

**S**e integró como consejero del Banco Central (BC) en febrero de este año, en reemplazo de Joaquín Vial, quien cumplió su período de 10 años. Pero el instituto emisor no es ajeno para Luis Felipe Céspedes, ya que entre 2009 y 2011 fue gerente de Investigación Económica, y antes se desempeñó como economista sénior de esa misma gerencia.

La primera Reunión de Política Monetaria del también exministro de Economía del segundo gobierno de Michelle Bachelet fue el 29 de marzo. En ella el consejo, junto con subir la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 150 puntos base, llevándola al 7%, adelantó que los futuros incrementos serían menores que los realizados en los últimos trimestres. Y luego, en su Informe de Política Monetaria (IPoM) el BC planteó un corredor para la tasa con un techo de 8,5%, pero donde en su proyección central se ubicaba como máximo en 7,5%-8%, lo suficiente para hacer retroceder la inflación a un cierre de año en 5,6%.

Todo este escenario es el que hoy ha quedado en entredicho tras el elevado IPC de marzo, de 1,9% -récord en 28 años-, informado el viernes por el INE, y que Céspedes reconoce, no se lo esperaban. "Lo que corresponde (ahora) es evaluar el impacto de la sorpresa inflacionaria de marzo en la persistencia inflacionaria y, en particular, en el cumplimiento de la meta de inflación de 3% en el horizonte de política monetaria de dos años", anticipa Céspedes.

**El IPC de marzo sorprendió a todo el mercado. ¿En el IPoM el BC consideraba una cifra tan alta y qué la explica según sus antecedentes?**

—El registro de marzo fue significativamente mayor al que esperábamos. Esta sorpresa inflacionaria se concentra en el componente alimentos, volátiles y no volátiles, y en el resto de los componentes volátiles.

**¿Cómo cambia este IPC las perspectivas de inflación para el año y de la Tasa de Política Monetaria?**

—Lo clave para nuestra estrategia de política monetaria será si el registro inflacionario de marzo genera una mayor persistencia inflacionaria. Esto dependerá de cómo este registro se conjuga con otros elementos, tales como la evolución de la actividad económica, la dinámica de ajuste de precios y las presiones de costo. Con todo, y tal como señalamos en uno de los escenarios de sensibilidad en el IPoM, una mayor persistencia inflacionaria requeriría una trayectoria para la Tasa de Política Monetaria superior a la contemplada en el escenario base del informe.

**Ante de conocer este dato, el mercado ya consideraba optimista la proyección del BC de 5,6% para la inflación del año, y ahora los pronósticos privados se ajustaron aún más al alza. ¿Quedó obsoleta esa estimación?**

—Lo que delineamos en nuestro escenario base del IPoM es que la inflación iba a seguir subiendo en el cortísimo plazo hasta alcanzar niveles cercanos a 10%, para luego comenzar una tendencia de convergencia hacia el 3%. La trayectoria descendente de la inflación se basa en la resolución de lo que hemos llamado los desequilibrios macro de la economía y eso ocurre de manera significativa por la acción de la política monetaria. Los indicadores disponibles apuntan a que el mercado



# LUIS FELIPE CÉSPEDES

“Una mayor persistencia inflacionaria requeriría una trayectoria para la Tasa de Política Monetaria superior a la contemplada”

**En su primera entrevista, el consejero del Banco Central aterriza las implicancias del alto IPC de 1,9% de marzo. Afirma que “fue significativamente mayor al que esperábamos” y, por ello, reconoce que “eleva la trayectoria de inflación esperada para los próximos meses”. Señala que lo clave para la política monetaria será si dicho registro “genera una mayor persistencia inflacionaria”.**

Una entrevista de CARLOS ALONSO M. Foto MARIO TÉLLEZ

internalizó en su momento el mensaje del BC. En particular, la trayectoria de las tasas de interés y expectativas implícitas en los instrumentos financieros se movieron en línea con el escenario central delineado en el IPoM. Un punto clave de nuestro mensaje es que las perspectivas para la actividad económica difieren de las proyecciones de mercado. En particular, nuestra proyección es significativamente más baja para el período 2022-2023. Ese factor, junto con la proyección de que los precios de materias primas se revertirán, explican la convergencia de la inflación al 3% dentro de dos años, el horizonte relevante para la proyección de inflación.

**Pero ahora, con el mayor IPC de marzo, ¿la inflación en 12 meses puede superar el 10%?**

—El registro inflacionario de marzo eleva la trayectoria de inflación esperada para los próximos meses respecto de la trayectoria delineada en el IPoM. Su impacto en la persistencia inflacionaria será el factor clave para la política monetaria. Nuestro marco de política es uno en el que la respuesta a una sorpresa inflacionaria depende del impacto que ésta tenga en nuestra proyección de inflación a 2 años. Lo hacemos de esta forma precisamente para no generar costos en materia de actividad económica asociada a shocks cuyos efectos no serán persistentes.



## “En el oficio resaltamos lo valioso que es que exista un acuerdo amplio respecto de la autonomía del BC”

19

**El Banco Central envió un oficio a la Convención Constitucional planteando su visión sobre las normas que se están aprobando en relación a la institución. ¿Les preocupa cómo ha ido avanzando ese proceso?**

—Como Banco Central siempre hemos manifestado nuestra mejor disposición a colaborar con el trabajo de la Convención Constitucional, en el marco del carácter autónomo y técnico de nuestra institución, y ciertamente respetando la independencia de la Convención. En este espíritu el expresidente del Banco Central Mario Marcel presentó a la Convención antecedentes respecto de las mejores prácticas en el diseño institucional de la banca central y más recientemente hemos enviado un oficio a la presidenta de la Convención con nuestro análisis de los artículos aprobados y que serán vistos por el

pleno. **Dentro del oficio que ustedes enviaron muestran preocupación por la norma de coordinación con el Ejecutivo y que dice que el instituto emisor deberá cumplir “en coordinación con las principales orientaciones de política económica definidas con el gobierno”. ¿Es un tema que se debe precisar?**

—En el oficio resaltamos lo valioso que es que exista un acuerdo amplio respecto de la autonomía y carácter técnico del Banco Central. Pero, al mismo tiempo, entregamos una serie de antecedentes respecto de las otras materias, que nos parece pueden contribuir a la toma de decisiones por parte de la Convención. Creo que lo que corresponde es ponernos a disposición de la Convención para explicar nuestros planteamientos en la instancia que la Convención considere adecuada.

**La ruta establecida por el BC para la tasa de interés apuntó a un techo de 8,5%, aunque en el escenario base esperaba llegar a 7,5%-8%. ¿Esa trayectoria queda ahora bajo cuestión?**

—Lo que corresponde es evaluar el impacto de la sorpresa inflacionaria de marzo en la persistencia inflacionaria y en particular, en el cumplimiento de la meta de inflación de 3% en el horizonte de política monetaria de dos años. Si nuestro análisis indica que se ha generado un efecto, la política monetaria deberá responder por sobre lo contemplado en el escenario central del Informe de Política Monetaria.

**¿Cambia, entonces, el techo del corredor de tasa de interés?**

—El corredor de tasas de interés busca comunicar potenciales trayectorias para la TPM, consistentes con los supuestos y escenarios macro que se consideraron en la construcción de nuestras proyecciones. En el informe más reciente, uno de esos escenarios es el de mayor persistencia en el proceso inflacionario. El otro escenario de sensibilidad es uno de menor dinamismo económico al esperado. A modo de ejemplo, el hecho de que el registro más reciente de Imacec haya estado por debajo de las expectativas de mercado, no significa que la trayectoria de la tasa de interés deba ser menor de manera mecánica. La materialización de un es-

cenario no se basa en un dato en particular, sino más bien en la conjugación de distintos antecedentes. Y esos antecedentes son los que nutren la decisión de política monetaria.

**¿Cuál es el costo para el país de que se actúe tarde con la política monetaria y, por ende, la inflación sea más persistente?**

—La evidencia es muy clara respecto de que, si se actúa tarde, los costos de controlar la inflación en materia de actividad económica y empleo son mucho mayores. Más aún, si los mayores niveles de inflación se transforman en un fenómeno habitual, los países terminan con mayor inestabilidad macro y una economía más vulnerable. Es decir, con mayores niveles de desempleo, mayores tasas de interés y menor crecimiento de los salarios reales para los trabajadores.

**¿Qué tan cerca está hoy el país de que la inflación se transforme en un fenómeno habitual?**

—Como Banco Central tenemos un mandato claro. En materia de inflación nuestro objetivo es una proyección de inflación de 3% en el horizonte de política monetaria de dos años. Implementaremos las acciones de política monetaria que sean necesarias para cumplir con nuestro objetivo.

**Dado el contexto inflacionario, ¿un nuevo**

**retiro desde las AFP sería una “bomba” como dijo el ministro de Hacienda, Mario Marcel?**

—El Banco Central fue muy claro en su momento en señalar que la acumulación de los retiros debilitó el funcionamiento del mercado de capitales, generó incrementos en las tasas de interés de largo plazo, por ejemplo, en las tasas de interés de los créditos hipotecarios, depreció el peso, disminuyó la capacidad de la economía para mitigar los efectos de shocks externos y afectó la dinámica inflacionaria. Un nuevo retiro generaría un efecto negativo aún mayor, dado que el efecto de los retiros es acumulativo. Y esto tiene consecuencias muy tangibles en el bienestar social. Hace una diferencia significativa si la tasa a la cual usted se endeuda para comprar una casa es 3,5% anual, versus 5%. Un país con un sistema financiero menos robusto, es un país sujeto a mayor volatilidad macro, a mayor volatilidad en la actividad económica y mayor volatilidad del empleo. Debemos evitar transitar esa avenida.

**¿El plan económico lanzado el jueves por el gobierno generará algún cambio en el escenario base del Banco Central, tanto en actividad como en inflación?**

—El gobierno señaló que las medidas adoptadas apuntan a apoyar a sectores que se han quedado rezagados. Son, por lo tanto, medidas fo-

calizadas y que, de acuerdo a lo informado por el ministro de Hacienda, se enmarcan en la Ley de Presupuestos aprobada para este año. Es decir, no alteran el supuesto que utilizamos en la construcción del IPoM respecto de la política fiscal. En el caso de aquellas que apuntan a potenciar la reinsertión laboral, contribuyen a incrementar la oferta de trabajo.

**En el IPoM proyectaron un crecimiento de la actividad entre 1% y 2% para este año y de -0,25% y 0,75% para 2023. ¿Qué eventos deben suceder para que se concrete el piso de esa estimación?**

—En nuestro escenario central del IPoM tenemos que el consumo privado y la inversión se van a contraer en el periodo 2022-2023. Y es importante señalar que en el caso de la inversión las condiciones financieras más estrechas y una mayor incertidumbre local y externa jugarían un papel importante.

**El ministro de Hacienda dijo que lo que pase en 2023 depende mucho de lo que realicen ellos como gobierno. ¿Qué tan condicionado está el crecimiento al factor interno?**

—La implementación de políticas públicas bien diseñadas es clave para el buen desempeño de los países. Buenas políticas públicas tienen efecto en la capacidad productiva de los países. Una mejor institucionalidad de libre competencia, por ejemplo, potencia la innovación y la productividad. Los horizontes en los que éstas operan son principalmente más de mediano plazo, pero no dejan de ser importantes para generar expectativas favorables, para reducir la incertidumbre y, de esa forma, potenciar la inversión.

**¿Dentro de su escenario de riesgo aparece el resultado del trabajo de la Convención Constitucional?**

—Somos respetuosos del trabajo que realiza la Convención Constitucional. No nos corresponde hacer un juicio de su trabajo, sino colaborar en el marco de nuestro carácter técnico y autónomo.

**¿Pero sí lo incorporan como un elemento de incertidumbre?**

—Hay múltiples fuentes de incertidumbre. En el informe hemos hablado de fuentes de incertidumbre externas e internas. Respecto, por ejemplo, de lo que puede pasar con la guerra entre Rusia y Ucrania. Hemos explicitado que hay fuentes de incertidumbre internas variadas. Esa incertidumbre general es un dato relevante para nuestro proceso de elaboración de proyecciones. Y ciertamente que acotar la incertidumbre sería algo positivo, pensando especialmente en materia de perspectivas de crecimiento futuro.

**¿Los escenarios de Aprobado y Rechazo de la nueva Constitución generan el mismo grado de incertidumbre para la economía?**

—No nos corresponde prejuzgar el trabajo de la Convención y menos aún la conveniencia de un resultado u otro, o su efecto sobre un resultado u otro en los niveles de incertidumbre. Lo que sí es razonable de afirmar es que toda la evidencia internacional muestra que el diseño institucional de los países juega un papel clave en el bienestar de estos. Independiente del contrato social que los países acuerden, del nivel de protección social, de las preferencias sobre redistribución, aquellos países que generan instituciones representativas, que perduran en el tiempo, es decir, que generan estabilidad, generan mayores niveles de prosperidad e inclusión. ●