal de facilitar el funcionamiento normal del mercado cambiario y la liquidez interbancaria en moneda extranjera, se implementaron, entre otras medidas, licitaciones de *swaps* de divisas, y se autorizó transitoriamente a las empresas bancarias y de ahorro constituir encaje en moneda extranjera, indistintamente en dólares de EE.UU., en euros o en yenes. Adicionalmente, se autorizó la incorporación de depósitos a plazo emitidos por empresas bancarias entre los títulos de renta fija que son elegibles para la realización de operaciones REPO y se implementó la Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP) para apoyar la liquidez en el sistema financiero con un stock promedio de uso de US\$ 4.000 millones y que estuvo vigente hasta mediados de 2010.

En el ámbito de la política monetaria, el Banco implementó una estrategia expansiva, reduciendo la TPM con el objetivo de estimular la actividad económica. Esta tasa fue

disminuida de forma significativa hasta alcanzar un 0,5% anual en julio de 2009, nivel que se mantuvo vigente hasta junio de 2010.

#### ***Normalización y Ajustes post crisis financiera (2011-2012)***

A medida que la economía comenzó a recuperarse, el Banco Central ajustó la TPM para evitar presiones inflacionarias. La TPM se incrementó gradualmente en respuesta a la recuperación económica, subiendo desde 0,5% en junio de 2010 hasta el 5% al cierre de 2012.

Con el objetivo de seguir fortaleciendo la posición de liquidez internacional y llevar las reservas internacionales hasta un nivel compatible con los valores observados en economías similares a la chilena, en 2011 se llevó a cabo la compra de US\$ 12.000 millones que aumentaron las reservas internacionales hasta el 18% del PIB equivalentes a US\$ 42 mil millones. Esta medida fue esterilizada con la emisión de deuda de corto mediante PDBC y de largo plazo con BCP hasta 20 años y BCU hasta 30 años plazo.

Junto con la expansión de las reservas internacionales, también aumentó el tamaño de la deuda del Banco por la esterilización, con ello y en la medida que el diferencial entre las tasas de interés internas y externas aumentaron, se acentuaron las pérdidas patrimoniales del Banco llegando a -3,4% del PIB en 2012.

#### ***Desafíos Externos y Ajustes Internos (2013-2018)***

Ante la desaceleración económica global y la caída en los precios de las materias primas, el BCCh adoptó medidas para apoyar la actividad económica. En 2013 y 2014, redujo la TPM como estímulo frente al debilitamiento del crecimiento. Durante 2014, la TPM descendió en 150 puntos base, manteniéndose en un nivel bajo del 3% hasta octubre de 2015. En los años siguientes, en un contexto de baja inflación y crecimiento moderado, la TPM fue reducida en varias ocasiones, alcanzando un mínimo de 2,5%, nivel que se mantuvo hasta octubre de 2018. Estas decisiones configuraron condiciones monetarias significativamente expansivas para respaldar la economía. A medida que la economía comenzó a mostrar señales de recuperación y la inflación se aproximaba a la meta, el BCCh inició un proceso de normalización monetaria, elevando la TPM a fines de 2018.

Durante estos años también se implementaron medidas adicionales para asegurar la liquidez del sistema financiero y fomentar el crédito. Entre ellas, se ofrecieron operaciones REPO quincenales a 14 días con una tasa de TPM +25 puntos base. Asimismo, se introdujo una nueva modalidad de inyección de liquidez mediante garantías prendarias (LCGP), que permitió aceptar bonos emitidos por la Tesorería General de la República (BTP y BTU) como garantías elegibles para dichas operaciones.

Para facilitar el uso del Renminbi en operaciones transfronterizas, en 2015 el Banco firmó un acuerdo bilateral con su par chino (PBoC) que incluía la posibilidad de efectuar *swap* de monedas y una línea por un monto máximo de hasta RMB\$22 mil millones (\$2.200 mil millones de pesos), válido por tres años y renovable. Además, a principios de 2019 se realizaron algunos cambios en gestión de las reservas internacionales, aumentando la diversificación de las monedas y la posición en los activos negociables en los mercados secundarios por sobre el 95%.

#### ***Respuesta a la Crisis Interna y la crisis del COVID-19 (2019-2022)***

En respuesta a una desaceleración económica global y a la incertidumbre interna, en 2019 el Banco Central redujo la TPM en 100 pb hasta un nivel de 1,75% para proporcionar un impulso monetario y apoyar la economía.

A fines de 2019 y como respuesta a la crisis social iniciada en octubre del mismo año, el Banco implementó un programa preventivo destinado a facilitar la gestión de liquidez en dólares y pesos del sistema financiero. Incluyó una ventanilla de recompra de su deuda de largo plazo, que alcanzo un monto de alrededor de US\$ 3.289 millones, y un programa de operaciones de compra *swap* de dólares por hasta US\$ 4.000 millones (alcanzando un stock máximo de US\$ 1.221 millones). Adicionalmente se estableció un programa de intervención cambiaria de hasta US\$ 20.000 millones mediante operaciones de venta *spot* y *forward* de dólares, con el objeto de reducir la volatilidad en el tipo de cambio. Las ventas de dólares *spot* totalizaron US\$ 2.550 millones y las ventas *forward* alcanzaron un stock máximo de US\$ 4.500 millones.

Luego ya en 2020 y con el rápido deterioro del escenario macroeconómico producto la pandemia de COVID-19, el Banco adoptó una política monetaria aún más expansiva. La TPM se redujo hasta un 0,5% que se mantuvo vigente entre abril de 2020 y julio de 2021. Como complemento a la baja de la TPM, se implementaron varias medidas para asegurar la liquidez en el sistema financiero, impulsar el estímulo monetario y mitigar tensiones del mercado financiero.

Las medidas implementadas incluyeron una nueva ventanilla de recompra del remanente de los bonos del Banco Central (que alcanzó los US\$ 733 millones), la compra de bonos bancarios (US\$ 8.600 millones), y compra de depósitos a plazo (US\$ 271 millones). Además, se ampliaron los colaterales aceptados para las operaciones de liquidez en pesos ofrecidas por el Banco y se otorgaron programas de apoyo al financiamiento bancario a gran escala a 2 y 4 años plazo denominados Facilidades de Financiamiento Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC 1, FCIC 2 y FCIC 3) por un total aproximado de US\$ 39.000 millones.

Por otra parte, de manera excepcional y para evitar tensiones en el mercado financiero y facilitar un ajuste ordenado de los mercados, producto de los tres programas de retiro de fondos previsionales, el BCCh implementó un programa de Compra al Contado y Venta a Plazo (CCVP). Esta medida permitió facilitar la liquidación ordenada de activos por parte de

los Fondos de Pensiones, mitigando así los efectos adversos de las ventas masivas de instrumentos sobre los precios y las tasas de interés de la economía. De esta forma, se protegió el valor de los ahorros de las personas, resguardando la estabilidad financiera en un contexto de alta demanda de liquidez<sup>20</sup>. El uso total de los programas CCVP alcanzó los US\$ 16.200 millones.

Con el objetivo de fortalecer la posición de liquidez internacional del Banco, en 2021 se llevó a cabo un programa de ampliación y restitución de reservas internacionales por hasta US\$ 12.000 millones, de los que se compraron un total de US\$ 7.440 millones. Adicionalmente, entre 2020 y 2022 el Banco suscribió líneas de financiamiento internacional por más de US\$ 50.000 millones, incluyendo acuerdos con el FMI<sup>21</sup>, la Reserva Federal de Nueva York (a través del mecanismo *REPO FIMA*), el Banco Central de la República Popular China (*swaps renmimbi/peso*) y con el Banco de Pagos Internacionales (BIS) una línea para acceder a liquidez complementaria tanto en dólares como en renmimbi. Asimismo, el BCCh ingresó como miembro al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) con acceso a su línea de liquidez.

La expansión de los activos del Banco Central, producto de las medidas excepcionales adoptadas, tuvo su contrapartida en un aumento equivalente de los pasivos. Este incremento se reflejó tanto en la deuda asociada a las operaciones de esterilización mediante emisiones de PDBC, como en la base monetaria, impulsada por el crecimiento del circulante y de la reserva técnica. Como resultado, el tamaño del balance del Banco Central se duplicó entre 2019 y 2022.

Entre julio y octubre de 2022 el Banco realizó una nueva intervención en el mercado cambiario y provisión preventiva de liquidez en dólares, esto debido a una depreciación del peso con una intensidad y volatilidad inusualmente altas. Se llevó a cabo un programa de ventas *spot* y *forward* de divisas por hasta US\$ 20.000 millones, del cual se totalizaron ventas *spot* de dólares por US\$ 6.150 millones y ventas *forward* por hasta US\$ 9.110 millones.

En 2022 y a medida que la economía comenzó a recuperarse producto de la fuerte expansión del gasto y con la inflación escalando rápidamente, hasta un 12,8% al cierre de ese año, el Banco Central de manera paulatina fue incrementando la TPM para contrarrestar las presiones inflacionarias, subiendo desde el 0,5% en julio de 2021 hasta un 11,25% al cierre de 2022.

---

<sup>20</sup> Más información en: [Diez preguntas sobre los mecanismos implementados por el BCCH para amortiguar el impacto financiero de los retiros de fondos previsionales - Banco Central de Chile](#)

<sup>21</sup> En 2020 el BCCh suscribió la Línea de Crédito Flexible (FCL) con el FMI por US \$24.000 millones, que fue renovado en 2022 por un monto de US\$18.500 millones. Antes de la renovación de esta línea, se suscribió temporalmente entre mayo y agosto de 2022 la Línea de Liquidez de Corto Plazo (LLCP) por US\$ 3.500 millones.

### ***Continuidad y Ajustes post crisis COVID-19 (2023-2024)***

Con la normalización de la economía global y la moderación de las presiones inflacionarias internas, a partir de julio de 2023 el Banco Central inició un proceso de normalización de la política monetaria, reduciendo gradualmente la TPM desde un máximo de 11,25% hasta alcanzar un 5,0% en diciembre de 2024. En este contexto, la inflación anual se ubicó en 3,9% al cierre de 2023 y en 4,5% al término de 2024.

A partir de julio de 2023 el BCCh llevó a cabo un nuevo programa de recomposición de reservas internacionales por un total de hasta US\$ 10 mil millones, con compras diarias de US\$ 40 millones por doce meses. Este programa fue suspendido en octubre del mismo año tras acumular US\$ 3.680 millones, producto de un deterioro de las condiciones financieras internacionales ante un escenario de mayor incertidumbre global.

El 1 de abril de 2024 venció el programa FCIC 1 seguido por el término de los programas FCIC 2 y 3 el 1 de julio del mismo año, lo que marcó el desmantelamiento de la mayor medida de apoyo crediticio a la banca implementada durante la pandemia. Quedando en balance solo un remanente de la cartera de bonos bancarios, la cual se ha ido reduciendo con el vencimiento de estos instrumentos.

Con el término de la totalidad de la FCIC, el balance del Banco Central se redujo prácticamente a los niveles previos a la crisis del COVID-19. En este nuevo escenario, la estructura de activos volvió a estar dominada por las reservas internacionales, aunque con un nivel algo mayor de deuda de corto plazo, producto de la esterilización de la compra de reservas y la recompra de la mayoría de deuda larga entre 2019 y 2022.

### ***Evolución de la estructura del Balance 1989 a 2024***

La promulgación de la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile en 1989 marcó un punto de inflexión en la historia institucional del BCCh, al otorgarle autonomía legal y operativa. Esta reforma permitió la implementación de un régimen de metas de inflación y, desde 1999, un esquema de tipo de cambio flotante, consolidando un marco de política monetaria orientado a la estabilidad de precios y la credibilidad institucional.

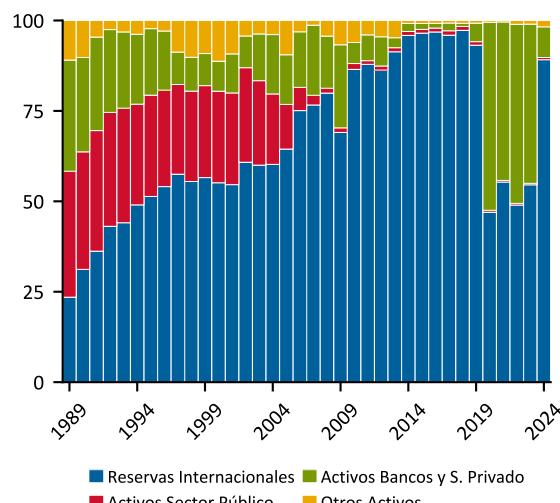
Uno de los efectos más visibles de este nuevo marco fue la reducción sostenida del balance en términos del PIB, principalmente los préstamos al sector público, que pasaron de representar un 27,6% del PIB en 1989 a 9,9% en 1999, y posteriormente a niveles marginales (Gráficos VII.1 y VII.2). Además, los activos con bancos asociados a la deuda subordinada disminuyeron desde un 20,4% del PIB en 1990 al 2,7% del PIB en 1999. En paralelo, las reservas internacionales adquirieron un rol central en la composición del balance producto de su acumulación asociada a la política cambiaria vigente, en este periodo promedió un 24% del PIB, alcanzando su nivel más alto en términos del PIB en la historia del balance del Banco.

Entre 2000 y 2007, el tamaño de los activos del balance continuó su reducción hasta alcanzar su nivel más bajo desde 1958 con un 12,1% del PIB, donde el 77% correspondía a las reservas internacionales. En 2008 y 2009, con la realización del programa de compra de reservas, más los programas de apoyo a la liquidez financiera, los activos aumentaron al 19,4% del PIB, con las reservas internacionales alcanzando el 15,5% del PIB en 2008 y los activos con bancos un 4,4% del PIB en 2009, que caen al 0,8% del PIB en 2010, dada su transitoriedad. Por su parte las reservas internacionales también se redujeron en términos del PIB, hasta el 11,8% del PIB en 2010, por lo tanto, en 2011 se realizó un nuevo programa de compra de divisas con lo que el nivel de las reservas aumentó hasta el 18% del PIB en 2011, representando el 90% del total de activos que ese año aumentó hasta el 20,5% del PIB. En los años siguientes y hasta la crisis del COVID-19 en 2020 el tamaño de los activos y de las reservas internacionales continuó su reducción hasta el 16,6% y el 15,5% del PIB respectivamente. (Gráficos VII.3 y VII.4).

Entre 2020 y 2023 y producto de las medidas excepcionales<sup>22</sup> adoptadas frente a los shocks internos y externos, como el estallido social de 2019 y la pandemia de COVID-19, los activos se reconfiguraron, especialmente por la implementación de la Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de Colocaciones (FCIC) y el programa de compra de bonos bancarios, que elevó significativamente los activos internos, en particular la categoría “Activos Bancos y S. Privado”, que promedió un 13,6% del PIB entre 2020 y 2023 y representando cerca del 50% del tamaño total de activos. Con el vencimiento de los programas FCIC en 2024, estos activos se redujeron al 1,3% del PIB, con lo que el balance retorna a niveles previos a la crisis representando el 15,9% del PIB al cierre de 2024.

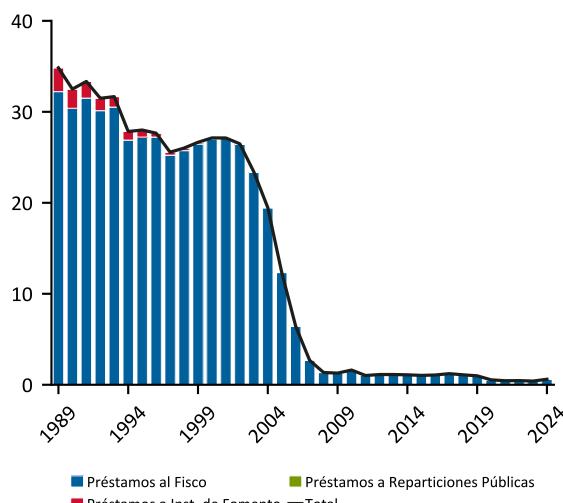
**GRÁFICO VII.1**

Principales componentes de los activos totales (porcentaje del total de activos)



**GRÁFICO VII.2**

Préstamos al Sector Público sobre activos totales (porcentaje del total de activos)

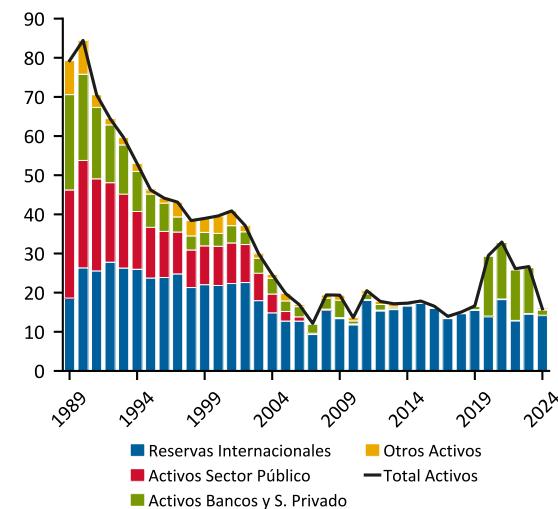


Fuente: Banco Central de Chile

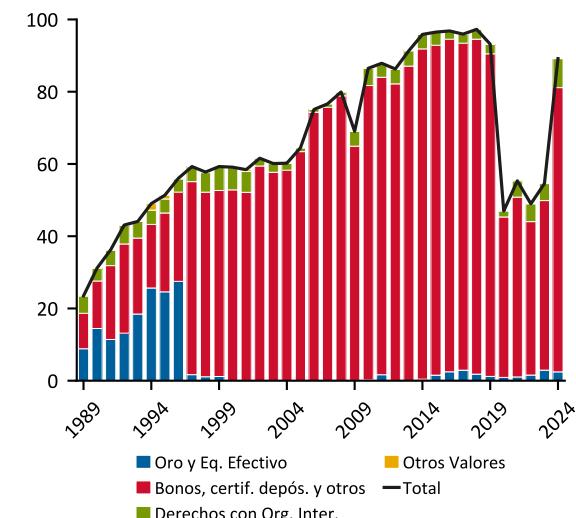
<sup>22</sup> Ver Tabla VII.1 de Recuadro VII.1: Comparación internacional y Medidas Excepcionales 2019-2024

**GRÁFICO VII.3**

Activos totales sobre PIB  
(porcentaje del PIB)

**GRÁFICO VII.4**

Reservas Internacionales sobre activos totales  
(porcentaje del total de activos)



Fuente: Banco Central de Chile

En cuanto a los pasivos, entre 1989 y 1999 se redujo la deuda externa desde el 20,2% del PIB en 1989 al 2,4% del PIB en 1999, producto de sus vencimientos y prepagos. Al año 2002 ya se había pagado por completo, y desde entonces los pasivos externos, se componen principalmente por la posición en pesos en el FMI, representando en promedio el 0,5% del PIB entre 2002 y el 2020.

Por otra parte, aumentó la posición relativa de los instrumentos de deuda del Banco Central utilizados como herramienta de política monetaria y también para esterilizar las compras de reservas internacionales de 2008 y 2011. Entre 1989 y 1999 los instrumentos de deuda representaron en promedio el 56% de los pasivos (30,7% del PIB). En la década siguiente la deuda disminuyó en términos del PIB hasta el 8% del PIB en 2010 o el 48% del total de pasivos. En 2011 con la esterilización, la deuda aumentó al 11% del PIB y hasta el 2019 se redujo al 7% del PIB.

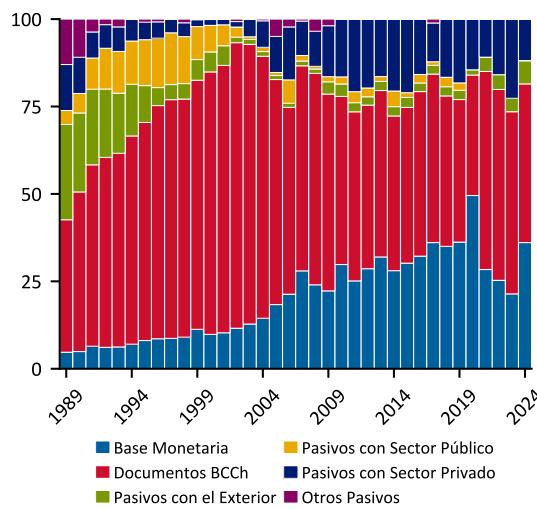
Producto de la recompra de deuda de largo plazo realizada en 2019 y 2020, su composición cambió drásticamente: los PDBC pasaron a representar más del 99% de los documentos emitidos y desde 2016 ya no se emite deuda de largo plazo, emitiéndose solo PDBC para gestionar la liquidez y también para la esterilización de compras de reservas internacionales. Por su parte la base monetaria se mantuvo en niveles por debajo del 4% del PIB hasta el año 2009, aumentando a niveles del 6% entre 2010 y 2019 (Gráficos VII.5, VII.6 y VII.8).

Entre 2020 y 2024, los pasivos del BCCh aumentaron a un promedio del 26,7% del PIB, impulsados por la emisión de PDBC y el crecimiento de la base monetaria, que alcanzó un 15% del PIB en 2020 debido al retiro de fondos previsionales y las medidas de estímulo implementadas durante la pandemia. En los años siguientes, la base monetaria se estabilizó

en torno al 6,9% del PIB, retornando a niveles similares a los observados antes de la crisis sanitaria (Gráficos VII.7 y VII.8).

#### GRÁFICO VII.5

Principales componentes de los pasivos totales (porcentaje del total de pasivos)

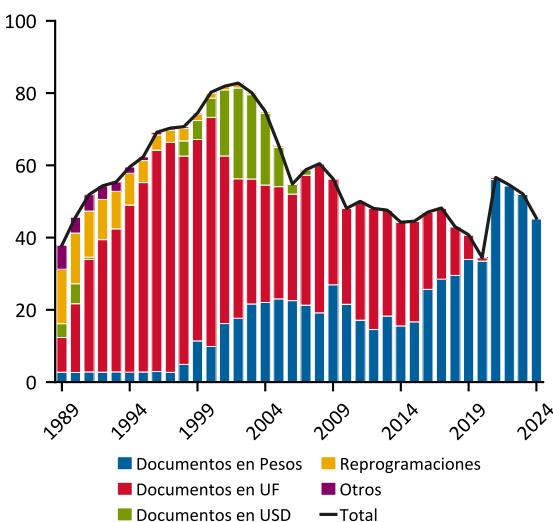


Fuente: Banco Central de Chile

#### GRÁFICO VII.6

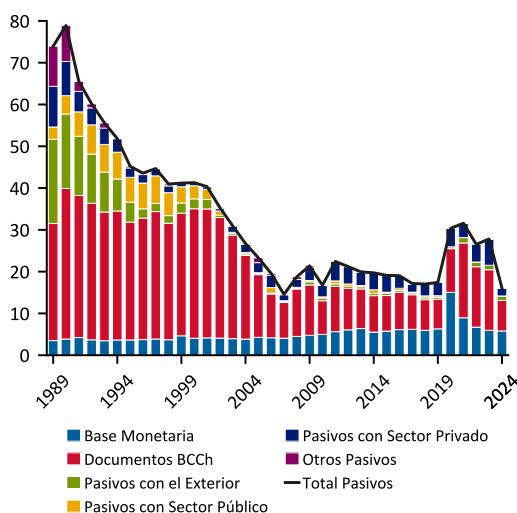
#### GRÁFICO VII.6

Documentos BCCh sobre pasivos totales (porcentaje del total de pasivos)



#### GRÁFICO VII.7

Pasivos totales sobre PIB (porcentaje del PIB)

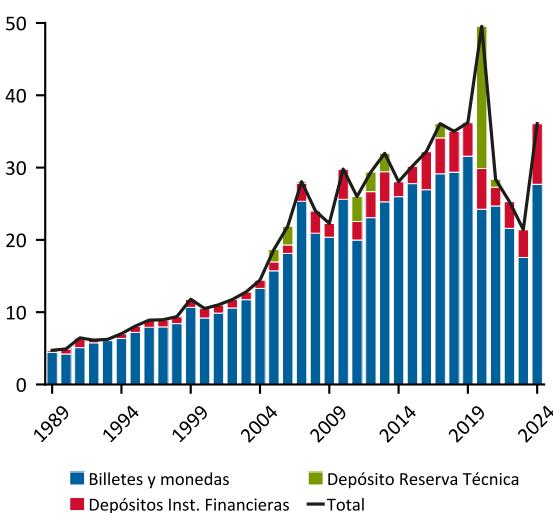


Fuente: Banco Central de Chile

Este periodo refleja la consolidación de un Banco Central autónomo, con una fuerte orientación hacia la estabilidad macroeconómica. Al mismo tiempo, muestra la capacidad del BCCh para responder con flexibilidad ante crisis severas, utilizando su balance como instrumento de estabilización sin comprometer su credibilidad de largo plazo.

#### GRÁFICO VII.8

Base Monetaria sobre pasivos totales (porcentaje del total de pasivos)



## Recuadro VII.1: Comparación internacional y Medidas Excepcionales 2019-2024

### *Comparación internacional*

La pandemia de COVID-19 en 2020 provocó una fuerte contracción de la actividad económica e inestabilidad financiera a nivel mundial. Las repercusiones económicas y financieras fueron inmediatas y severas, lo que llevó a los bancos centrales de numerosos países a responder con rapidez y contundencia. Entre las medidas adoptadas se incluyeron recortes en las tasas de interés y un conjunto de acciones extraordinarias, como compras masivas y sin precedentes de activos del sector público y privado, así como la expansión de operaciones de préstamo. Estas intervenciones buscaron sostener el flujo de crédito y fortalecer la resiliencia del sistema financiero. Como resultado, los balances de los bancos centrales se expandieron significativamente, alcanzando niveles récord en muchas economías (BIS, 2023).

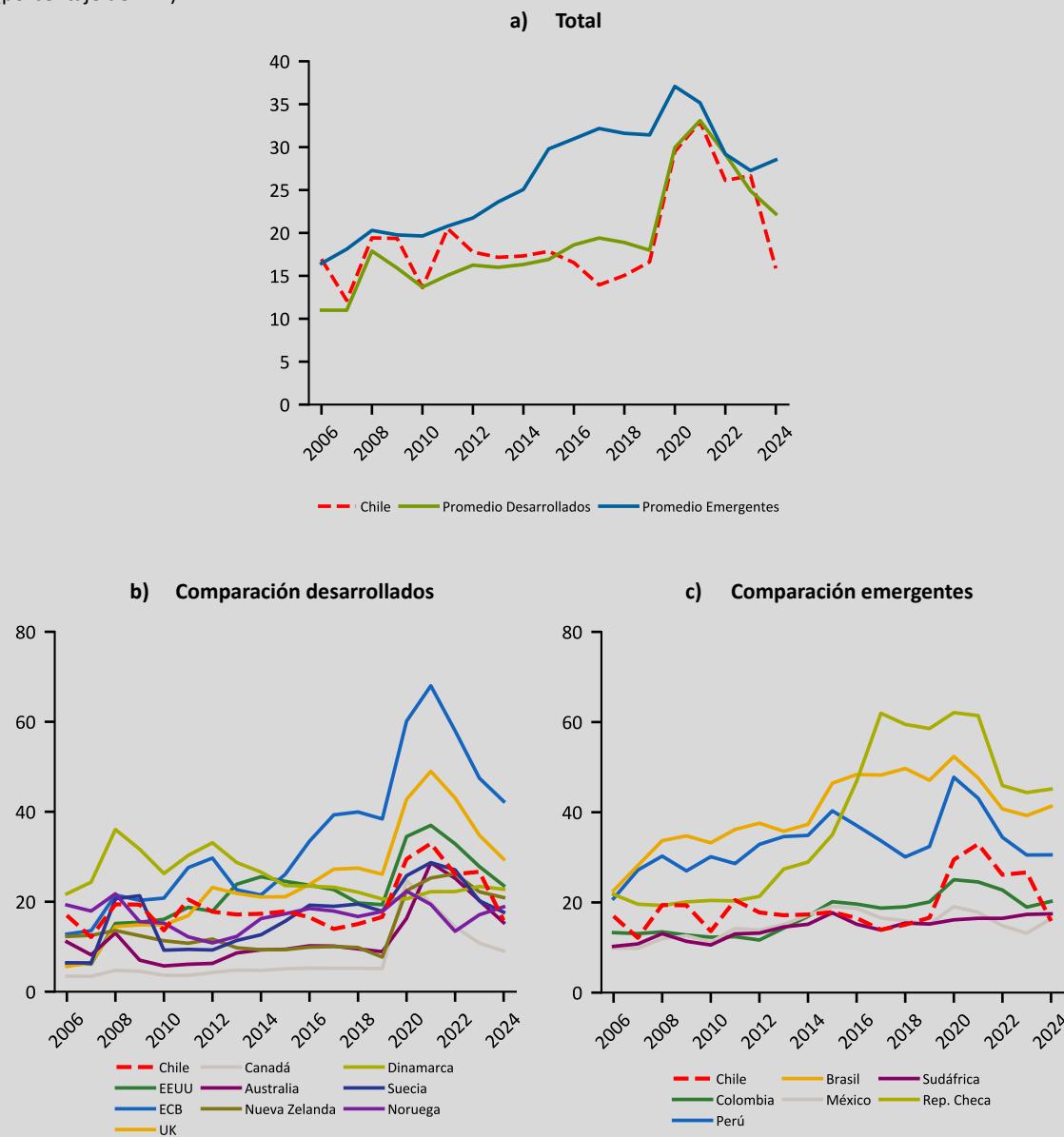
El gráfico VII.9 muestra la evolución del total de activos como proporción del PIB en un conjunto de economías desarrolladas y emergentes. En este contexto, Chile presenta niveles y tendencias del ratio activos/PIB más alineados con el promedio de las economías desarrolladas que con el de las emergentes (panel a)). En particular, entre 2019 y 2021, el balance del Banco Central de Chile prácticamente se duplicó, pasando de representar un 16,6% del PIB en 2019 a un 32,9% en 2021. Una dinámica similar se observó en el promedio de los países desarrollados, cuyos activos aumentaron en un 80% durante el mismo periodo, en contraste con un incremento de solo un 10% en las economías emergentes.

Entre las economías desarrolladas analizadas (panel b)), Nueva Zelanda y Australia destacaron por registrar los mayores aumentos proporcionales en sus balances, más que triplicando su tamaño entre 2019 y 2021. Les siguieron Canadá, Inglaterra, Estados Unidos, el Banco Central Europeo y Suecia, con incrementos que oscilaron entre aproximadamente un 150% y un 60%. En el extremo opuesto, Noruega y Dinamarca mostraron los aumentos más moderados, con expansiones cercanas al 5% en el mismo periodo.

Por su parte, en las economías emergentes (panel c)), el crecimiento de los balances fue más acotado. Colombia, Perú y México registraron aumentos en torno al 20%, mientras que en la República Checa, Brasil y Sudáfrica los incrementos se ubicaron en torno al 5%.

### GRÁFICO VII.9

Total activos de bancos centrales en relación al PIB  
(porcentaje del PIB)



Fuente: BIS, FMI, sitios web de bancos centrales y Banco Central de Chile

Al descomponer los principales componentes de los activos y pasivos de los bancos centrales, es posible identificar señales sobre las estrategias adoptadas por cada institución durante la gestión de la pandemia (Gráficos VII.10 y VII.11).

Con la experiencia acumulada tras la crisis financiera global de 2008, la expansión de los balances de la Reserva Federal (FED), el Banco Central Europeo (ECB) y el Banco de Inglaterra (BoE) frente a la crisis del COVID-19 se sustentó principalmente en programas

de compra de activos a largo plazo (*quantitative easing*<sup>23</sup>, QE), financiados en gran medida mediante la creación de reservas bancarias. Como resultado, se observó un aumento significativo en las tenencias de bonos soberanos (“activos con el gobierno”) en estas economías (Gráfico VII.10).

En menor medida, los bancos centrales también realizaron compras de activos del sector privado, clasificados en el Gráfico VII.10 como “activos con otros sectores”. La Reserva Federal fue la más activa en este tipo de operaciones, al retomar la adquisición de títulos respaldados por hipotecas (*Mortgage-Backed Securities*<sup>24</sup>), que ya habían sido un componente relevante de su balance tras la crisis financiera global. Por su parte, tanto el ECB como el BoE mantienen en sus balances instrumentos de deuda corporativa, aunque su participación relativa es considerablemente menor respecto de otros activos.

La recesión provocada por la pandemia presentó características muy distintas a las de crisis anteriores. La contracción de la actividad no se originó en desequilibrios económicos específicos, sino en la necesidad temporal de interrumpir el funcionamiento normal de la economía para contener la propagación del COVID-19 (Recuadro I.1: Ciclo del crédito y actividad: evidencia internacional). En este contexto, un objetivo central fue asegurar la continuidad del crédito hacia las empresas, permitiéndoles compensar las fuertes caídas en sus flujos de caja y mitigar los efectos más persistentes de la crisis. Para ello, los bancos centrales implementaron programas especiales de financiamiento a la banca —clasificados en el Gráfico VII.10 como “activos con bancos”—, ofreciendo liquidez a tasas reducidas, condicionada al aumento del crédito otorgado. Entre estos programas destacaron el TFSME<sup>25</sup> (*Term Funding Scheme* con incentivos para PYMEs) del Banco de Inglaterra, el TLTRO<sup>26</sup> (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*) del Banco Central Europeo, las operaciones de créditos con garantía estatal del Banco Central de Reserva del Perú en el marco del Plan Reactiva Perú<sup>27</sup>, y el programa FCIC-LCL del Banco Central de Chile.

---

<sup>23</sup> El *quantitative easing* (QE) es una herramienta de política monetaria no convencional utilizada por los bancos centrales cuando las tasas de interés se encuentran cerca de su límite inferior efectivo y no pueden reducirse más para estimular la economía. En este contexto, el banco central recurre a la compra masiva de activos financieros —principalmente bonos soberanos y, en algunos casos, bonos corporativos— con el objetivo de aumentar su precio, reducir sus rendimientos y, en consecuencia, disminuir las tasas de interés de largo plazo. aumentar la liquidez en los mercados financieros. Para más información, véase [Quantitative easing](#) [\[Bank of England\]](#).

<sup>24</sup> Los *Mortgage-Backed Securities* (MBS) son bonos respaldados por un conjunto de hipotecas. En lugar de que los bancos esperen los pagos mensuales de los deudores, agrupan esos préstamos y los venden a inversionistas, quienes reciben los pagos como retorno de su inversión. Para más información, véase [The Role of Securitization in Mortgage Lending - Federal Reserve Bank of Chicago](#)

<sup>25</sup> Para más información, véase [Term Funding Scheme with additional incentives for SMEs \(TFSME\) – Market Notice](#)

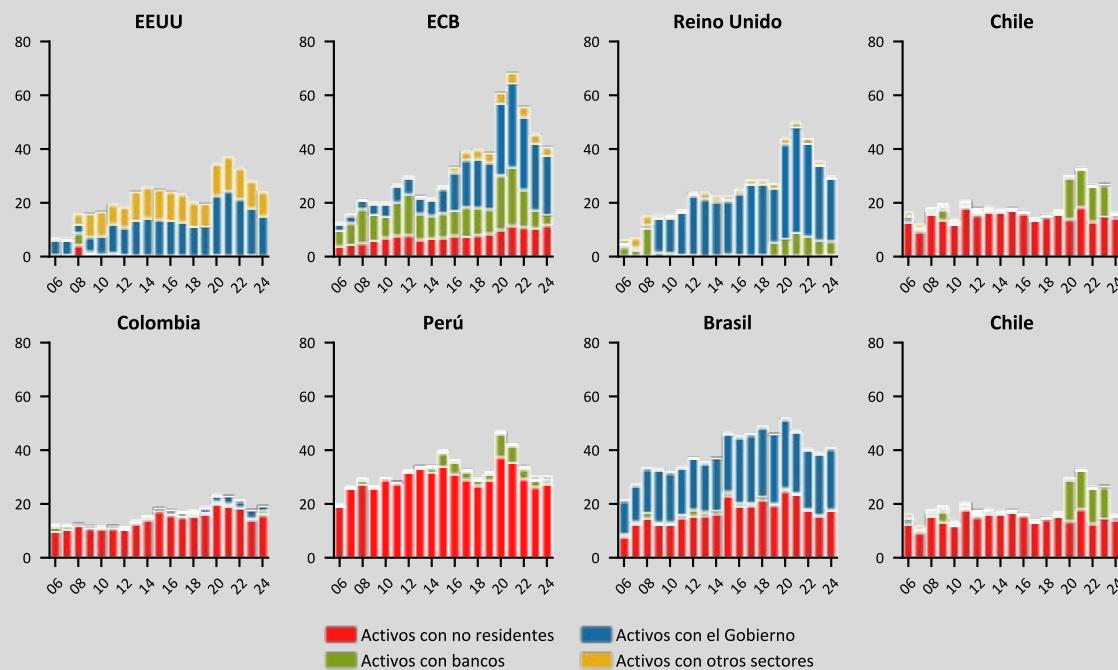
<sup>26</sup> Para más información, véase [What are targeted longer-term refinancing operations \(TLTROs\)?](#)

<sup>27</sup> Para más información, véase [Programa de Garantías “Reactiva Perú”](#); [Memoria Anual 2020 BCRP](#)

Por último, las Reservas Internacionales —clasificadas en el Gráfico VII.10 como “activos con no residentes”— aumentaron en los bancos centrales de Colombia, Perú y Brasil durante la pandemia. Este incremento respondió a diversos factores, entre ellos: la utilización de líneas de financiamiento preventivas con el Fondo Monetario Internacional (FMI), la compra de títulos del Tesoro de Estados Unidos u otros instrumentos similares, y la depreciación de sus monedas locales.

#### GRÁFICO VII.10

Principales componentes de los activos de bancos centrales en relación al PIB  
(porcentaje del PIB)



Fuente: BIS, FMI, sitios web de bancos centrales y Banco Central de Chile

Desde la perspectiva de los pasivos, como contrapartida al aumento de los activos, el principal incremento se registró en las reservas bancarias y otros pasivos con bancos. De manera transversal, estas partidas crecieron significativamente como resultado de las medidas excepcionales implementadas durante la pandemia, descritas en la sección anterior (Gráfico VII.11).

En el caso de la Reserva Federal, también se observó un aumento relevante en los “pasivos con el gobierno”, explicado principalmente por el mayor saldo de la Cuenta General del Tesoro (TGA, *Treasury General Account*), reflejo del incremento en el endeudamiento del gobierno federal durante la crisis sanitaria.

Por su parte, en el Banco Central Europeo, el componente “pasivos con otros sectores” se expandió, impulsado principalmente por el aumento de los saldos TARGET2<sup>28</sup> correspondientes a bancos centrales y clientes fuera del área del euro. En el Banco de Inglaterra, si bien el grueso del aumento de pasivos se concentró en las reservas bancarias, también se registró un alza en los “pasivos con otros sectores”, asociada principalmente a la emisión de *Commercial Paper* en moneda extranjera, utilizados para diversificar las fuentes de financiamiento de sus reservas internacionales.

En el caso de Chile, el enfoque fue distinto. La esterilización de las medidas excepcionales se realizó principalmente mediante la emisión de instrumentos de corto plazo, en particular los Pagarés Descontables del Banco Central de Chile (PDBC). Esta estrategia permitió al BCCCh adaptarse a las condiciones cambiantes del mercado financiero, resguardar la estabilidad del sistema bancario y, al mismo tiempo, esterilizar parte del estímulo monetario, contribuyendo al control de la inflación y la estabilidad macroeconómica. En 2020 aumentaron las reservas bancarias, principalmente Base Monetaria, producto de la constitución de Reserva Técnica<sup>29</sup> por parte de los bancos comerciales ante los elevados niveles de liquidez de la economía. Asimismo, los retiros de fondos previsionales en 2020 y 2021 explicaron la expansión de la Base Monetaria.

En cuanto a los pares latinoamericanos analizados, Colombia, Perú y Brasil también registraron aumentos en sus pasivos, principalmente en reservas bancarias y otros pasivos con bancos. No obstante, estructuralmente, tanto Perú como Brasil mantienen una proporción significativa de pasivos con el gobierno. En Perú, estos corresponden principalmente a depósitos a la vista y a plazo en dólares mantenidos por la Dirección General del Tesoro Público del Ministerio de Economía y Finanzas. En Brasil, se incluyen cuentas por pagar al Gobierno Federal, utilizadas para gestionar el flujo de caja del Estado, incluyendo la recaudación tributaria y la administración de deuda pública.

Respecto de los “pasivos con otros sectores”, en Colombia este componente refleja, en primer lugar, el crecimiento del patrimonio del banco central, impulsado por la depreciación del peso colombiano, y, en segundo lugar, obligaciones con organismos internacionales, como las asignaciones de Derechos Especiales de Giro (DEG) del Fondo Monetario Internacional. En Perú, este componente también incluye el patrimonio, así como emisiones de títulos de deuda<sup>30</sup>. En Brasil, los “pasivos con otros sectores” están

---

<sup>28</sup> TARGET2 (abreviación de *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system 2*) es el sistema que usan los bancos centrales y comerciales de Europa para mover dinero en euros de forma rápida, segura y confiable. Funciona en tiempo real y permite transferencias tanto dentro de un país como entre países. Para más información, véase [What are TARGET2 balances?](#)

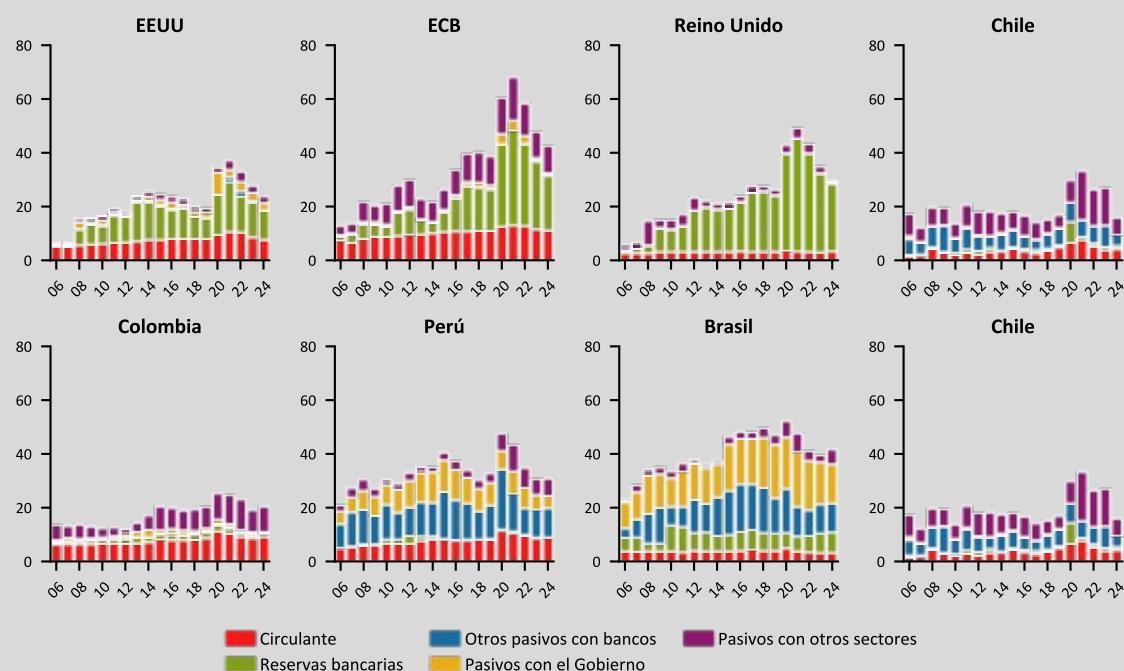
<sup>29</sup> La Reserva Técnica es la obligación de los bancos de mantener recursos adicionales —en caja o invertidos en activos de bajo o nulo riesgo, como depósitos en el Banco Central o títulos del Fisco— cuando sus depósitos a la vista superan 2,5 veces su capital. Fue incorporada en la Ley de Bancos tras la crisis de los años 80 para garantizar que estos depósitos estén siempre disponibles.

<sup>30</sup> En particular, Certificados de Depósito del Banco Central de Reserva del Perú (CDBCRP). El objetivo de estos instrumentos de deuda es absorber la liquidez del sistema financiero.

compuestos principalmente por pasivos en moneda extranjera, destacando nuevamente las asignaciones de DEG.

#### GRÁFICO VII.11

Principales componentes de los pasivos de bancos centrales en relación al PIB (porcentaje del PIB)



Fuente: BIS, FMI, sitios web de bancos centrales y Banco Central de Chile

#### **Medidas Excepcionales 2019-2024 e impacto en el balance del BCCh**

En el ejercicio de sus atribuciones y en atención a los acontecimientos ocurridos en el país en octubre de 2019, primero, y con motivo de la emergencia sanitaria declarada en marzo de 2020, después; el Consejo del BCCh adoptó una serie de medidas especialmente diseñadas para enfrentar el impacto de los shocks internos y externos a los que se vio expuesta nuestra economía ([Medidas excepcionales - Banco Central de Chile](#))

Las medidas implementadas entre 2019 y 2024 se pueden clasificar en tres grupos: Intervención Cambiaria, Liquidez en dólares y Liquidez en pesos (Tabla VII.1).

**Tabla VII.1: Resumen Medidas Excepcionales 2019-2024**

Clasificación	Medida	Fecha Implementación	Respuesta a	Activos	Pasivos	Balance
Intervención Cambiaria	Venta SPOT	dic-2019 a ene-2020	Estallido Social	RIN ↓	Liquidez o PDBC ↓	↓
		jul-2022 a sep-2022	Condiciones internas y externas	RIN ↓	Liquidez o PDBC ↓	↓
	NDF	dic-2019 a mayo-2020	Estallido Social	-	Liquidez ↓↑	-
		jul-2022 a sep-2022	Condiciones internas y externas	-	Liquidez ↓↑	-
Liquidez en dólares	FX Swap	nov-2019 a jun-2020	Estallido Social	RIN ↓, Crédito USD ↑	-	-
		jul-2022 a sep-2022	Condiciones internas y externas	RIN ↓, Crédito USD ↑	-	-
Liquidez en pesos	Recompra de Deuda (Bonos BCCh)	nov-2019	Estallido Social	-	BCP/BCU ↓, Liquidez y PDBC ↑	-
	Compra de Bonos Bancarios	mar-2020	Pandemia	Bonos Bancarios ↑	Liquidez y PDBC ↑	↑
	Programa especial de compra de activos	jun-2020	Pandemia	Bonos Bancarios ↑	BCP/BCU ↓, Liquidez y PDBC ↑	↑
	Compra contado venta plazo (CCVP)	ago-2020 a oct-2021	Retiros fondos previsionales	Bonos Bancarios ↓↑	Liquidez y PDBC ↑	↑
	Programa de reinversión de bonos bancarios	ene-2021	Pandemia	Bonos Bancarios ↑	Liquidez y PDBC ↑	↑
	FCIC	mar-2020 a jul-2024	Pandemia	LCL y REPO Prenda (FCIC) ↑	Liquidez y PDBC ↑	↑
	Operaciones REPO	jul-2022 a sep-2022	Condiciones internas y externas	REPO ↑	Liquidez y PDBC ↑	↑

Dentro de la primera categoría destaca la Venta de dólares *Spot* y Venta de dólares *Forward* (véase sección VII “Respuesta a la Crisis Interna y la crisis del COVID-19 (2019-2022)”). La primera medida implementada entre diciembre de 2019 y enero de 2020, como también entre julio y septiembre de 2022 con el objetivo de contener la volatilidad en el mercado cambiario, tuvo un impacto en la reducción de Reservas Internacionales, disminuyendo los Activos del BCCh. En la segunda categoría, se encuentra los *FX Swap*, implementados entre noviembre de 2019 y junio de 2020, y también entre julio y septiembre de 2022, como respuesta a las tensiones en el costo de financiamiento en dólares de la banca, lo cual tuvo un impacto negativo en los Activos de Reserva, incrementando el Crédito Externo. Asimismo, durante 2020 el Banco Central gestionó el acceso a las siguientes líneas de liquidez internacionales<sup>31</sup>, con el objetivo de robustecer la posición financiera de Chile y otorgan mayor flexibilidad a la gestión de los recursos en moneda extranjera. Cabe señalar que estas medidas se suscribieron con fines

<sup>31</sup> Más información en: [Líneas de financiamiento internacional con bancos centrales - Banco Central de Chile](#).

precautorios, no obstante, no fue necesario activar el uso de ninguna de ellas. En consecuencia, no tuvo impacto en el balance de la institución.

- Línea de Crédito Flexible (LCF) con el Fondo Monetario Internacional (FMI) por US\$ 23.930 millones, por 2 años. Fue renovada en 2022 por US\$ 18.500 millones, y luego en 2024 por US\$ 13.800 millones<sup>32</sup>.
- Acuerdo Bilateral sobre *Swap* de Monedas renminbi / peso (RMB/CLP) con el Banco Central de la República Popular China (PBoC). Se acordó aumentar el monto y uso permitido de la línea. El monto se incrementó desde RMB 22.000 millones a RMB 50.000 millones, equivalente a US\$ 7.100 millones, aproximadamente. El uso se amplió para fines de estabilidad de los mercados financieros, además de su uso original para facilitar las operaciones de comercio exterior de Chile con China.
- Incorporación del BCCh a la *Temporary Foreign and International Monetary Authorities (FIMA) REPO Facility* de la FED.

La mayor cantidad de medidas implementadas se encuentran en el grupo de “liquidez en pesos”, donde destaca la recompra de Bonos BCCh en noviembre de 2019, la compra de Bonos Bancarios iniciada en marzo de 2020, y el programa especial de compra de activos en junio de 2020, estas medidas tenían como fin contener la excesiva volatilidad y distorsiones en las tasas en el mercado de renta fija. Tuvieron un impacto positivo en los Activos del BCCh, producto del aumento de los Bonos Bancarios, por otro lado, presentaron tanto un efecto positivo como negativo en los Pasivos, aumentando los PDBC y Liquidez<sup>33</sup>, y disminuyendo los BCP y BCU. Por otra parte, con el objetivo de resguardar la estabilidad financiera debido a los retiros de ahorros previsionales realizados en julio y diciembre de 2020 y abril de 2021, se implementó el programa Compra Contado Venta a Plazo (CCVP), también elevaron los Activos a través del incremento de Bonos Bancarios, y los Pasivos, a través de la colocación de Pagarés Descontables del Banco Central (PDBC) y depósitos normativos asociados a la Reserva Técnica.

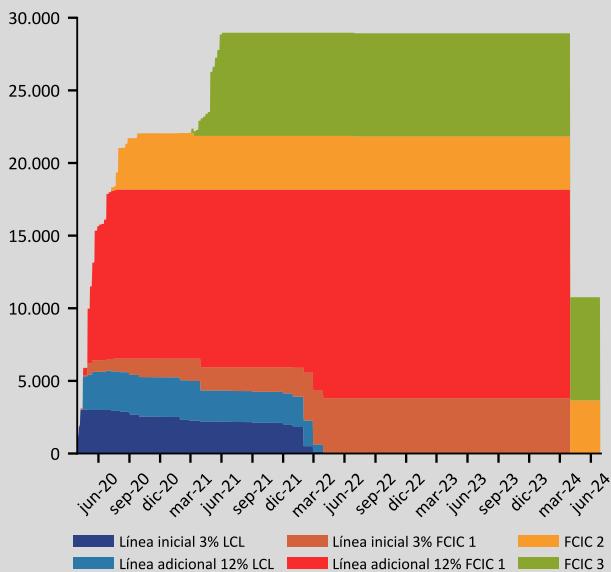
Por último, se destaca la implementación de la Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC) en sus tres etapas, que estuvo orientada a fomentar el financiamiento de créditos a hogares y empresas. La primera etapa se implantó entre marzo de 2020 y abril de 2024, la segunda, entre julio de 2020 y julio de 2024, finalmente la FCIC 3, entre marzo de 2021 a julio de 2024 (Gráfico VII.12). Esta medida tuvo un impacto relevante en el nivel de Activos, por medio del incremento de los REPO Prenda, que representaban garantías elegibles para obtener la línea financiera. Como contrapartida en los pasivos, representó un aumento de PDBC y liquidez en pesos.

<sup>32</sup> Más información en: [Banco Central de Chile renovó Línea de Crédito Flexible del Fondo Monetario Internacional - Banco Central de Chile](#)

<sup>33</sup> Liquidez en pesos se define como la suma de vencimientos diarios de Facilidades Permanentes de Depósito (FPD), vencimientos diarios de depósitos para constitución de Encaje y Reserva Técnica (RT).

### GRÁFICO VII.12

Evolución uso FCIC  
(miles de millones de pesos)

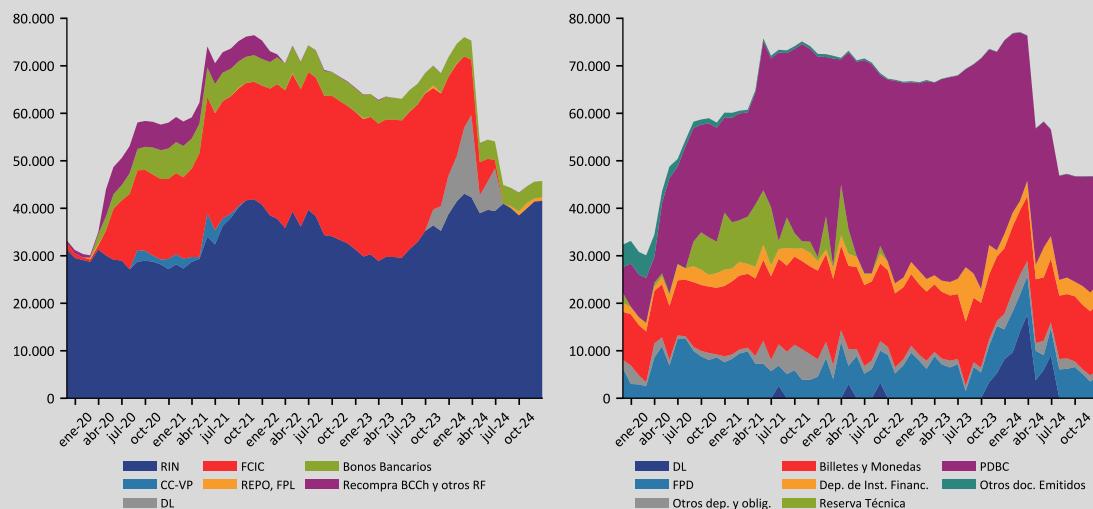


Fuente: Banco Central de Chile.

Las medidas implementadas durante este periodo tuvieron un impacto significativo en el Balance del Banco Central más que duplicando el nivel de Activos y Pasivos (Gráfico VII.13)

### GRÁFICO VII.13

Inyección (activos) y drene (pasivos) de liquidez  
(miles de millones de pesos)



Fuente: Banco Central de Chile.

## VIII. Conclusión

A lo largo de sus cien años de historia, el Banco Central de Chile ha transitado por profundas transformaciones institucionales, económicas y financieras, las cuales se ven reflejadas en la evolución de su balance. Esta trayectoria ha sido estudiada en este documento a través de macroperiodos definidos por la vigencia y los cambios en su marco legal, las respuestas del Banco a los desafíos macroeconómicos de cada época se encuentran marcados por ellas.

En su creación, el BCCh se configuró como un ente emisor bajo el patrón oro, con un balance dominado por reservas internacionales en oro en los activos y base monetaria en los pasivos. La Gran Depresión y el abandono del patrón oro en 1931 marcaron un giro hacia el financiamiento interno, con un aumento significativo de los préstamos al sector público y privado. La expansión monetaria y una progresiva pérdida de independencia institucional caracterizaron el periodo, especialmente posterior a la década de los 40, en que el Banco se convirtió en un instrumento de apoyo al desarrollo económico, aunque con consecuencias inflacionarias.

Posterior a los años 40 y hasta 1973, el Banco enfrentó una creciente presión para financiar el gasto fiscal, en un contexto de industrialización dirigida por el Estado. A pesar de intentos de estabilización como el programa Klein-Saks, el balance se expandió por el aumento de créditos al Fisco y al sector privado, mientras las reservas internacionales se mantuvieron en niveles bajos. La crisis de balanza de pagos y la alta inflación de los años 70 culminaron en una expansión explosiva del balance, con una estructura altamente vulnerable y dependiente de la emisión monetaria.

Entre 1976 y 1988, bajo el régimen militar, se consolidó un modelo neoliberal que transformó radicalmente el rol del Banco Central. Se liberalizaron los mercados financieros, se redujo el financiamiento fiscal y se desarrollaron instrumentos de política monetaria como los PDBC. Sin embargo, la crisis bancaria de los años 80 obligó al Banco a intervenir masivamente, adquiriendo deuda externa privada y carteras bancarias, lo que llevó a una expansión sin precedentes del balance, alcanzando niveles superiores al 150% del PIB. El BCCh asumió funciones quasi fiscales, con una estructura de pasivos dominada por deuda interna y externa, y una base monetaria marginal.

Desde 1989 hasta el día de hoy, con la promulgación de la Ley Orgánica Constitucional, el Banco Central adquirió autonomía efectiva, lo que permitió consolidar un marco de política monetaria centrado en disminuir y mantener baja la inflación y prontamente una política cambiaria con un tipo de cambio flotante. El balance se ha ido reconfigurando, con una reducción sostenida de los préstamos al Fisco y una creciente participación de las reservas internacionales como principal activo.

En este período el BCCh demostró capacidad de respuesta ante crisis globales y locales, como la crisis financiera de 2008 —donde implementó medidas de liquidez y redujo la TPM a mínimos históricos— y la pandemia de COVID-19, que implicó una expansión temporal del balance mediante programas como la FCIC, compras de bonos bancarios y operaciones cambiarias. Estas medidas en su mayoría han sido revertidas, retornando a una estructura de balance más convencional durante el 2024.

En conjunto, el análisis histórico del balance del BCCh revela una evolución desde una entidad cuya estructura propietaria incluía al Fisco y a actores privados —con intereses particulares que se reflejaban en un balance orientado al financiamiento de estos sectores mediante activos respaldados por emisión monetaria y deuda, principalmente externa— hacia una institución pública, autónoma e independiente. En esta nueva etapa, el balance del Banco se configura en función de sus objetivos de política y de las respuestas ante crisis macroeconómicas, con activos dominados por las reservas internacionales, que actúan como seguro frente a choques externos, y pasivos que permiten una implementación eficaz de la política monetaria y una emisión controlada.

La comparación internacional muestra que el accionar del BCCh ante las crisis, como durante la pandemia, se asemeja más al de economías desarrolladas, destacando su capacidad de adaptación y su compromiso con la estabilidad macroeconómica. Este recorrido institucional en su historia nos hace recordar la variedad de escenarios en que ha estado inmerso el Banco Central y puede ofrecer valiosas lecciones para enfrentar los desafíos futuros en un entorno global cada vez más incierto.

## Referencias

- Araya, J. P., & Lyon, F. (2021). Análisis del mandato del Banco Central a la luz de su evolución histórica y la experiencia comparada. *Revista de Derecho Económico*, 78(2), 1-36. <https://doi.org/10.5354/0719-7462.2021.65352>
- Banco Central de Chile. (2020, marzo). *Informe de Política Monetaria (IPoM). Recuadro II.1: Medidas del Banco Central de Chile para enfrentar el COVID-19*.
- Banco Central de Chile. (2021, septiembre). *Informe de Política Monetaria (IPoM)*. Recuadro V.1: El rol de las políticas macroeconómicas en la mitigación de la crisis del COVID-19.
- Banco Central de Chile. (s.f.). *Base de Datos Estadísticos (BDE)*. <https://www.bcentral.cl>
- Banco Central de Chile. Memorias anuales (1926-2024). <https://repositoriodigital.bcentral.cl/xmlui/handle/20.500.12580/36>
- Bank for International Settlements (BIS). (2023). *Central bank asset purchases in response to the Covid-19 crisis* (CGFS Papers No. 68). <https://www.bis.org/publ/cgfs68.htm>
- Bank for International Settlements (BIS). (s.f.). *Central bank total assets*. <https://data.bis.org/topics/CBTA>
- Braun Ll., J., Braun Llona, M., Briones R., I., Díaz, J. G., Lüders, R. J., & Wagner, G. (2000). *Economía chilena 1810-1995: Estadísticas históricas*. Documento de Trabajo, (187). Pontificia Universidad Católica de Chile. <https://repositorio.uc.cl/handle/11534/80681>
- Carrasco, A. (2009). *Banco Central de Chile 1925-1964: una historia institucional*. Banco Central de Chile. <https://hdl.handle.net/20.500.12580/1641>
- Carrasco, A. (2009). *Banco Central de Chile 1964-1989: una historia institucional (Tomo II.1 y II.2)*. Banco Central de Chile. <https://hdl.handle.net/20.500.12580/4084>
- Corbo, V., & Hernández, L. (2005). *Ochenta años de historia del Banco Central de Chile* (Documento de Trabajo N° 345). Banco Central de Chile.
- International Monetary Fund (IMF). (s.f.). *Surveys Based on Standardized Report Forms (SRFs) by Country, Other Depository Corporations*. <https://www.imf.org/en/Home>
- Filippi, P., Román, J., & Villena, J. M. (2017). *Balance del Banco Central de Chile, 1926 a 2015* (No. 124). Central Bank of Chile.

Lüders, R., Díaz, J., & Gert, W. (2016). *Chile 1810-2010. La República en cifras: Historical statistics*. Ediciones UC.

Sanhueza, G. (1999). La crisis financiera de los años 80 en Chile: Análisis de sus soluciones y su costo. *Economía chilena*, vol. 2, no. 1. <https://hdl.handle.net/20.500.12580/3419>

## Glosario

Basilea I, II y III	Estándares de solvencia para el sistema bancario acordadas internacionalmente por el Comité de supervisión Bancaria de Basilea. Basilea III fue desarrollado como respuesta a la GCF y tenía como objetivo reforzar la regulación, supervisión y gestión de riesgo de los bancos.
BCCh	Banco Central de Chile.
BCP	Bonos en pesos emitidos por el Banco Central de Chile, sus cupones se pagan en moneda nacional corriente y el nominal se paga a la fecha de vencimiento.
BCU	Bonos en unidades de fomento emitidos por el Banco Central de Chile, sus cupones se pagan en moneda nacional corriente y el nominal se paga a la fecha de vencimiento al valor de la unidad de fomento en la fecha indicada.
BoE	<i>Bank of England</i> (Banco Central de Inglaterra).
BTP	Bonos en pesos emitidos por la Tesorería General de la República, sus cupones se pagan en moneda nacional corriente y el nominal se paga a la fecha de vencimiento.
BTU	Bonos en unidades de fomento emitidos por la Tesorería General de la República, sus cupones se pagan en moneda nacional corriente y el nominal se paga a la fecha de vencimiento al valor de la unidad de fomento en la fecha indicada.
CAR	Certificados de Ahorro Reajustables, documentos emitidos por el Banco Central desde 1965.
CCVP	Operaciones de compra al contado realizadas conjunta y simultáneamente con una venta a plazo de bonos emitidos por empresas bancarias.
CMF	Comisión para el Mercado Financiero.
CORFO	Corporación de Fomento de la Producción.
DEG	Derechos Especiales de Giro: activo de reserva internacional creado por el FMI, utilizado como unidad de cuenta y medio de intercambio entre países miembros.
DL	Pagarés de Depósitos de Liquidez y depósitos de liquidez. Instrumentos orientados exclusivamente a garantizar y apoyar operativamente el pago de los vencimientos de FCIC.
ECB	<i>European Central Bank</i> (Banco Central Europeo).
Encaje bancario	Disposición que exige a las instituciones financieras mantener inmovilizada cierta cantidad de dinero como proporción de sus depósitos, captaciones y obligaciones en moneda nacional y extranjera, ya sea en caja o en cuenta

	corriente en el Banco Central de Chile, a fin de asegurar la liquidez necesaria para el cumplimiento de sus compromisos financieros.
Esterilización monetaria	Operación del Banco Central para contrarrestar el efecto monetario de intervenciones cambiarias, generalmente mediante emisión o absorción de liquidez.
FCE	Fondo de Contingencia Estratégica.
FCIC	Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones, corresponde a una línea financiera especial para las empresas bancarias, con recursos e incentivos para que éstas continúen financiando y refinanciando créditos a hogares y empresas.
FEES	Fondos de Estabilización Económica y Social.
FLAP	Facilidad de Liquidez a Plazo, operación de préstamo colateralizado a TPM con plazos de 90 y 180 implementada en 2009 en el contexto de la GFC.
FLAR	Fondo Latinoamericano de Reservas.
FLI	Facilidad de liquidez intradía, Operación financiera de inyección de liquidez intradía. que corresponde a un préstamo garantizado que debe ser pagado durante el mismo día, sin costo de intereses para el banco comercial que recurre a esta facilidad, considerando resguardos de <i>haircut</i> y márgenes.
Flotación cambiaria	Régimen de política cambiaria en virtud del cual la paridad o el precio de la moneda de un país con respecto a las monedas extranjeras se determina libremente en el mercado cambiario, sin intervención sistemática de la autoridad fiscal o monetaria en dicho mercado.
FMI	Fondo Monetario Internacional.
Forwards y NDF	Operación financiera (compra o venta) en la cual se asegura un flujo futuro, determinado por el precio de hoy. Al vencimiento puede realizarse una entrega física o puede ser mediante compensación (NDF o <i>non-delivery Forward</i> ).
FPD	Facilidad permanente de depósito, operación financiera de contracción de liquidez, en la que el Banco Central de Chile recibe depósitos en pesos, por los cuales se paga una tasa de interés al vencimiento de un día.
FPL	Facilidad permanente de liquidez, Operación financiera de inyección de liquidez. Consiste en la compra, por parte del Banco Central de Chile, de activos financieros elegibles a cambio de un monto en pesos, equivalente al valor presente de los activos descontados a la tasa de mercado vigente, para el día de la operación, considerando resguardos de <i>haircut</i> y márgenes.
FRP	Fondo de Reserva de Pensiones.

GCF	Crisis Financiera Global del 2008.
Haircut	Castigo aplicado a la tasa de mercado de los instrumentos elegibles cuando son usados como colaterales en operaciones de mercado abierto. Se mide en puntos base.
IPC	Índice de precios al consumidor.
LBTR	Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real, sistema que, basado en medios electrónicos, permite transferir fondos de manera directa e inmediata, desde la cuenta de la parte obligada a la cuenta de la parte beneficiaria.
LCL	Línea de crédito de liquidez activada por el BCCh, cuyo límite corresponde al Encaje Promedio en moneda nacional de cada empresa bancaria. El acceso y uso de la LCL está sujeta a las mismas condiciones asociadas al incremento de las colocaciones establecidas para la FCIC, con la diferencia que su límite es el Encaje de cada empresa bancaria. La LCL cuenta con un período de disponibilidad de 6 meses y un plazo de vencimiento de hasta 2 años.
LOC	Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile.
Márgenes	Porcentaje de descuento sobre el valor presente de los activos elegibles como colaterales, valorizados a la tasa mercado más el <i>haircut</i> .
OMA	Operaciones de Mercado Abierto.
PDBC	Pagarés Descontables del Banco Central, se trata de instrumentos emitidos en moneda local y a plazos de hasta 365 días.
PDT	Pagarés descontables de la Tesorería General de la República.
PTF	Pagarés Reajustables del Banco Central de Chile con Tasa de Interés Flotante.
PIB	Producto Interno Bruto.
PM	Política Monetaria.
PRBC	Pagarés Reajustables del Banco Central de Chile, emitidos en UF y pagaderos en moneda local.
PRC	Pagarés Reajustables del Banco Central de Chile con pago en cupones, pagaderos en moneda local.
REPO	Operaciones temporales de compra de activos financieros elegibles, con pacto de retroventa, a través de las cuales se entrega liquidez al mercado.
REPO Fima	Es una operación REPO realizada por la FED de Estados Unidos, que permite intercambiar tenencias en bonos del tesoro de Estados Unidos por liquidez en dólares.

RF	Instrumentos de renta fija.
RIN	Reservas internacionales. Activos líquidos en moneda extranjera que mantiene el BCCh.
RMB	Renminbi. Divisa de curso legal de la República Popular China.
RPF	Reunión de Política Financiera, se realizan cuatro reuniones al año.
RPM	Reunión de Política Monetaria, se realizan diez reuniones al año.
Spot	Valor de "hoy" de un activo financiero.
Swap de Divisas	Compra inicial de moneda extranjera por parte del Banco Central de Chile a una contraparte, a cambio de un monto en moneda nacional (pesos), determinado de acuerdo con el tipo de cambio observado vigente el día de inicio de la operación.
TGR	Tesorería General de la República.
TIB	Tasa de interés promedio a la cual las empresas bancarias se otorgan crédito entre ellas a un día. Para determinar su monto, se calcula el valor promedio de las tasas de interés vigentes para las operaciones de crédito informadas diariamente al Banco Central de Chile.
Tipo de cambio real (TCR)	Medida del valor real del peso respecto de una canasta de monedas. Se construye utilizando las monedas de los países del TCM. Este índice mide la competitividad de Chile con respecto a sus principales socios comerciales.
Tipo de cambio nominal (TCN)	Precio de una moneda extranjera expresado en moneda nacional.
TPM	Tasa de interés objetivo para las operaciones interbancarias que el Banco Central de Chile procura lograr mediante sus instrumentos de política monetaria: operaciones de mercado abierto, facilidades de liquidez y de depósito.
UF	Unidad de Fomento.

**NÚMEROS ANTERIORES**

**PAST ISSUES**

Los Estudios Económicos Estadísticos en versión PDF pueden consultarse en la página en Internet del Banco Central [www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl) . El precio de la copia impresa es de \$500 dentro de Chile y US\$12 al extranjero. Las solicitudes se pueden hacer por fax al: +56 2 26702231 o por correo electrónico a: [bcch@bcentral.cl](mailto:bcch@bcentral.cl).

Studies in Economic Statistics in PDF format can be downloaded free of charge from the website [www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl) . Separate printed versions can be ordered at a price of Ch\$500, or US\$12 from overseas. Orders can be placed by fax: +56 2 26702231 or email: [bcch@bcentral.cl](mailto:bcch@bcentral.cl).

**EEE 146 – Diciembre 2025**

Hitos del Banco Central de Chile y su Balance Histórico (1925-2025)  
Juan Pablo Cova, Daniela Muñoz, Camilo Poblete, Claudio Sandoval

**EEE 145 – Mayo 2025**

Empalme de Subclases del IPC entre 1989 y 2023  
Mía Juul, Felipe Guzmán

**EEE 144 – Diciembre 2024**

Assessing Physical Risk Impact of Climate Change: A Focus on Chile  
Felipe Córdova, Pablo García Silva, Federico Natho, Josué Pérez, Mauricio Salas, Francisco Vásquez

**EEE 143 – Diciembre 2024**

Índices de Concentración del Mercado de Derivados Financieros en Chile  
Ignacio Benavides, Felipe Bustamante, José Miguel Villena

**EEE 142 – Agosto 2023**

Evaluación de Servicios Ecosistémicos de Regulación y Soporte: Una Revisión y Hechos Estilizados para Chile  
Enrique Calfucura

**EEE 141 – Agosto 2023**

Valor de mercado de la vivienda y sus componentes de tierra y construcción  
Juan José Balsa, Javiera Vásquez

**EEE 140 – Agosto 2023**

CO2 mitigation from a national accounts' perspective  
Felipe Avilés-Lucero, Gabriel Peraita, Camilo Valladares

**EEE 139 – Julio 2023**

Índice de Precios de Vivienda Banco Central de Chile 2022  
Juan José Balsa, Javiera Vásquez

**EEE 138 – Abril 2023**

Contabilidad Económica-Ambiental del Capital Natural: Experiencias y  
Antecedentes para Chile  
Enrique Calfucura, Felipe Avilés, Gabriel Peraita

**EEE 137 – Junio 2022**

Caracterización del Factoring Bancario en Chile: 2009-2020  
Jorge Fernández, Francisco Vásquez

**EEE 136 – Abril 2021**

Huella de Carbono para la Economía Chilena 2017  
Felipe Avilés-Lucero, Gabriel Peraita, Camilo Valladares

**EEE 135 – Julio 2020**

External Debt Characterization of Non-Banking Companies in Chile  
Jorge Fernández B., Fernando Pino M., Francisco Vásquez L.

**EEE 134 – Junio 2020**

Mercado de derivados sobre tasas de interés en Chile: Comparación internacional y  
mercado de Swap Promedio Cámara  
Nicole Delpiano, José Miguel Villena

**EEE 133 – Mayo 2020**

Mercado Cambiario Chileno, una comparación internacional: 1998 a 2019  
José Miguel Villena y Alexander Hynes

**EEE 132 – Abril 2020**

Revisiones en cuentas nacionales trimestrales Chile 2006-2019  
Danae Scherman

**EEE 131 – Octubre 2019**

Un Nuevo Indicador de Endeudamiento de Empresas Chilenas Utilizando Registros  
Administrativos de Deuda y Actividad  
Jorge Fernández y Francisco Vásquez

**EEE 130 – Julio 2019**

Índice de Avisos Laborales de Internet  
Erika Arraño y Katherine Jara

**EEE 129 – Febrero 2019**

Medidas de Incumplimiento de Empresas Chilenas Basadas en Datos Administrativos  
Jorge Fernández y Francisco Vasquez



**ESTUDIOS ECONÓMICOS ESTADÍSTICOS** Noviembre 2025