

# Puntos de Referencia

Edición online  
N° 479, abril 2018

## El momento económico internacional y nacional

Abril 2018

### Resumen

Rodrigo Vergara M.

La recuperación de la economía mundial sigue en curso. Las proyecciones de crecimiento para las principales economías del mundo han sido revisadas al alza. En Estados Unidos, la Zona Euro y Japón, se proyectan relativamente altas tasas de crecimiento, lo cual va acompañado de un bajo desempleo. Por su parte, se espera que China mantenga su elevado dinamismo y que América Latina tenga un repunte en su actividad, luego de varios años de pobre desempeño.

En este escenario, existen al menos dos tipos de riesgos que deben ser considerados: los financieros y los políticos. En lo financiero, sorpresas inflacionarias podrían llevar a aumentos inesperados de las tasas de interés, en un contexto de normalización monetaria. Al mismo tiempo, se observa un alza importante en el precio de una serie de activos, por lo que existe el riesgo de una fuerte corrección de estos precios ante noticias menos favorables. Finalmente, en el mundo emergente un riesgo latente es el aumento que ha habido en la deuda corporativa en moneda extranjera, muchas veces no cubierta por seguros de cambio.

En relación a los riesgos políticos, un nuevo orden mundial implica un mayor grado de fragilidad para el mundo emergente. A su vez, aún existe incertidumbre respecto al desenlace de las tensiones comerciales entre China y EE.UU.

La economía chilena, por su parte, viene mostrando un importante repunte en los últimos meses. Una parte relevante de dicha recuperación se explica por la baja base de comparación producto de la debilidad de la economía en el primer semestre de 2017, en lo que incidió, entre otros, la huelga de La Escondida.

El mercado laboral también muestra cifras favorables, donde se observa un repunte del empleo asalariado, en desmedro del cuenta propia. Asimismo, los indicadores de confianza en la economía muestran una fuerte alza en el último tiempo.

En este contexto, uno de los principales desafíos de la economía chilena es prolongar en el tiempo este repunte cíclico, y lograr un cambio de tendencia en el crecimiento de largo plazo. A su vez, dada la trayectoria del déficit fiscal y de la deuda pública en los últimos años, si, tal como lo ha dicho el gobierno, se pretende reducir el déficit estructural y estabilizar o reducir la deuda, será necesaria una política fiscal muy austera.

---

**Rodrigo Vergara M.** Investigador senior del CEP.

Este artículo corresponde a una transcripción de la presentación que realizó Rodrigo Vergara en el CEP el 5 de abril de 2018.

## 1. Introducción

La economía mundial está exhibiendo un repunte importante. Las principales economías del orbe han experimentado un mayor crecimiento, y las proyecciones para los años 2018 y 2019 han sido revisadas al alza. Se espera que Estados Unidos, la Zona Euro y Japón, tengan tasas de crecimiento relativamente altas. En el mundo emergente se proyectan tasas de crecimiento para los próximos dos años en torno al 5%. El dinamismo económico se mantiene en China y se espera un crecimiento promedio de 6,5% anual para 2018 y 2019. En América Latina también se observa un repunte en las perspectivas para los próximos dos años. Luego de varios años de bajo desempeño, la región crecería un 2,3% en promedio en ambos años.

Los indicadores de confianza mundiales ratifican este panorama más optimista, en cuanto exhiben un aumento de ésta en las principales economías del globo. Al mismo tiempo, las tasas de desempleo han ido a la baja.

A pesar de la buena situación económica actual, existen ciertos riesgos que hay tener en consideración, ya que podrían poner freno a esta reactivación económica. En primer lugar, existen riesgos financieros. Por un lado, Estados Unidos se encuentra en medio de un proceso de normalización monetaria. Se vislumbra que primero Europa y en un futuro más lejano Japón, darían comienzo a sus respectivos procesos de normalización monetaria. En este sentido, sorpresas inflacionarias podrían traducirse en que las tasas de política y las tasas de largo plazo suban más rápidamente que lo esperado. Al mismo tiempo, las bajas tasas de interés más la alta disponibilidad de financiamiento de la última década en los mercados globales, ha llevado a un alza importante en el precio de una serie de activos. Una fuerte corrección de estos precios ante noticias menos favorables, también es

un riesgo a considerar. En el mundo emergente el principal riesgo financiero propio dice relación con el aumento que ha habido en la deuda corporativa en moneda extranjera, muchas veces no cubierta por seguros de cambio.

En segundo lugar, existen riesgos políticos que en la actualidad parecen ser incluso más relevantes que los financieros. En el mundo se ha transitado desde un régimen basado en reglas a uno más discrecional, lo cual implica un mayor grado de fragilidad para el mundo emergente, ya que tiene menos voz en este nuevo orden y además el mundo se hace menos predecible. Por otro lado, las tensiones comerciales entre EE.UU y China han ido en aumento y aún es incierto dónde terminará dicho conflicto.

---

En relación a la coyuntura nacional, nuestra economía viene desde hace unos meses experimentando una importante recuperación.

---

En relación a la coyuntura nacional, nuestra economía viene desde hace unos meses experimentando una importante recuperación. Se ve una aceleración tanto en la actividad minera como en la no minera, aunque la primera lo ha hecho en mayor magnitud. No obstante, es probable que en el primer semestre de 2018 observemos mejores indicadores de actividad que el segundo semestre, debido a que el punto de comparación es más bajo.

En relación al mercado laboral, las cifras de empleo muestran que este ha ido repuntando, en cuanto a que la composición del crecimiento del empleo se ha sesgado mayormente a asalariados en des-

medro de los cuenta propia. Esto implica que la calidad del empleo creado es más alta.

La inflación se ha mantenido cerca del límite inferior del rango meta del Banco Central. De hecho, en marzo cayó por debajo de ese límite al ubicarse en 1,8%, esperándose que suba sobre el 2% a mediados de año y que de ahí siga una trayectoria gradual ascendente para converger a la meta de 3% durante el próximo año. Por otro lado, las tasas de interés de largo plazo se han mantenido estables, luego del alza que experimentaron durante la segunda parte de 2017.

Los indicadores de confianza en la economía, han mostrado una notable recuperación en el último tiempo. Sin embargo, un exceso de optimismo también genera cierta preocupación, ya que podría ser imposible satisfacer dichas expectativas.

---

El crecimiento de las economías avanzadas ha sido revisado al alza en 3 y 4 décimas para 2018 y 2019, respectivamente.

---

En el escenario actual todo indica que la recuperación económica se debe principalmente a factores cíclicos, donde mejores condiciones externas han ayudado considerablemente al repunte de la actividad, a lo que se agrega una baja base de comparación producto de la debilidad de la economía en el primer semestre de 2017. Por esta razón, es que es de suma importancia que se dediquen todos los esfuerzos necesarios para que este repunte cíclico se prolongue en el tiempo mediante un cambio de tendencia en el crecimiento de largo plazo.

Finalmente, dada la trayectoria del déficit fiscal en los últimos años, resulta clave frenar el incremento

de la deuda y ojalá a futuro revertirlo. Para ello será necesaria una política fiscal muy austera.

## 2. Situación Internacional

La economía mundial se encuentra en un buen pie. Las principales economías del orbe han experimentado un mayor crecimiento y las proyecciones han sido revisadas al alza. De acuerdo a la última proyección del Fondo Monetario Internacional, la economía global crecerá un 3,9% real en 2018, cifra superior en 2 décimas a la estimación realizada a fines del año pasado y superior en 4 décimas al crecimiento anual promedio en el periodo 1980-2017. Más aún, es el mayor crecimiento esperado para el mundo desde 2011.

Es clave en estas mejores perspectivas, que el mayor dinamismo se observa en prácticamente todas partes. El crecimiento de las economías avanzadas ha sido revisado al alza en 3 y 4 décimas para 2018 y 2019, respectivamente. Estados Unidos, la Zona Euro y Japón tendrán tasas de incremento de su actividad relativamente elevadas. El mundo emergente no se queda atrás y se espera que su crecimiento promedio en estos dos años llegue a 5%, cifra no observada desde 2013. China crecería en torno a 6,5% en promedio en ambos años, cifra que implica una revisión al alza en relación a las proyecciones previas. Es interesante constatar que el gigante asiático no sólo ha sido exitoso en su meta de mantener el dinamismo de su economía, si no también en cambiar la composición de su crecimiento hacia más consumo y menos inversión, y hacia más producción terciaria y menos primaria (gráficos 1 y 2). En América Latina, a pesar de que la magnitud de las tasas de crecimiento es bastante inferior, también se observa un repunte en las perspectivas para 2018 y 2019. La región pasaría de crecer un 1,3% en 2017 a un 1,9% en 2018 y un 2,6% en 2019, cifra, esta última, que iguala al crecimiento promedio en el periodo 1980-2017 (ver cuadro 1). Es importante destacar este fenómeno,

pues esta región venía mostrando desempeños muy pobres por ya varios años.

En resumen, los indicadores económicos muestran una economía mundial que está creciendo cada vez más y, lo que es llamativo, lo está haciendo de forma coordinada, situación que no se veía desde la crisis financiera global del 2008-2009.

Los indicadores de confianza mundiales ratifican este panorama más optimista, en cuanto exhiben un aumento de esta en las principales economías del globo. Al mismo tiempo, las tasas de desempleo han ido a la baja. A modo de ejemplo, el gráfico 3 muestra las tasas de desempleo en la Zona Euro, EE.UU. y Japón entre 2005 y 2018. Observamos que, en los tres casos, dichas tasas han ido bajando sostenidamente desde el año 2013. En Estados Unidos la tasa de desempleo es la menor desde principios de los 2000 mientras que en Japón es la menor en alrededor de 25 años. En Alemania, por su parte, la tasa de desempleo es la más baja desde la reunificación.

A pesar de la buena situación económica actual, no se puede perder de vista que existen riesgos que hay que tener en consideración, ya que podrían poner freno a esta reactivación en la economía mundial. En primer lugar están los riesgos financieros, que aunque parecieran estar acotados, imponen cierta incertidumbre en cuanto a la fortaleza y permanencia de esta recuperación. Estados Unidos se encuentra desde hace un tiempo en un periodo de normalización monetaria. La FED comenzó a subir gradualmente su tasa de política monetaria (TPM) a fines del año 2015, la cual pasó de un 0-0,25% en noviembre de ese año a un 1,5-1,75% en marzo del 2018 (ver gráfico 4) y se esperan entre dos y tres

**CUADRO 1:** Crecimiento Mundial

	Promedio 1980-2017	2016	2017	2018**	2019**
Mundo	3,5	3,2	3,7	3,9(3,7)	3,9(3,7)
Ec. Avanzadas	2,4	1,7	2,3	2,3(2,0)	2,2(1,8)
USA	2,6	1,5	2,3	2,7(2,3)	2,5(1,9)
Eurozona	1,5*	1,8	2,4	2,2(1,9)	2,0(1,7)
Japón	2,1	0,9	1,8	1,2(0,7)	0,9(0,8)
Ec. Emergentes	4,5	4,4	4,7	4,9(4,9)	5,0(5,0)
China	9,6	6,7	6,8	6,6(6,5)	6,4(6,3)
América Latina	2,6	-0,7	1,3	1,9(1,9)	2,6(2,4)

\*Corresponde al crecimiento promedio entre 1992 y 2017.

\*\* Proyección.

Fuente: FMI.

alzas más durante el 2018 y otras tantas en 2019. Si bien una normalización monetaria es en principio algo positivo, en cuanto implica que el país está cerrando sus brechas de capacidad producto de un mayor crecimiento, también es cierto que, en las actuales circunstancias, sorpresas de inflaciones mayores a las esperadas podrían llevar a que las tasas de política y sobre todo las tasas de largo plazo suban más que lo previsto. Ello aumentaría el costo y reduciría la disponibilidad de financiamiento al mundo emergente.

En la Zona Euro (ZE), Japón y Reino Unido, las tasas de política monetaria se han mantenido en niveles muy bajos (ver gráfico 5). No obstante, en la ZE ya se ha generado una discusión amplia sobre el inicio de la normalización monetaria, que incluiría primero la eliminación de las compras de activos (se menciona como fecha probable fines de este año) y luego el alza en la tasa de política (que sería en la primera parte del 2019). En Japón, con una inflación que aún sigue muy baja, algunos miembros del directorio del Banco de Japón han empezado a plantear la posibilidad de una normalización monetaria, aunque es una idea todavía muy preliminar y con poco apoyo. Por su parte, el Banco Central del Reino Unido aumentó la TPM en noviembre del

2017 de un 0,25% a un 0,5%, nivel que mantiene hasta la actualidad, pero parte del mercado espera un nuevo ajuste próximamente. Nuevamente, es importante recalcar que el riesgo de alzas bruscas en las tasas de interés es un riesgo acotado, en cuanto la inflación en todas estas regiones aún se encuentra por debajo de sus respectivas metas.

Un segundo riesgo financiero dice relación con el precio de los activos. Las bajas tasas de interés más la alta disponibilidad de financiamiento ha llevado a un alza importante en el precio de una serie de activos. Así, por ejemplo, el aumento en los índices accionarios en el mundo desarrollado ha sido importante. En particular, en Estados Unidos la razón precio/utilidad muestra una fuerte alza en los últimos años. Para mostrar este hecho usamos dos mediciones de la razón precio/utilidad. El pri-

---

En el mundo emergente el principal riesgo financiero propio dice relación con el aumento que ha habido en la deuda corporativa en moneda extranjera, muchas veces no cubierta.

---

mero es el indicador desarrollado por el destacado economista y premio Nobel, Robert Shiller, que corresponde al precio en términos reales, dividido por el promedio de las ganancias reales de los últimos 10 años para el índice S&P. Se trata de un indicador más suavizado, ya que se toman las utilidades de un período largo. El segundo indicador corresponde al precio dividido por el promedio de las ganancias de los últimos 12 meses para el índice S&P, también medido en términos reales. En el gráfico 6 vemos que el indicador precio/utilidad de Shiller, hoy en día está en niveles incluso superiores a los mostrados antes de la crisis financiera global. Ob-

servando el segundo indicador, con la serie menos suavizada (ver gráfico 7), vemos que su tendencia es al alza en los últimos años, aunque el nivel es menor al mostrado en la serie previa. Estos niveles en el precio de las acciones llevan naturalmente al riesgo de una corrección muy pronunciada. De hecho, los índices accionarios han caído en lo que va del año, aunque de forma moderada (ver gráfico 8), lo que es una señal de una corrección gradual.

A todo lo anterior se suma que el índice de volatilidad VIX, muestra un aumento considerable en el último tiempo (ver gráfico 9), lo que da cuenta de un escenario que, si bien es positivo, muestra algo más de fragilidad en el margen.

Es interesante también notar que, si bien la Reserva Federal es el banco central que más ha avanzado en la normalización de la política monetaria y que se espera que siga en esa senda, el dólar se ha debilitado en el último tiempo (ver gráfico 10). Se ha discutido ampliamente las razones de esta aparente contradicción y hay al menos dos explicaciones que podrían ayudar a entender este fenómeno. En primer lugar, es posible que la incertidumbre que genera la actual administración norteamericana se vea reflejada en el precio del dólar a nivel internacional. En segundo lugar, la normalización monetaria por parte de la FED era bastante predecible por parte del mercado. En contraposición, la posible normalización monetaria en Europa ha sido algo nuevo o sorpresivo para buena parte del mercado.

Finalmente, en el mundo emergente el principal riesgo financiero propio dice relación con el aumento que ha habido en la deuda corporativa en moneda extranjera, muchas veces no cubierta. En un escenario en que la situación económica empeore y la moneda local se deprecie, la mayor deuda y su denominación en moneda extranjera harían aumentar fuertemente el nivel de dicha deuda. Para instituciones multilaterales como el



FMI y el BIS se trata de un riesgo no menor para los países emergentes. El Banco Central de Chile ha estado atento a estos desarrollos y en su Informe de Estabilidad Financiera se ha hecho cargo de este tema, mostrando que para Chile el riesgo es acotado en cuanto las empresas, en su gran mayoría, toman cobertura contra el endeudamiento en moneda extranjera.

En China, por su parte, ya hace mucho tiempo llama la atención el fuerte incremento en el crédito al sector no financiero que pasó de cifras del orden de 120% del PIB a más de 200% del PIB en la última década. La buena noticia es que en el último tiempo esta tendencia se ha estabilizado (ver gráfico 11). En todo caso, estos niveles de deuda son elevados y en sí constituyen un riesgo que, de no manejarse bien, podría afectar a dicha economía. China es la mayor economía emergente por lejos y la segunda economía mundial, por lo que problemas en este país de seguro tendrían efectos en el resto del mundo y, en particular, sobre países para los que China es el principal destino de sus exportaciones, como Chile.

Pero no sólo hay riesgos financieros, también hay riesgos políticos que en la actualidad parecen más relevantes que los primeros. En el mundo se ha transitado desde un régimen basado en reglas a uno más discrecional, en el cual las negociaciones bilaterales cobran vital importancia. Esto genera un riesgo latente en el mundo emergente, para el cual es más difícil interactuar y hacerse oír en este nuevo orden mundial. De alguna manera esto implica más fragilidad para países pequeños y abiertos como Chile.

Por otro lado, las tensiones comerciales entre EE.UU y China, las mayores potencias económicas mundiales, han ido en aumento. Estados Unidos tiene un punto cuando pide mayor apertura comercial, mayor apertura para inversiones internacionales y mayor protección de propiedad intelectual a China. Pero, por otra parte, es evidente que el problema

del déficit externo de Estados Unidos no se soluciona con restricciones al comercio a un país con el cual tiene un gran déficit. Si Estados Unidos tiene un déficit externo importante es porque gasta más que su ingreso. Por lo tanto, la forma de solucionarlo es gastando menos o ahorrando más.

La probabilidad de que exista una guerra comercial es difícil de cuantificar, pero sin lugar a dudas ha ido en aumento. El escenario positivo sería que toda esta serie de anuncios sobre tarifas al comercio entre ambos países sea solo el paso previo a negociaciones conducentes a un buen acuerdo a futuro y que el comercio permaneciera abierto y libre en el mundo. Sin embargo, en estas materias se sabe cómo parte el conflicto, pero no cómo termina, y los riesgos están muy presentes.

---

Se ha recuperado tanto la actividad minera como la no minera, aunque la primera lo ha hecho en mayor magnitud.

---

### 3. La situación nacional

La economía nacional viene desde hace unos meses experimentando una importante recuperación. El IMACEC de febrero 2018, aumentó un 4% en relación al mismo mes el año anterior (ver gráfico 12). Se ha recuperado tanto la actividad minera como la no minera, aunque la primera lo ha hecho en mayor magnitud. Sin embargo, la recuperación en doce meses de la actividad minera se debe principalmente a la caída sufrida el año pasado durante la huelga de La Escondida. Es por ello que las tasas actuales de crecimiento de la actividad en el sector no son proyectables hacia el futuro. En esta misma línea, es probable que en el primer semestre del 2018 observemos mejores indicadores de actividad

que en el segundo semestre, debido a que el punto de comparación es más bajo (ver gráfico 13).

La demanda interna también se ha recuperado de la mano de la inversión. La formación bruta de capital fijo creció 2,7% en el cuarto trimestre del año pasado, luego de varios trimestres con cifras negativas. Debe recordarse que en términos anuales durante los últimos cuatro años la inversión ha caído. Para este año se espera un incremento en torno a 4%.

---

El empleo asalariado aumentó un 3,8% en febrero del 2018, cifra muy superior al -2,1% presentada en febrero del 2017, mientras que los cuenta propia cayeron 0,2%.

---

En relación al mercado laboral, las cifras de empleo muestran que este ha ido repuntando, y que la composición del crecimiento del empleo se ha sesgado mayormente a asalariados, que son trabajos más formales, y menos a cuenta propia, que son más informales. En efecto, el empleo asalariado aumentó un 3,8% en febrero del 2018, cifra muy superior al -2,1% presentada en febrero del 2017, mientras que los cuenta propia cayeron 0,2% en febrero, muy inferior al 8% que crecían un año atrás (ver gráfico 14). La tasa de desocupación nacional alcanzó un 6,7% en febrero del 2018, la cual está en el rango observado durante todo el 2017 (ver gráfico 15).

Los términos de intercambios también han mejorado, lo cual es parte del repunte de las condiciones externas antes mencionado. Mientras en 2017 los términos de intercambio subieron 9%, para este año se espera otro incremento cercano al 3%. Esto

viene a confirmar que Chile tiene el escenario propicio para retornar a mayores tasas de crecimiento.

La inflación se ha mantenido cerca del límite inferior del rango meta del Banco Central. De hecho en marzo cayó por debajo de ese límite al ubicarse en 1,8%, esperándose que suba sobre el 2% a mediados de año y que de ahí siga una trayectoria gradual ascendente para converger a la meta de 3% durante el próximo año. Por otro lado, las tasas de interés de largo plazo se han mantenido estables, luego del alza que experimentaron durante la segunda parte de 2017.

Los indicadores de confianza en la economía, Índice Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) e Índice de Percepción de la Economía (IPEC), han mostrado una notable recuperación en el último tiempo. El IPEC pasó de 37,3 en marzo del 2017 a 50 en marzo del 2018. El IMCE por su parte, aumentó de 45,12 a 54,34 en el mismo periodo de tiempo (ver gráfico 16). Hoy día, ambos indicadores han alcanzado niveles similares a los presentados en 2010, lo cual es evidentemente una muy buena noticia, en cuanto anticipan que los "espíritus animales" mantendrán el impulso de la economía. No obstante, un exceso de optimismo también genera cierta preocupación, en cuanto podría ser imposible satisfacer dichas expectativas. Por ejemplo, la mejora de las expectativas es similar a la que se vio luego de la crisis financiera internacional de 2008-2009. No obstante, es virtualmente imposible alcanzar las tasas de crecimiento de la economía de esos años. Recordemos que entre 2010 y 2012 la economía chilena creció 5,7% promedio por año. En este sentido, el mercado podría estar mostrando expectativas muy altas respecto al futuro, lo cual siempre conlleva un riesgo de desilusión.

En otro orden de cosas, es natural que surja la pregunta de si esta recuperación económica que estamos viendo viene dada por mejores condiciones

cíclicas o si es un cambio de tendencia. En el escenario actual todo indica que la recuperación económica se debe principalmente a factores cíclicos, donde mejores condiciones externas han ayudado considerablemente al repunte de la actividad, a lo que se agrega una baja base de comparación producto de la debilidad de la economía en el primer semestre de 2017.

El gráfico 17 muestra la variación anual del PIB tendencial entre 1990 hasta la proyección hecha para 2018. Podemos observar claramente que la tendencia es a la baja. Más aún, el crecimiento del PIB tendencial se estima en un 2,6% para el año 2018, lo cual constituye el segundo menor crecimiento del periodo 1990-2018, después del año 2010. Por esta razón, es que es de suma importancia que se dediquen todos los esfuerzos necesarios para que este repunte cíclico se prolongue en el tiempo y se produzca un cambio de tendencia en el crecimiento de largo plazo. Las iniciativas tendientes a reactivar la inversión y a aumentar la productividad, van en esa dirección. Destruabar y hacer más eficiente el proceso de aprobación de inversiones, junto con reformas para hacer más eficiente el estado y más dinámico el mercado laboral ciertamente ayudarían en este objetivo.

Finalmente, es importante mencionar un punto que ha sido de particular preocupación en los últimos años, que es el deterioro de las cuentas

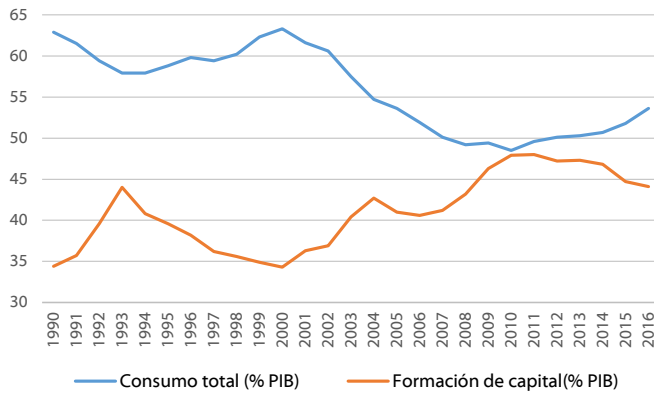
fiscales. Tal como se observa en el gráfico 18, el déficit fiscal promedio de los últimos cuatro años fue de 2,3% del PIB, lo que contrasta con los superávits que hubo en promedio durante las distintas administraciones desde el retorno a la democracia. Esto llevó a que la deuda pública pasara desde un 12,7% del PIB en 2013 a cerca de un 24% del PIB en 2017 (ver gráfico 19), lo que implica que casi se duplicó como porcentaje del PIB. Aunque la cifra en sí no es preocupante, dado que sigue siendo relativamente baja si la comparamos a nivel internacional, sí lo es su tendencia. En efecto, de seguir en esta trayectoria en 5 o 10 años Chile no sería el ícono de solvencia fiscal que ha sido durante las últimas décadas. Por lo tanto, es clave frenar el incremento de la deuda y ojalá a futuro revertirlo. Para ello será necesaria una política fiscal muy austera.

El gobierno ha anunciado que quiere ir reduciendo el déficit estructural, que el año pasado llegó a 2,0% del PIB. Dado que no se espera que los ingresos estructurales del Fisco crezcan a tasas elevadas, se proyecta que el gasto público va a tener que aumentar menos de un 3% en promedio por año a partir de 2019. Tal como se aprecia en el gráfico 18, esta es una cifra menor a la que se ha observado en los distintos gobiernos desde el retorno de la democracia. Ello mismo deja claro que no es un desafío menor y que, por lo mismo, hay riesgos fiscales hacia adelante.



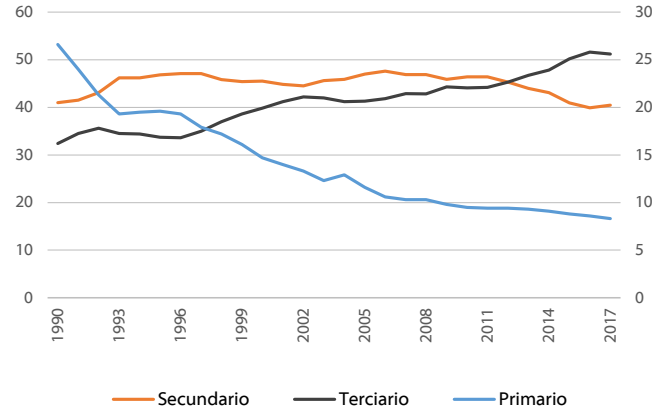
## Presentación de gráficos

**GRÁFICO 1: Consumo e Inversión en China**



Fuente: National Bureau of Statistics of China.

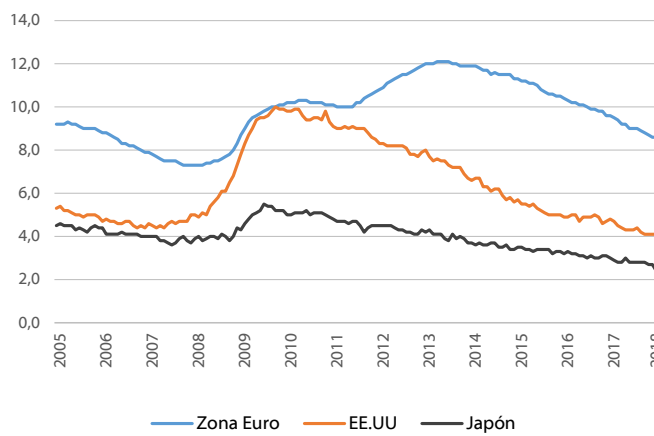
**GRÁFICO 2: Evolución de los sectores productivos en China**



Nota: Sector primario en el eje derecho.

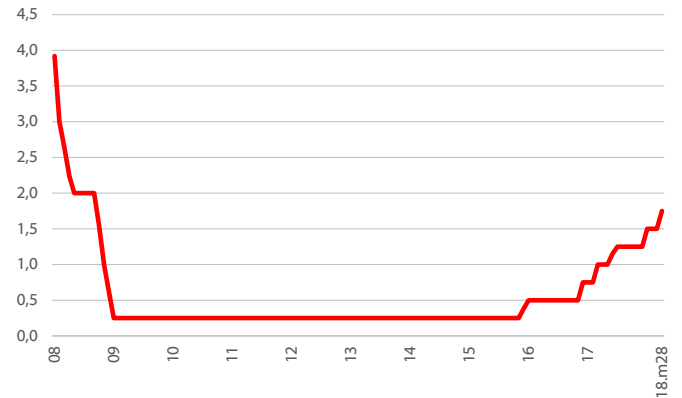
Fuente: National Bureau of Statistics of China.

**GRÁFICO 3: Desempleo Estados Unidos, Zona Euro y Japón**



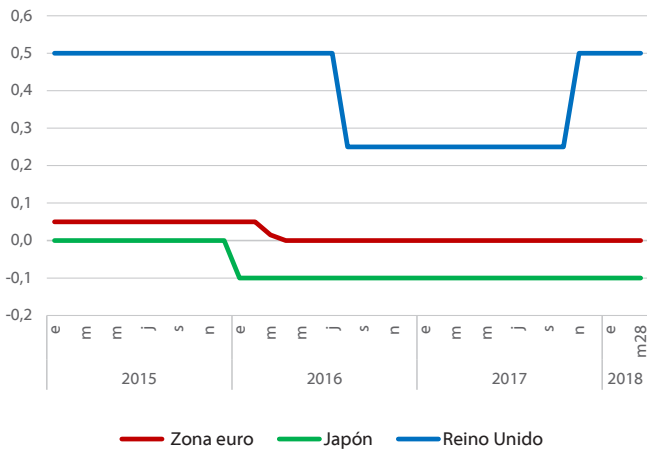
Fuente: Eurostat y Statistics Bureau of Japan.

**GRÁFICO 4: TPM EE.UU.**



Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO 5: TPM Zona Euro, Japón y Reino Unido**



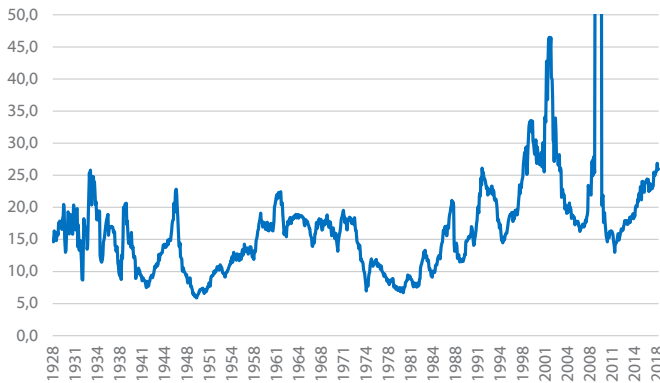
Fuente: Banco Central de Chile, Japón e Inglaterra.

**GRÁFICO 6: Indicador P/E de R. Shiller**



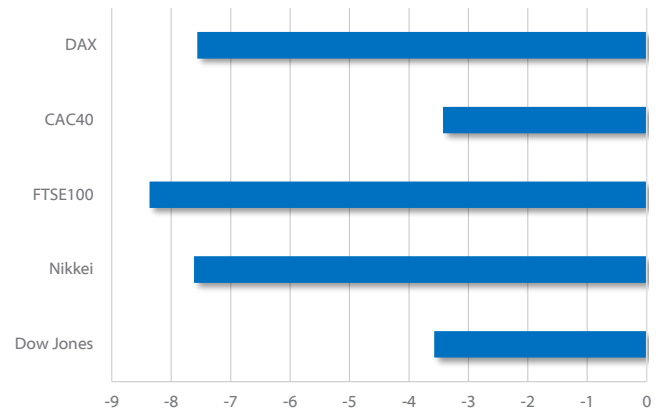
Fuente: Shiller online data.

**GRÁFICO 7: Indicador P/E**



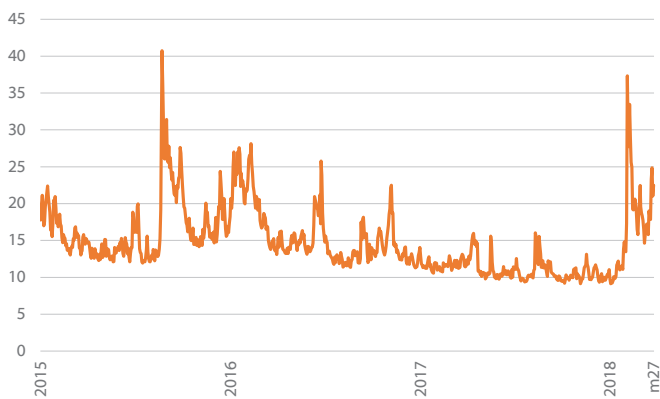
Fuente: Macrotrends.

**GRÁFICO 8: Variación bolsas del mundo**



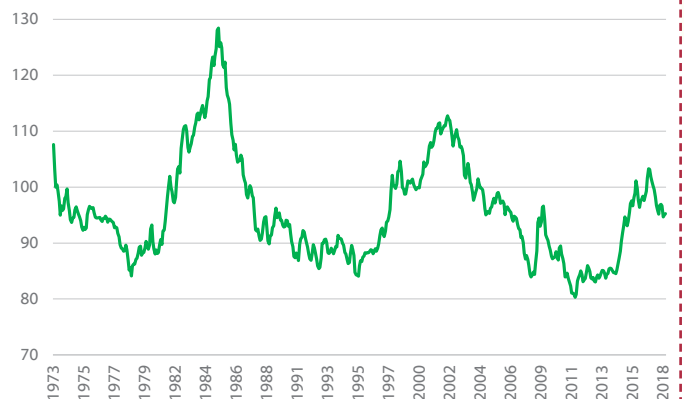
Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO 9: Índice de volatilidad VIX**



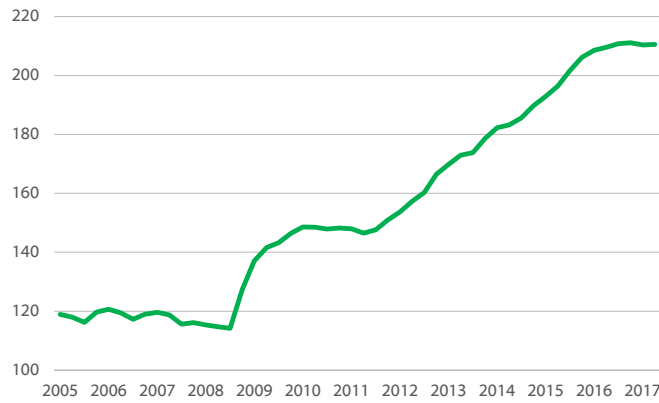
Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis.

**GRÁFICO 10: Dollar Index real**



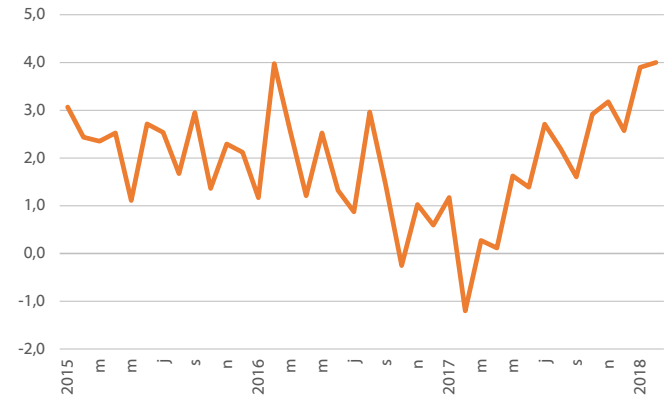
Fuente: Reserva Federal.

**GRÁFICO 11:** Crédito al sector no financiero en China



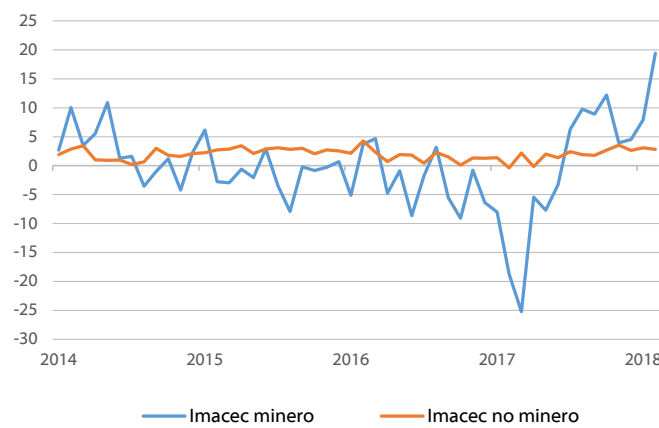
Fuente: BIS.

**GRÁFICO 12:** IMACEC



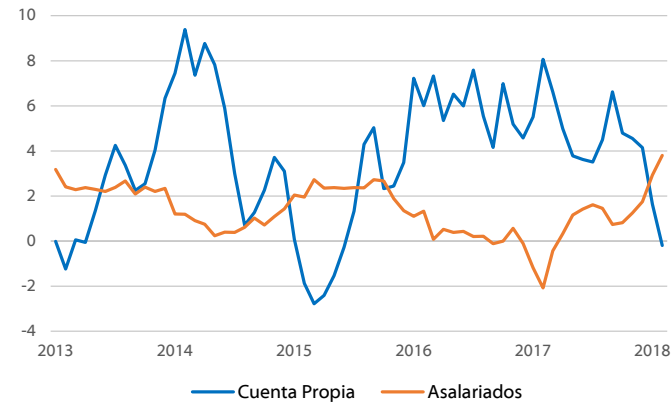
Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO 13:** Imacec minero y no minero



Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO 14:** Empleo asalariado y cuenta propia



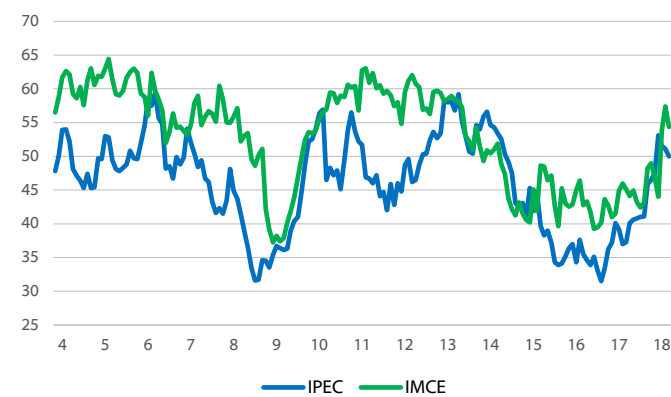
Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO 15:** Tasa de desempleo



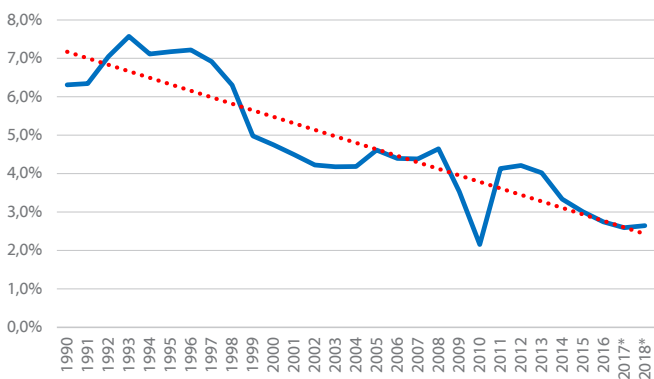
Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO 16:** IPEC e IMCE



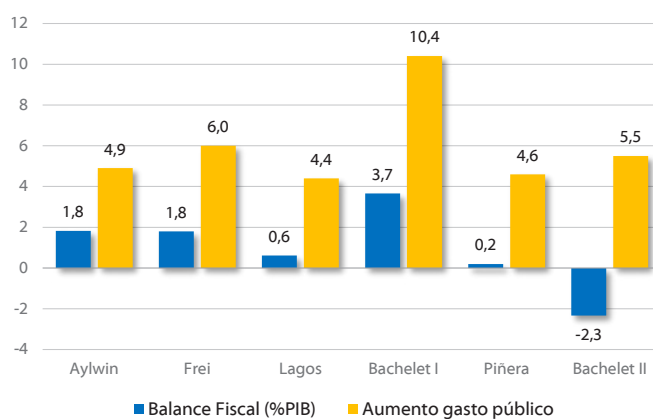
Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO 17: PIB tendencial**



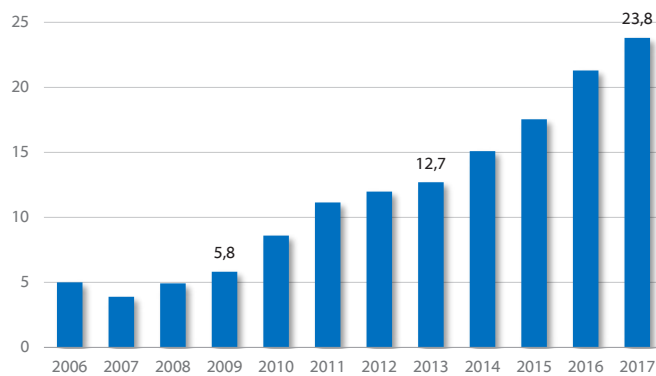
Fuente: Dipres.

**GRÁFICO 18: Déficit fiscal**



Fuente: Dipres.

**GRÁFICO 19: Deuda bruta**



Fuente: Dipres.