



ANDREA TOKMAN,
ECONOMISTA JEFA DE QUIÑENCO Y SU
ANÁLISIS POST IPOM:

“El repunte en consumo e inversión está sostenido por fundamentos débiles y el IPC subyacente continúa lejos del nivel razonable”

■ La especialista también aborda el complejo escenario para el mercado laboral, advirtiendo que hay factores estructurales que están cambiando la dinámica del empleo.

POR CATALINA VERGARA

Para la economista jefa de Quiñenco, Andrea Tokman, el Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre “nos deja en una situación que exige cautela”.

A su juicio, el Banco Central enfrenta el reto de calibrar su política monetaria en un entorno donde los elementos estructurales que determinan la tasa neutral están cambiando de forma profunda y persistente.

– ¿Cómo resumiría este IPoM?

– Refleja una economía que ha sorprendido por la fortaleza de la demanda interna, pero que aún enfrenta riesgos relevantes. El repunte en consumo e inversión está sostenido por fundamentos débiles, y la inflación subyacente continúa lejos del nivel razonable de 2%. En este contexto, el desafío principal es interpretar correctamente la sostenibilidad de estas tendencias y su impacto sobre el equilibrio macroeconómico.

– ¿Qué tan persistente cree que será este repunte de la inversión?

– Tras dos años de caídas en la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF), y estando aún cinco puntos porcentuales por debajo de la tasa FBCF/PIB de los años de alto crecimiento, este 5,5% no es suficiente.

Hoy la inversión representa un 23,8% del PIB, versus el 29% que al-

canzábamos en los años 90. Además, el componente que más rápido se deprecia –maquinaria y equipos– es el que más está creciendo, lo que sugiere que estamos más bien intentando frenar la caída del stock de capital neto, en lugar de generar un verdadero *shock* positivo de oferta. Sin ese impulso de oferta, el aumento de la demanda agregada termina siendo inflacionario. Ese es el principal riesgo que veo en la coyuntura macroeconómica, especialmente considerando que el PIB tendencial recién reestimado no supera el 2,1% en el mediano plazo.

– ¿El repunte en consumo le parece más sostenible?

– El consumo sólo puede mantenerse si la masa salarial continúa creciendo. Hasta ahora, el crecimiento de la masa salarial ha estado impulsado por el fuerte aumento del salario mínimo. Sin embargo, como muestran estudios en economía, los efectos del salario mínimo sobre el empleo no son lineales: una vez superado cierto umbral, el impacto negativo sobre la contratación se intensifica de forma desproporcionada.

En Chile, los últimos datos del INE ya muestran señales de desaceleración en el empleo formal, lo que sugiere que hemos alcanzado ese punto de inflexión. Por lo tanto, para sostener el crecimiento del consumo se necesita que el empleo crezca en cantidad y calidad, y que los ingresos



laborales se alineen con mejoras en productividad. De lo contrario, el impulso al consumo será transitorio y podría generar desequilibrios macroeconómicos, inflación y reducción de poder adquisitivo.

– **¿Comparte esta visión más crítica del mercado laboral?**

– Sin duda. La situación del empleo es preocupante, no solo por las rigideces del marco legislativo y los costos asociados a la contratación, sino también por los cambios estructurales –tecnológicos y demográficos– que dificultan aún más la capacidad de absorción del mercado laboral. Crecer sin empleo no es una receta para el desarrollo sostenible e inclusivo. Si no se generan condiciones para que las personas accedan a trabajos con trayectorias salariales y laborales ascendentes, el equilibrio será uno de mayor desempleo estructural, lo que afecta no solo el crecimiento potencial, sino también la sostenibilidad fiscal y social.

– **¿Y qué tan prolongada puede ser esta situación?**

– Hay factores coyunturales, como el impacto del salario mínimo y ciertas leyes recientes, que han deteriorado el equilibrio laboral. Pero lo más preocupante son los elementos estructurales que no estamos abordando adecuadamente. Esa es la gran urgencia que debemos enfrentar: adaptar nuestro sistema laboral a los desafíos actuales para evitar que el desempleo estructural se consolide.

– **Da la sensación de que el escenario está cambiando muy rápido para el Banco Central. ¿Lo ve así?**

– Sí, claramente. Por un lado, estamos más cerca de la tasa neutral; por otro, los factores estructurales que determinan su nivel están cambiando de forma profunda y permanente.

“Los problemas fiscales, cuando no se abordan a tiempo, se convierten en desafíos macroeconómicos de gran magnitud”

■ **– Ahora viene el debate del Presupuesto, ¿qué nivel de gasto público es coherente con el hecho de no presionar más la inflación?**

– No todos los gastos públicos tienen el mismo impacto macroeconómico. En este contexto, pondría especial énfasis en que la inversión pública ocupe un mayor espacio dentro de un Presupuesto más acotado, de modo de abordar la creciente brecha de infraestructura que está limitando la relación virtuosa con el capital privado. En el resto del gasto, es fundamental volver a principios sanos de focalización y simplificación, para retomar el control de la situación fiscal. Basta mirar hacia el norte para recordar que los problemas fiscales, cuando no se abordan a

tiempo, se convierten en desafíos macroeconómicos de gran magnitud. Quiero creer que aún estamos a tiempo de hacerlo bien.

– **Sin mencionar a los presidenciables, la presidenta del Banco Central, Rossana Costa destacó, que ahora todos hablan de crecimiento. ¿Qué pasos cree que son los más urgentes para un nuevo Gobierno?**

– Inversión. Especialmente en capital humano, pero también en capital físico, financiero y social. El crecimiento requiere de un plan colaborativo, donde nadie sobra. Espero que ese sea el tono del próximo Gobierno: uno que convoque, construya y priorice el desarrollo sostenible e inclusivo.

la región, al mismo tiempo que los índices accionarios muestran mejoras relevantes. Esta divergencia cuesta explicarla, y las teorías abundan: desde una posible anomia de los mercados financieros, hasta la influencia de grandes tecnológicas que operan con dinámicas estructurales propias, pasando por la recuperación del castigo por incertidumbre política y constitucional, o la expectativa de un próximo Gobierno más proempresa.

En todos estos escenarios, el peso debería fortalecerse, no debilitarse. También se han planteado hipótesis relacionadas con flujos de *carry trade* con Brasil. Pero sin claridad sobre lo que estamos observando, asumir que el tipo de cambio se corregirá me parece difícil de sostener. Si esa apreciación no ocurre, la convergencia de la inflación podría demorarse aún más.

– **¿Y le hace sentido esta preocupación por la inflación subyacente?**

prudente postergar la baja de la Tasa de Política Monetaria (TPM) que muchos anticipaban para la reunión de esta semana. El riesgo de un rebote inflacionario es alto y costoso, especialmente porque compromete la capacidad futura de la política monetaria para anclar expectativas.

– **¿Hay margen para seguir bajando la tasa?**

– Depende. Aún no tenemos certeza sobre cuál es el nivel de la tasa que

no estimula ni contrae la economía. Muchos economistas, bancos centrales y el mercado han reestimado –explícita o implícitamente– la tasa neutral al alza respecto a los niveles prepandemia. Las razones son comunes a muchos países, incluido Chile: cambios demográficos y tecnológicos, incertidumbre geopolítica, desglobalización, presiones fiscales y productividad estancada.

El Banco Central venía reduciendo

su estimación hasta un nivel de 3,5%, pero en los últimos años se ha hablado de un nivel más alto, cercano al 4,1%, aunque no de forma oficial. El mercado, incluso, la ve más arriba. Si el *target* no se conoce con precisión, y probablemente está más alto de lo que pensábamos, es difícil calibrar cuánto más queda por bajar.

– **¿La economía está alcanzando un mayor nivel de crecimiento potencial?**

– Las estimaciones recientes indican que la capacidad de crecimiento de la economía chilena sigue siendo limitada, en torno al 2,1%. Aunque esta cifra no ha mejorado significativamente en los últimos años, al menos ha dejado de caer. Algo similar ocurre con la productividad, que ya no está restando, y con la inversión neta, que esperamos comience a recuperarse.

Sin embargo, el factor más relevante para mejorar el crecimiento potencial es el capital humano. En ese sentido, echo de menos un análisis más crítico y una mayor determinación para impulsar cambios profundos en nuestro sistema de educación, capacitación e inserción laboral. Sin avances en esa dimensión, será difícil sostener un crecimiento más robusto y equitativo.

“Asumir que el tipo de cambio se corregirá me parece difícil de sostener. Si esa apreciación no ocurre, la convergencia de la inflación podría demorarse aún más”.

En otras palabras, el Banco Central debe aterrizar en un punto que se está moviendo, lo que exige una conducción extremadamente precisa. En este contexto, es natural que sea más difícil anticipar las decisiones del banco y prever con certeza la evolución de las variables macroeconómicas. Las sorpresas recientes en proyecciones de inflación y actividad –tanto por sobre como por debajo– reflejan justamente estos cambios estructurales que muchas veces se dejan fuera del análisis coyuntural.

– **¿Hay algo incongruente o que le haga ruido en las proyecciones?**

– Me intriga la evolución del tipo de cambio. En la última reunión del GPM discutimos bastante sobre esto. Observamos una depreciación más marcada del peso chileno en comparación con otros países de

– Sí, absolutamente. Para entender qué está ocurriendo con la inflación, hay que mirar los precios menos volátiles, que reflejan mejor las tendencias persistentes. En particular, los servicios siguen por encima del rango meta, y su evolución está estrechamente ligada a los costos laborales. Esa relación es clave para explicar la dificultad en la convergencia inflacionaria.

Lo peor que podría pasar es que la política monetaria se relaje más allá de lo compatible con la estabilidad de precios, y que luego tengamos que revertir esa decisión, como ha ocurrido en Brasil. Ese tipo de corrección es costosa y erosiona la credibilidad del Banco Central.

– **¿Se alinea con esta postergación del alcance de la meta?**

– Sin duda. Por eso me parecía