

## PERSPECTIVA ECONÓMICA DE MÉXICO

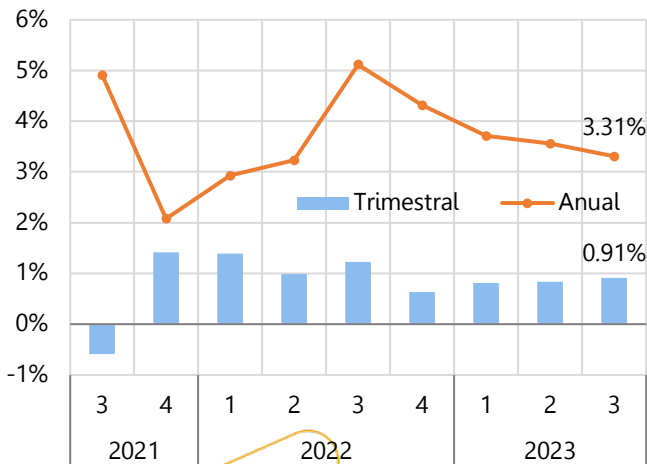
### Tercer trimestre 2023

#### Introducción

En el tercer trimestre del 2023, el Producto Interno Bruto (PIB) de México creció 0.91% respecto al trimestre inmediato anterior, según la estimación oportuna del INEGI (Fig. 1). Esta es la tasa de crecimiento trimestral más alta desde el tercer trimestre del 2022, y con ello el PIB acumula 8 trimestres consecutivos de crecimiento. Con respecto al mismo trimestre del año anterior, el PIB registró un crecimiento anual de 3.31%. Esta es la menor tasa anual desde el segundo trimestre del 2022, de modo que se continúa observando una desaceleración en el ritmo de crecimiento. Para efectos de comparación con el crecimiento económico de 4.9% publicado por Estados Unidos, la economía mexicana creció a una tasa trimestral anualizada de 3.7%.

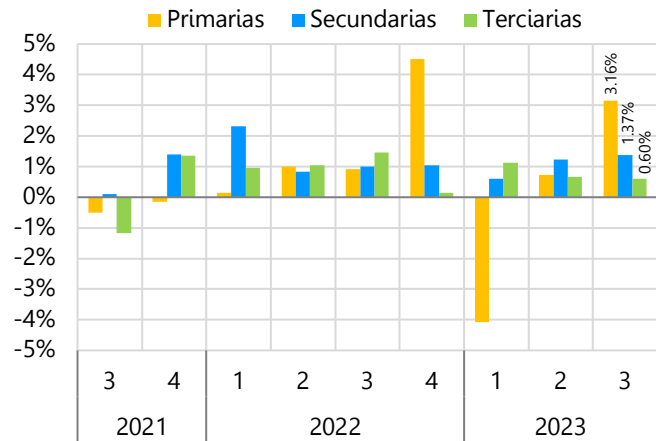
En el desglose según los grandes grupos de actividad económica, se observa que el mayor crecimiento se dio en el sector primario, con una tasa trimestral de 3.16%. Sin embargo, las actividades primarias solamente representan 4% del PIB, de modo que su contribución no es tan grande. En cambio, el crecimiento fue impulsado por el sector secundario, que creció 1.37% respecto al trimestre anterior, su mayor tasa desde el primer trimestre del 2022. Con esto, las actividades secundarias registraron su décimo mes consecutivo de expansión trimestral, algo no visto desde el periodo 3T 2009 – 3T 2012, en la recuperación de la Gran Recesión. Finalmente, las actividades terciarias (~58% del PIB) crecieron 0.60% trimestral, acumulando ocho trimestres consecutivos de crecimiento. A tasas anuales, las actividades primarias crecieron 5.34%, las secundarias 4.53% y las terciarias 2.52%.

**Fig. 1. Crecimiento del PIB, variación %**



Fuente: Grupo Financiero BASE con información de INEGI

**Fig. 2. PIB por actividad económica var. % trimestral**



Fuente: Grupo Financiero BASE con información de INEGI

Con el crecimiento del tercer trimestre, el PIB de México se ubica 4.42% por encima del nivel observado previo a la pandemia (2019) y 3.89% por encima del máximo que había registrado anteriormente en el tercer trimestre del 2018.

En 2023, la economía mexicana muestra un crecimiento promedio anual de 3.53%. Esto implica que aún y cuando la economía se estancara en el último trimestre del año y no creciera nada, el PIB del 2023 mostraría un crecimiento de 3.27%.

El mayor dinamismo en la economía mexicana durante el año ha sido consecuencia del crecimiento en el consumo y la inversión fija bruta, que en el tercer trimestre alcanzaron máximos históricos. Al consumo lo ha impulsado el crecimiento de la masa salarial, las remesas, las transferencias que el gobierno proporciona a varios grupos de la población y el otorgamiento de crédito. Por su parte, la inversión fija bruta ha alcanzado máximos históricos debido al *nearshoring* y a la construcción de obras de públicas.

Un alto crecimiento es algo muy positivo, pero hay que tomar en cuenta que la recuperación de México fue lenta en comparación con las 45 economías más grandes del mundo (Ver Anexo 1), en donde México se ubica en el lugar 31. También importan los factores que impulsan a la economía, pues no todo crecimiento es sostenible en el largo plazo. Finalmente, el PIB por habitante, una medida más fiel de lo que sucede en la economía, aún se encuentra debajo del nivel observado en 2018, y los pronósticos de crecimiento sugieren que apenas podría cerrar el sexenio con un crecimiento de 0.5%.

De hecho, el crecimiento impulsado en parte por transferencias del gobierno esboza un panorama en el que México podría estar siguiendo el modelo económico de Argentina. Para hacerlo viable, se necesitará recaudar más impuestos, lo que implicará en el largo plazo a una política fiscal restrictiva, que podría, entre otras cosas, frenar la llegada de inversión extranjera directa.

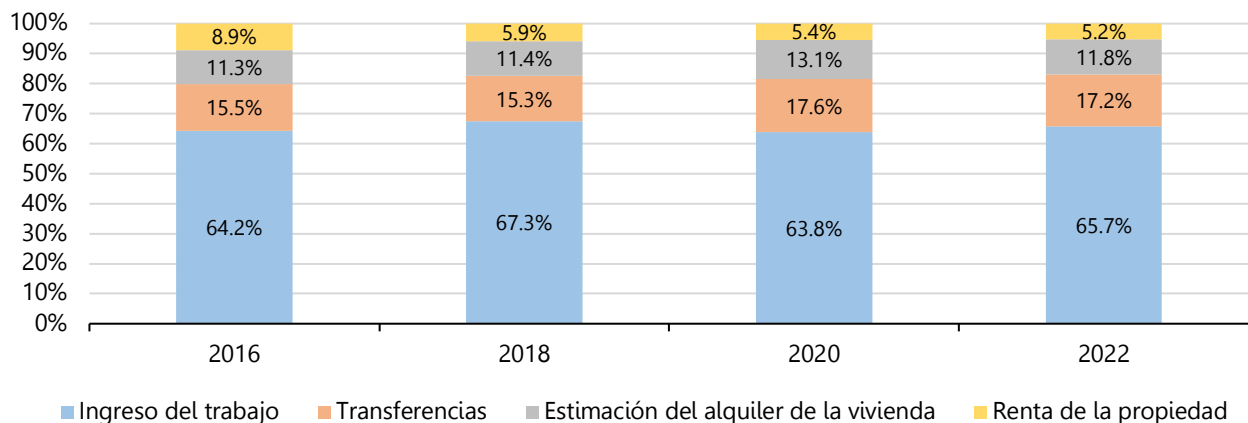
Para este año se estima que el PIB de México crecerá alrededor de 3.5%, para 2024 se estima un crecimiento entre 2.5% y 3% y para 2025 se estima un crecimiento de entre 0.8% y 1.0%, producto de 1) desaceleración económica en Estados Unidos, 2) menor gasto público en México y 3) acumulación de deuda de los consumidores.

Si en 2025 la recesión se materializa, esta administración habrá iniciado con una recesión y habrá heredado una recesión a la siguiente administración. Además, es posible que el siguiente sexenio tenga un crecimiento económico limitado, ante la incapacidad de llevar a cabo grandes obras de infraestructura y por la necesidad de llevar a cabo una reforma fiscal.

Entre los riesgos para la economía mexicana destacan: 1) alto déficit presupuestario para 2024, que presionará al alza a la inflación, obligará a mantener la tasa de interés en un nivel alto por más tiempo y podría propiciar cambios de estable a negativa en la calificación crediticia de la deuda soberana de México, 2) nuevos choques de oferta que generen presiones inflacionarias, 3) panel del maíz en el marco del TMEC, que podría fallar en contra de México, imponiendo sanciones comerciales, 4) posibilidad de panel en materia de energía en contra de México, en el marco del TMEC, 5) incertidumbre respecto a la política económica interna, 6) deterioro de la gobernabilidad, 7) mayor debilitamiento de las instituciones, 8) elecciones en México con la posibilidad de que la presidencia y la mayoría del Congreso queden en las manos de un solo partido, 9) volatilidad del tipo de cambio, 10) posibilidad de falta de infraestructura de energía eléctrica y agua, que frene el crecimiento de la inversión fija, 11) posibilidad de desaceleración económica en Estados Unidos a finales del 2024 y 12) elecciones en Estados Unidos por la posibilidad de políticas que incentiven el regreso de empresas a ese país, lo que frenaría la llegada de inversión fija a México por *nearshoring*.

### **Fuente del crecimiento económico de México**

De acuerdo con la Encuesta Nacional de Ingreso y Gasto de los Hogares (ENIGH), la proporción que representa el ingreso del trabajo sobre el ingreso total de las personas es de 65.7% al 2022, aumentando 1.9 puntos porcentuales (pp) respecto al 2020, pero ubicándose aún 1.6 pp debajo del observado en 2018 (Fig. 3). Por su parte, las transferencias han ganado 1.7 pp de participación en el ingreso total desde 2018. Si la masa salarial ha subido y las transferencias han ganado participación, implica que las transferencias han crecido a una tasa más acelerada que el ingreso por trabajo.

**Fig. 3. Principales fuentes de ingreso de los hogares**

Fuente: Grupo Financiero BASE con información de INEGI.

Este punto es relevante, pues los hogares han obtenido mayores ingresos por trabajo debido a la disminución en la tasa de desempleo y al aumento en el salario real, pero también por transferencias<sup>1</sup>. Esto sugiere que el flujo circular de la economía de México se ha acelerado, pero en parte debido a la gran cantidad de transferencias que el gobierno reparte y a las remesas que llegan del exterior.

Las transferencias que otorga el gobierno han crecido a un ritmo elevado y se espera que esto continúe en 2024 por ser año de elecciones. En México un componente importante de las transferencias son las pensiones no contributivas, explicadas principalmente por el programa de Pensión para el Bienestar de las Personas Adultos Mayores, con 92.8% del total y el programa para Personas con Discapacidad Permanente con 7.2% del total. Por su parte las pensiones contributivas incluyen las pensiones y jubilaciones planeadas del IMSS, ISSSTE, PEMEX, CFE y aportaciones a la seguridad social en los ramos generales.

En 2018 las pensiones no contributivas explicaban el 0.64% del gasto total del gobierno, mientras que las pensiones contributivas explicaban el 13.35%. En 2023 el 4.38% del gasto total presupuestado se destina a pensiones no contributivas y 15.33% para las pensiones contributivas, con el gasto en pensiones totales ubicándose en 19.71% del gasto total del gobierno. En el Paquete Económico 2024, se contempla que el gasto total en pensiones contributivas y no contributivas siga subiendo y explique el 22% del gasto total.

No solo las pensiones implican un mayor gasto para el gobierno. Existen otros programas sociales que implican transferencias del gobierno: Sembrando vida, Jóvenes construyendo el futuro, Programa de becas de educación básica, Beca universal para el Bienestar Benito Juárez de Educación Media Superior, Beca para el Bienestar Benito Juárez de Educación Superior, Programa para el bienestar de niñas y niños hijos de madres trabajadoras, La escuela es nuestra, Producción para el bienestar, Fertilizantes, Vivienda social, Programa nacional de reconstrucción y Precios de garantía. Para fines de comparación, el ejercicio del gasto en estos programas es equivalente al 67.8% del gasto en pensiones no contributivas. Esto significa que las transferencias que el gobierno otorga a varios grupos de la población representarán en 2024 casi el 25% del gasto total presupuestado.

Cabe mencionar que varios de estos programas no existían previo a la administración actual y en su lugar existían otros programas de asistencia, principalmente dedicados a la educación básica.

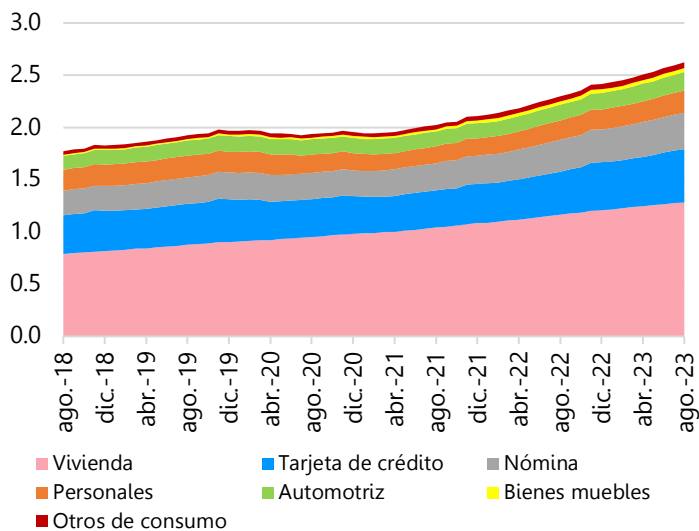
<sup>1</sup> Las transferencias incluyen: jubilaciones y pensiones; becas provenientes del gobierno y de instituciones; donativos en dinero provenientes de instituciones y otros hogares; ingresos provenientes de otros países; beneficios provenientes de programas gubernamentales; transferencias en especie de otros hogares; y transferencias en especie de instituciones.

Considerando el gasto total en pensiones y las transferencias por los programas mencionados, el gasto social como proporción del gasto total del gobierno subió de 18.04% en el primer año de la administración a 21.49% en el último año de ejercicio completo (2022). Como proporción del PIB, el gasto social subió de 4.16% en 2019 a 5.50% en 2022.

Las pensiones no contributivas y demás ayudas del gobierno en forma de transferencias no generan una mayor recaudación de impuesto sobre la renta y solo puede captarse un mayor ingreso para el gobierno a través del impuesto al valor agregado. Esto supone un cambio en el modelo económico de México, en donde ahora el gobierno sería el gran impulsor del consumo (y del crecimiento del PIB) al entregar transferencias. Este modelo es utilizado por Argentina<sup>2</sup>, país que se recuperó rápidamente de la crisis de la pandemia, pero que también ha tenido que caer en moratoria por no tener suficiente dinero para cumplir con sus obligaciones. Este tipo de modelo no es sostenible en el largo plazo.

Otro factor relevante en el crecimiento de México es el otorgamiento de crédito. De acuerdo con datos del Banco de México, la cartera de crédito vigente al sector privado no bancario creció a una tasa anual real de 5.54% en agosto, con el crédito al consumo creciendo 12.97%, impulsado por tarjetas de crédito (+17.15% anual), crédito automotriz (+13.91%), créditos de nómina (+10.47%) y créditos personales (+8.11%), mientras que el crédito de vivienda creció 5.45% anual (Fig. 5). El alza en el otorgamiento de crédito en México está sustentada sobre mejores perspectivas económicas y sobre la expectativa que el monto de transferencias que el gobierno reparte a varios grupos de la población subirá en 2024. Sin embargo, el crecimiento económico vía crédito solo es sostenible cuando el alza del ingreso real de las personas es mayor a lo que tendrán que pagar de intereses. De otra forma, comprar hoy implica sacrificar consumo futuro. Es decir, el crédito debe pagarse en algún momento, lo que obliga a los hogares a disminuir su consumo futuro.

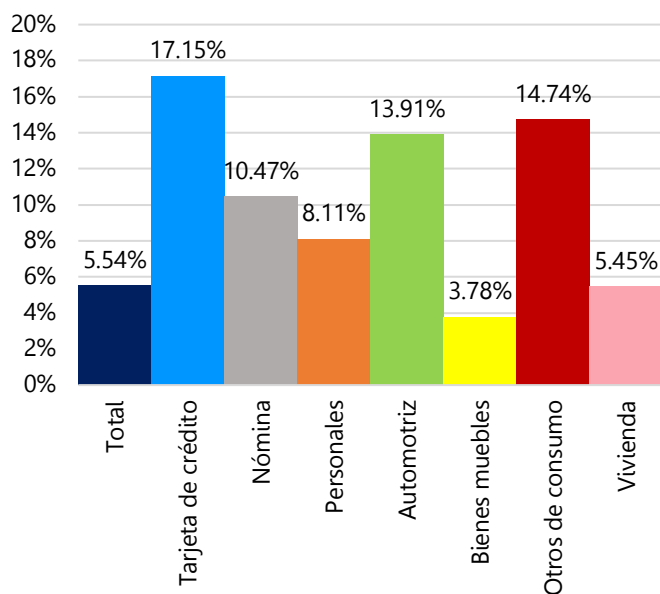
**Fig. 4. Cartera de crédito vigente otorgada al sector privado por la Banca Comercial\*, billones de pesos nominales**



\*Excluyendo el crédito a empresas, personas físicas con actividad empresarial y a intermediarios financieros no bancarios.

Fuente: Grupo Financiero BASE con información de Banxico.

**Fig. 5. Crecimiento real anual de la cartera de crédito vigente otorgada al sector privado por la Banca Comercial**



Fuente: Grupo Financiero BASE con información de Banxico.

<sup>2</sup> En Argentina, las pensiones no contributivas representaron entre 2001 y 2003 cerca del 3.9% de las pensiones totales. El crecimiento de las pensiones no contributivas ocurrió en los años de recuperación de la crisis del 2001, cuando se lanzaron y fortalecieron programas sociales destinados a mejorar la situación de personas en pobreza de forma "transitoria". En 2004 las pensiones no contributivas como proporción de las pensiones totales subieron a 5.5% y alcanzaron un máximo de 13.4% en 2014, para estabilizarse en un promedio de 11.3% en los últimos 10 años. Como proporción del gasto total del gobierno argentino, las pensiones contributivas se ubicaban cerca de 1.5% en 2004, subiendo hasta un máximo de 4.15% en 2013. A partir de ese año, las pensiones no contributivas se han ubicado entre 3 y 4% del gasto total. Sin embargo, las pensiones totales, que incluyen pensiones contributivas y no contributivas, muestran una lenta tendencia al alza desde 1994, pasando desde 26.88% del gasto en 2004 a 31.49% del gasto total en 2022. Incluyendo otras transferencias, el gasto social de Argentina explicó el 35.91% del gasto público total en 2022. Argentina se recuperó más rápidamente de la crisis del coronavirus, con relación a México, logrando una recuperación a niveles del 2019 desde el tercer trimestre del 2021. Se estima que parte de la rápida recuperación de Argentina se debe a las pensiones no contributivas y transferencias, que genera un mayor crecimiento del consumo y del PIB dado que se gasta la mayor parte de la transferencia recibida.

Además del consumo, la inversión fija bruta es otro componente del PIB que ha mostrado un repunte extraordinario, como consecuencia de la construcción de obras públicas, tales como el Tren Maya, la refinería Dos Bocas y el AIFA. Bajo circunstancias de rentabilidad social y finanzas públicas sanas, un mayor gasto en infraestructura es algo favorable. Sin embargo, ha habido incertidumbre alrededor de las obras de infraestructura de esta administración por la continua alza de sus costos, así como por el costo de oportunidad de los recursos<sup>3</sup>. Además, para 2024 se contempla un elevado déficit fiscal, el mayor desde 1988, que dejará sin espacio a la siguiente administración para hacer grandes obras de infraestructura. Esto implica que en 2024 seguirá el crecimiento en el sector construcción (en la parte no residencial) y en la inversión fija bruta, con nuevos máximos históricos, pero en 2025 se observarán desplomes en estos rubros al no haber espacio fiscal para nuevas obras.

Esto implica que el crecimiento observado en 2023 y probablemente en 2024 no es sostenible hacia adelante, pues carece de un motor que lo impulse más allá del esfuerzo que realiza el gobierno para construir obras públicas y dar dinero a las personas.

### Comercio Exterior

En los primeros tres trimestres del 2023, las exportaciones totales de México ascienden a 441,537 millones de dólares (mdd), mostrando un crecimiento de 2.70% respecto al mismo periodo del 2022.

Al interior de las exportaciones no petroleras, destaca que las manufacturas acumulan un crecimiento de 4.38%, impulsadas por el sector automotriz que acumula un crecimiento de 14.49%, mientras que las exportaciones acumuladas del resto de las manufacturas muestran una contracción anual de 0.42%. La caída en las exportaciones diferentes al sector automotriz está relacionada con la apreciación del peso frente al dólar y a la expectativa que se tenía sobre una posible recesión en Estados Unidos. Aunque los mismos factores aplican al sector automotriz, el incremento en las exportaciones de este sector se debe a la demanda rezagada por la escasez de chips en 2022. Esto implica que, si el peso se hubiera mantenido estable alrededor de los niveles observado en el 2022, las exportaciones manufactureras podrían estar mostrando un crecimiento de al menos 6.5%, en lugar del 4.38% observado.

Por su parte, las importaciones muestran una ligera contracción de 0.87% respecto al mismo periodo del 2022, debido a las importaciones de bienes intermedios que acumulan una contracción de 4.36%. Esta caída es parcialmente compensada por el crecimiento acumulado en las importaciones de bienes de consumo (+6.45%), favorecidas por la apreciación del peso, y por las importaciones de bienes de capital (+22.18%), impulsadas por el *nearshoring*.

Es importante mencionar que las importaciones petroleras acumulan una contracción de 29.64%. debido a la disminución en el precio del petróleo y sus refinados. De este modo, la balanza comercial de los primeros tres trimestres del 2023 es deficitaria en 10,084 mdd, disminuyendo respecto al déficit de 25,651 mdd en el mismo periodo del 2022. Al interior, este déficit está explicado por la balanza petrolera, que muestra un déficit de 16,628 mdd, mientras que la balanza no petrolera es superavitaria en 6,545 mdd.

También es importante señalar que la huelga de trabajadores del sector automotriz en Estados Unidos, que inició el 15 de septiembre y se extendió durante octubre, tuvo un efecto negativo sobre la manufactura en México. Al 31 de octubre solamente se ha logrado un acuerdo entre el sindicato de trabajadores del sector automotriz con Ford y Stellantis, pero no se han alcanzado un acuerdo con General Motors. Esta huelga afectó a la industria automotriz y en un efecto dominó a otro tipo de manufactura que sirve de proveeduría a la industria automotriz. Como consecuencia de la huelga, de la apreciación del peso y del un menor dinamismo en las exportaciones no automotrices, se espera ahora que las exportaciones totales de México crezcan 4% en 2023, revisado a la baja desde el 4.5% estimado anteriormente.

<sup>3</sup> Durante la pandemia prácticamente no hubo estímulos fiscales con el objetivo de no endeudar al gobierno. Sin embargo, podrían haberse redireccionado temporalmente los recursos destinados a las grandes obras de infraestructura de esta administración, para detener la caída del PIB y sentar las bases para una recuperación más rápida.

Cabe destacar que el crecimiento de las exportaciones ha sido revisado varias veces a la baja este año, por la posibilidad de recesión en Estados Unidos que se tenía hasta mayo y por la apreciación del peso mexicano.

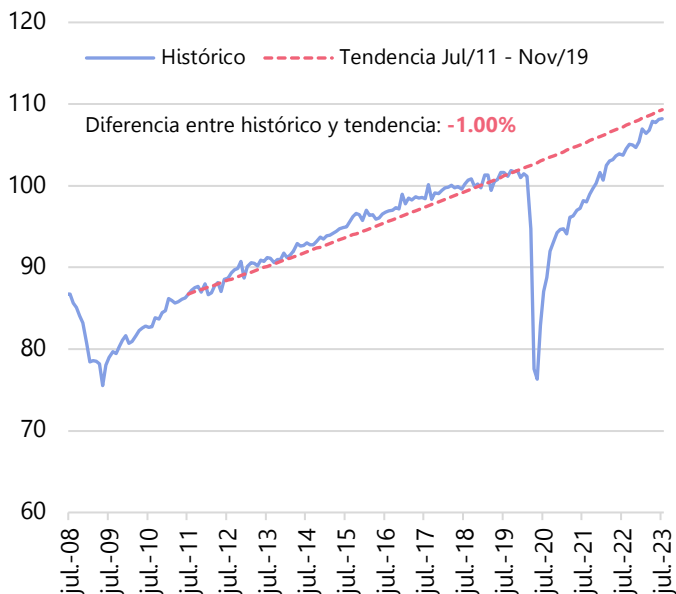
## Consumo

El consumo es el principal componente del PIB de México. Sus determinantes son: la masa salarial, otros ingresos de las personas (transferencias), la inflación, las expectativas económicas, la confianza del consumidor y la tasa de interés. El Indicador Mensual de Consumo Privado en el Mercado Interior publicado por el INEGI mostró en julio del 2023 (dato más reciente) un crecimiento anual de 4.29%, con el cual acumula 29 meses consecutivos de tasas de crecimiento anuales positivas. En julio del 2023, este indicador se ubicó en su máximo nivel desde que comenzó la publicación de la serie en enero de 1993. Con esto, el indicador de consumo muestra un crecimiento de 6.97% respecto a su nivel pre-pandemia.

Analizando el indicador de consumo privado por sus componentes, se observa que el mayor crecimiento se está dando en el consumo de bienes importados, que en los últimos 12 meses (de julio 2022 a julio 2023) ha crecido 19.09%. Esto se debe principalmente al fortalecimiento del peso mexicano frente al dólar estadounidense, que en ese mismo periodo mostró una apreciación de 17.7%. En cambio, el consumo de bienes y servicios de origen nacional solamente mostró un crecimiento anual de 1.21% en julio del 2023, impulsado por el consumo de servicios, que creció 3.47%, mientras que el consumo de bienes disminuyó 0.79%.

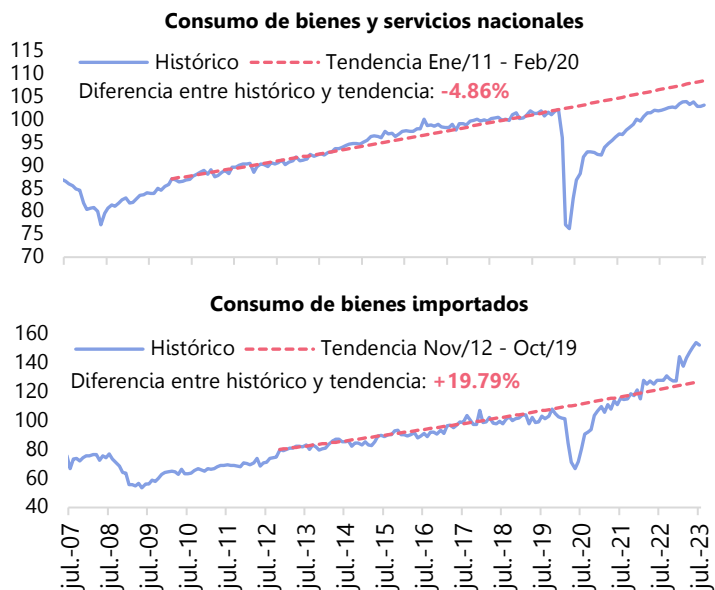
Al comparar la evolución reciente del indicador de consumo con la tendencia histórica previa a la crisis de la pandemia, se observa que el indicador se encuentra muy cerca del nivel al que habría llegado en un escenario hipotético sin pandemia (Fig. 6). De este modo, la aceleración en el consumo puede entenderse como un retorno al nivel de gasto normal. Al interior, el consumo de los bienes importados se sitúa 17.79% por encima de lo que su tendencia de largo plazo sugiere. En cambio, el nivel de consumo de bienes y servicios nacionales se ubica 4.86% por debajo de su tendencia (Fig. 7).

**Fig. 6. Indicador del consumo privado en el mercado interior**



Fuente: Grupo Financiero BASE con información de INEGI.

**Fig. 7. Consumo de bienes y servicios nacionales vs. importados**



Fuente: Grupo Financiero BASE con información de INEGI.

## Confianza del Consumidor

Uno de los principales determinantes del consumo es la confianza del consumidor. Un consumidor que se encuentra optimista optará por gastar, mientras que un consumidor con miedo mostrará cautela en su gasto, frenando a la economía. El Indicador de Confianza del Consumidor (ICC), alcanzó en septiembre de 2023 (dato más reciente) 46.84 puntos, siendo

el segundo nivel más alto en registro, superado solamente por el dato de febrero del 2019<sup>4</sup>. Los componentes que han impulsado este incremento en la confianza son los de la situación económica del país hoy en día comparada con la de hace 12 meses, que ha crecido 8.20 puntos anual, y el de las posibilidades de los consumidores realicen compras de bienes duraderos, que ha crecido 6.87 puntos y se encuentra en su mayor nivel desde diciembre del 2002.

Por el contrario, los componentes que menos han crecido son los dos que se refieren a la situación económica de los hogares en específico. Esto señala que los consumidores están optimistas respecto a la situación general del país, pero no tanto respecto a su propia situación. Asimismo, el que menos ha crecido es el de situación económica del hogar en los próximos 12 meses, quizá por el temor de que la economía entre en recesión.

## Remesas

El dato más reciente de remesas publicado por el Banco de México, correspondiente a agosto del 2023, mostró un crecimiento anual de 8.58%, acelerándose respecto a los dos meses anteriores. Con esto, el flujo acumulado de remesas en los primeros ocho meses del año alcanzó un total de 41,459 millones de dólares, una cifra 9.27% mayor a la acumulada en el mismo periodo del 2022. Asimismo, las remesas que ha recibido México en estos primeros ocho meses supera al total de remesas que se recibieron en todo el 2020.

En los últimos 12 meses (septiembre 2022 a agosto 2023) el total de remesas recibidas fue de 62,028 millones de dólares, superando el nivel de 60 mil millones por quinto mes consecutivo y acumulando 40 meses consecutivos al alza. Sin embargo, es importante hacer la distinción entre el flujo de remesas en dólares nominales y lo que este flujo representa en pesos reales para los hogares que las reciben, ya que esto captura de mejor manera el impacto que representa en su poder adquisitivo.

Como ya se mencionó, en agosto 2023 las remesas crecieron a una tasa anual de 8.58%. Sin embargo, considerando que en el periodo de agosto 2022 a agosto 2023 se tuvo una inflación acumulada de 4.64% y que el peso mexicano se apreció 15.63% frente al dólar, la variación anual real en las remesas en pesos fue de -12.45% (Fig. 8). Con esto, agosto marcó el décimo mes consecutivo de contracciones anuales en el poder adquisitivo de las remesas, algo que no sucedía desde agosto del 2013.

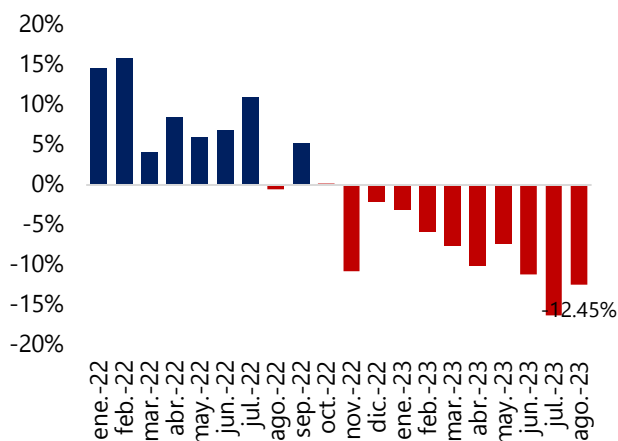
Considerando una expectativa de crecimiento de remesas en dólares de 8.1% en 2023, una proyección de inflación de 4.6% al cierre del año y un tipo de cambio en 18 pesos por dólar promedio para el resto del año, se estima que el poder adquisitivo de las remesas registrará una contracción anual de 9.2% en el 2023, que sería la primera caída desde 2013 y la mayor desde 2010.

## Mercado Laboral

Según la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) publicada por INEGI, en el tercer trimestre la población ocupada creció en 412,146 personas, mientras que la desocupada solamente aumentó en 152,089. Con esto, la tasa de desempleo aumentó ligeramente de 2.66% en junio a 2.70% en septiembre según cifras desestacionalizadas, pero sigue en niveles históricamente bajos. El dato de 2.66% de junio es el más bajo que se tiene en registro según la serie del ENOE que comienza en 2005. Por su parte, la tasa de desempleo urbano se ubicó en 3.35% en septiembre, también cerca de su mínimo histórico de 3.26% que alcanzó en junio de este año.

<sup>4</sup> Coincidentemente también en febrero 2019 se alcanzó máximo histórico en la tenencia de valores gubernamentales en manos de extranjeros. Esto podría señalar que, tanto nacionales como extranjeros, alcanzaron su punto máximo de confianza sobre la economía mexicana. No obstante, confianza del consumidor en México y tenencia de valores gubernamentales muestran comportamientos sin ninguna relación estadística y mientras la confianza del consumidor se ubica nuevamente en niveles altos, la tenencia de valores gubernamentales en manos de extranjeros sigue mostrando disminuciones, acumulando salidas de capitales de México en 3 de los últimos 4 años.

**Fig. 8. Crecimiento anual del poder de compra de las remesas en México**



Fuente: Grupo Financiero BASE con información de INEGI.

Dentro de la Población No Económicamente Activa (PNEA), la población disponible para trabajar (aquellas personas que no buscan trabajo, pero aceptarían uno si se los ofrecieran) aumentó en 328,676 personas, con el cual se calcula la tasa de desempleo extendida, que también se le conoce como el desempleo "encubierto". Esta tasa de desempleo extendida se ubicó en septiembre en 10.70%, también un nivel bajo y cercano a los mínimos históricos que se observaron a mediados de este año.

Respecto a la subocupación laboral, la tasa se ubicó en 8.17% en septiembre, de modo que se estima que cerca de 4.83 millones de personas tienen la necesidad y la disponibilidad de trabajar horas adicionales a las que su ocupación actual les exige. A pesar de que la tasa de desempleo ha disminuido considerablemente y se encuentra en niveles históricamente bajos, es importante tomar en cuenta que muchas de estas personas se encuentran en subocupación. De hecho, el porcentaje de subocupación actual es mayor a los observados antes de la pandemia, entre 6% y 7%.

Finalmente, la tasa de informalidad laboral permanece alta en 54.3%. Esto representa un grave problema para el país, ya que no solo afecta los derechos y el bienestar de los trabajadores, sino que también se traduce en menores ingresos para el gobierno y complica el desarrollo de un mercado eficiente.

Esto implica que el mercado laboral se encuentra lejos de un óptimo en México y podría moverse hacia mejores condiciones si se aprovechara mejor la oportunidad del *nearshoring*, por la mayor creación de empleo en el sector formal.

**Tabla 1. Resumen de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE)**

Concepto	Pre-COVID-19		COVID-19	Recuperación		
	Feb-20	Mar-20	Abr-20	Sep-22	Ago-23	Sep-23
<b>PEA (millones)</b>	<b>57.45</b>	<b>57.12</b>	<b>44.86</b>	<b>59.48</b>	<b>60.98</b>	<b>60.84</b>
Ocupados	55.43	55.46	42.76	57.49	59.18	59.09
Desocupados	2.03	1.66	2.10	1.98	1.80	1.75
<b>PNEA (millones)</b>	<b>38.02</b>	<b>38.39</b>	<b>50.23</b>	<b>40.26</b>	<b>39.76</b>	<b>39.96</b>
Disponible	5.59	5.79	19.94	5.74	5.29	5.33
No disponible	32.42	32.59	30.29	34.52	34.47	34.63
<b>Tasa de desempleo nacional</b>	<b>3.65%</b>	<b>3.31%</b>	<b>4.68%</b>	<b>3.13%</b>	<b>2.72%</b>	<b>2.70%</b>
<b>Tasa de desempleo urbano</b>	<b>4.65%</b>	<b>4.10%</b>	<b>5.13%</b>	<b>3.89%</b>	<b>3.33%</b>	<b>3.35%</b>
<b>Tasa de desempleo extendido</b>	<b>12.09%</b>	<b>11.85%</b>	<b>34.01%</b>	<b>11.85%</b>	<b>10.70%</b>	<b>10.70%</b>
<b>Tasa de participación</b>	<b>60.56%</b>	<b>60.17%</b>	<b>47.19%</b>	<b>59.78%</b>	<b>60.35%</b>	<b>60.53%</b>
<b>Tasa de subocupación</b>	<b>8.63%</b>	<b>9.06%</b>	<b>25.40%</b>	<b>7.88%</b>	<b>7.91%</b>	<b>8.17%</b>
<b>Tasa de informalidad</b>	<b>56.11%</b>	<b>55.56%</b>	<b>48.02%</b>	<b>55.46%</b>	<b>55.09%</b>	<b>54.18%</b>

Fuente: Grupo Financiero BASE con información de INEGI.

Respecto al empleo privado formal, el Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) reportó en septiembre un total de 22,129,433 puestos de trabajo asegurados, representando un incremento de 3.36% respecto al mismo mes del año anterior. Si bien el empleo privado formal sigue creciendo, lo está haciendo a un ritmo menor al observado el año anterior. La cantidad de puestos de trabajo creados en los primeros nueve meses del año fue de 756,537, una cifra 4.14% menor a la del mismo periodo del 2022. No obstante, es importante tomar en cuenta que en el 2022 el mercado laboral todavía se encontraba terminando su recuperación de la crisis de la pandemia y que el crecimiento observado en el 2023 se ha dado por encima del nivel pre-pandemia.

También es importante recalcar que la expansión reciente en el mercado laboral se ha dado en un entorno de política monetaria restrictiva. En la última minuta de la decisión de política monetaria del Banco de México, los miembros de la Junta de Gobierno expresaron sus preocupaciones respecto a la fortaleza del mercado laboral, pues el crecimiento de los



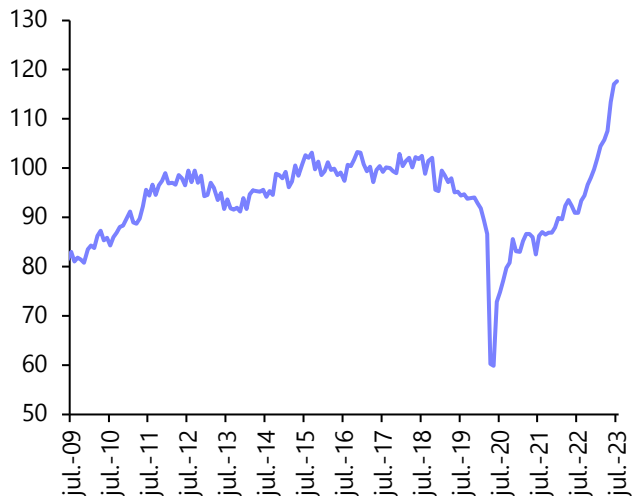
salarios sigue siendo elevado, propiciando presión sobre la inflación. La política monetaria opera con un rezago temporal, de modo que el impacto de las altas tasas de interés no se ha reflejado por completo en la economía real.

**Inversión**

El dato más reciente del indicador mensual de Inversión Fija Bruta (IFB) que publica el INEGI mostró un crecimiento anual de 29.5% en julio del 2023, la mayor tasa anual desde mayo del 2021 (Fig. 9). No obstante, ese dato de mayo 2021 fue meramente un efecto rebote de la baja base de comparación de mayo 2020 provocada por la pandemia. Ignorando las tasas del efecto de recuperación de la pandemia, el crecimiento anual de julio del 2023 es el mayor en registro. Este repunte en el crecimiento observado en 2023 ha llevado al indicador de inversión fija bruta a alcanzar un nuevo máximo histórico, que además supera en 13.9% al que se había registrado previamente en noviembre del 2016.

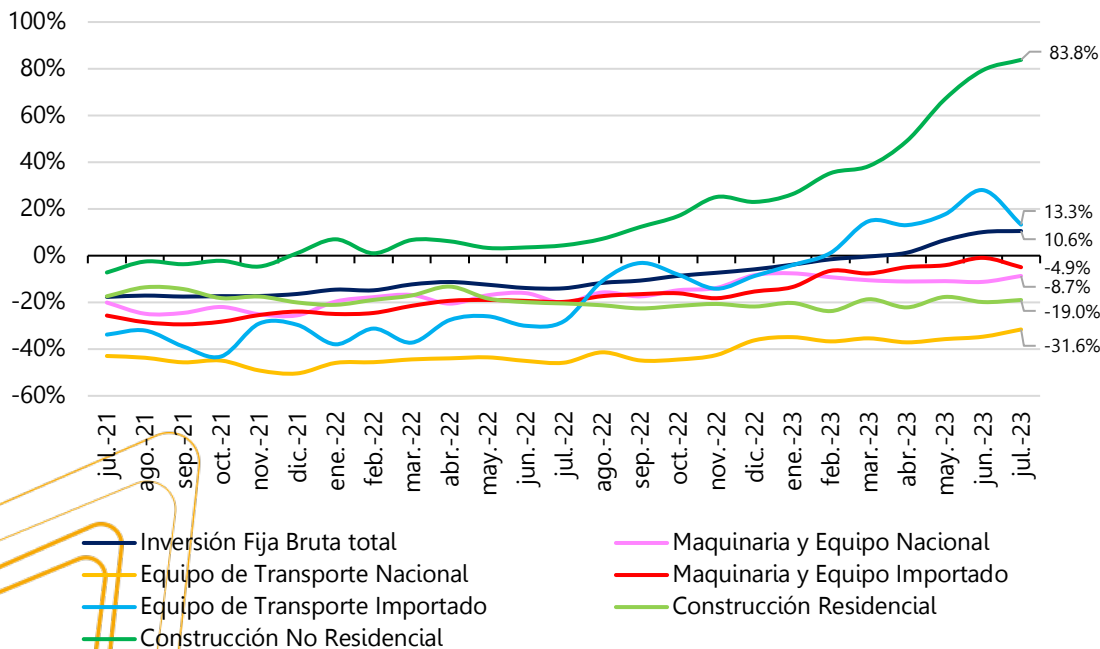
Si bien el crecimiento se ha dado de manera generalizada en los componentes del indicador, el que más ha contribuido es el de la construcción no residencial, que en julio mostró un crecimiento anual de 70.91%, la tasa anual más alta en registro. Esto puso fin a una tendencia negativa en la construcción no residencial que se observaba desde el 2011. De hecho, si se compara el nivel actual del indicador de la construcción no residencial con el nivel sugerido por la continuación de su tendencia de largo plazo, este se ubica 83.8% por encima de la tendencia (Fig. 10).

**Fig. 9. Inversión Fija Bruta, 2018=100**



Fuente: Grupo Financiero BASE con información de INEGI.

**Fig. 10. Desempeño de los componentes de la IFB con respecto a su tendencia de largo plazo**



Fuente: Grupo Financiero BASE con información de INEGI.

La mayor parte de este crecimiento se debe a la inversión en obra pública, lo cual es evidente en las cifras de la Encuesta Nacional de Empresas Constructoras (ENEC) y en las cifras de Cuentas Nacionales, que muestran fuertes crecimientos en la construcción de obras de ingeniería civil, sector en el que el gobierno participa con aproximadamente 85% del total. Esto presenta el riesgo de un estancamiento en la inversión en los próximos años, pues dado el nivel de endeudamiento público en 2023 y el propuesto para el 2024 según el Proyecto de Presupuesto de Egresos de la Federación, es poco viable que el gobierno logre mantener estos niveles de inversión en obra pública más allá del 2024 sin comprometer su calidad crediticia y la sostenibilidad de las finanzas públicas. Esto implica que en 2024 la inversión fija bruta podría seguir creciendo, alcanzando máximos históricos, para luego desplomarse en 2025 ante la falta de presupuesto del gobierno para realizar grandes obras de infraestructura.

Cabe destacar que la inversión fija bruta también ha crecido fuera de lo que es la construcción no residencial. La inversión en maquinaria y equipo también se encuentra en niveles históricamente altos, creciendo 20.27% anual en julio del 2023, con la inversión en equipo de transporte nacional creciendo a una tasa anual de 36.00% y el importado 61.64%. Asimismo, la inversión en maquinaria, equipo y otros bienes distintos al equipo de transporte nacional e importado crecieron 23.09% y 17.91%, respectivamente.

Grupo Financiero BASE estima que la inversión fija bruta crecerá 18% en el 2023, mostrando una clara aceleración que, como ya se mencionó, se debe principalmente al incremento en el gasto en obra pública.

También es importante tener en cuenta algunos riesgos ya conocidos para la inversión en el país. Si bien el *nearshoring*<sup>5</sup> presenta una gran oportunidad para la economía mexicana de recibir Inversión Extranjera Directa (IED) y ya se está reflejando, el gobierno debe asegurarse de que el entorno institucional es apropiado para atraer la inversión y mantenerla.

Actualmente, México enfrenta una disputa comercial debido a presuntas violaciones al T-MEC, abiertas por los gobiernos de Estados Unidos y Canadá.

- Las acusaciones de que México violó el T-MEC al prohibir el uso de maíz transgénico ya se llevó a la etapa de panel de resolución de controversias después de que no se llegara a un acuerdo en la etapa de consultas. El panel de maíz es un riesgo para México, pero sobre todo puede ser considerado como una advertencia, pues el tema energético es mucho más relevante en tamaño e impacto que las sanciones tendrían sobre México.
- En julio del 2022, los gobiernos de Estados Unidos y Canadá acusaron a México de favorecer a las empresas estatales en materia energética, afectando los intereses de las empresas privadas y violando principios de competencia económica. A pesar de que no se llegó a un acuerdo formal entre los gobiernos, esta disputa parece estar en una pausa. Sin embargo, en septiembre del 2023, la agencia Reuters, citando fuentes anónimas, reportó que el presidente de Estados Unidos, Joe Biden, ha solicitado a las empresas interesadas que documenten las presuntas violaciones al tratado y preparen sus declaraciones.

<sup>5</sup> Relocalización de empresas a un país cercano a donde desean exportar.

## Inflación y Política Monetaria

La inflación mantiene su tendencia a la baja, ubicándose en la primera quincena de octubre en una tasa anual de 4.27%, siendo la menor tasa desde la primera quincena de marzo del 2021. La inflación subyacente, que determina la trayectoria de la inflación general en el mediano y largo plazo, muestra una tendencia a la baja, pero sigue ubicándose en una tasa elevada de 5.54% anual. En particular, se observa resistencia a bajar de la inflación de servicios, que se ubicó en una tasa anual de 5.33% y desde la segunda quincena de julio del 2022 ha oscilado entre 5.00% y 5.73%, con una tendencia lateral. La inflación no subyacente, que incluye los productos cuyo precio es más volátil (energéticos y productos agropecuarios), se mantiene en niveles bajos al ubicarse en 0.48% anual en la primera quincena de octubre. Así, se puede decir que la tendencia a la baja de la inflación general se debe principalmente a la baja inflación no subyacente (Fig. 11).

Esto conlleva riesgos. La inflación subyacente mantiene una lenta tendencia a la baja y la inflación de servicios se ha mantenido estable por arriba de 5% desde julio del 2022. Debido a que el componente subyacente determina la trayectoria de la inflación en el mediano y largo plazo, su persistencia en alto niveles eleva el riesgo de desanclaje de expectativas.

Además, la inflación no subyacente, al ser un componente volátil, implica el riesgo de un repunte en precios y, por lo tanto, existe la posibilidad de un repunte de la inflación general ante eventos que ocasionen fluctuaciones de precios de productos agropecuarios y energéticos, como sequías y otras condiciones climáticas adversas, restricciones de oferta y conflictos militares, factores que son difíciles de predecir y sobre los que la política monetaria no tiene efecto.

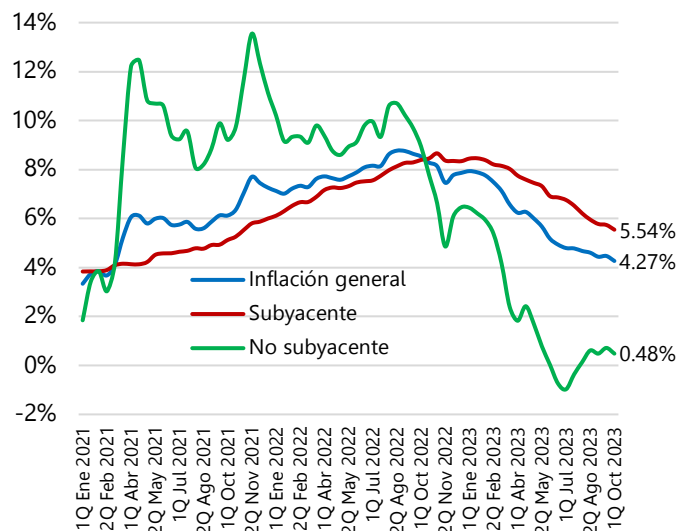
De hecho, el riesgo de conflictos militares se materializó en octubre con la guerra entre Israel y Hamás, que amenaza la estabilidad de Medio Oriente y ha generado presiones al alza sobre los precios del petróleo. Lo anterior podría elevar los precios de energéticos y presionar al alza la inflación general. Aun y cuando en México el gobierno impusiera nuevamente estímulos a los precios de la gasolina y el diésel para suavizar el aumento del precio de los energéticos a nivel internacional, la posible subida del precio de los energéticos presionaría al alza la inflación de Estados Unidos, lo cual tendría impactaría de manera indirecta a la inflación en México. Esto es, si el conflicto se extiende a otros países de la región y el precio los energéticos sube, la inflación repuntaría en México a pesar de los posibles esfuerzos del gobierno de contener las presiones inflacionarias.

Considerando la tendencia actual de la inflación en México y sus posibles riesgos al alza, se espera que la inflación cierre el año en 4.6%. Para el 2024, sin el alto déficit presupuestario contemplado en el Paquete Económico 2024, la inflación podría haber cerrado en 3.5%, regresando a su nivel de equilibrio pre pandémico. Contemplando el alto déficit presupuestario de 3.9% del PIB, algo no visto desde 1988, la inflación seguirá presionada al alza, cerrando el año alrededor de 3.9%.

Hay múltiples riesgos al alza para la inflación, por lo que la tendencia a la baja de la inflación general no es suficiente para que el Banco de México abandone la postura monetaria restrictiva. De hecho, es necesario que el componente subyacente continúe disminuyendo, para compensar cualquier posible incremento del componente no subyacente.

El Banco de México ha mantenido la tasa de interés sin cambios en un nivel del 11.25% desde marzo de este año, pero la postura monetaria se ha vuelto gradualmente más restrictiva en términos absolutos a medida que las expectativas de inflación se ajustan gradualmente a la baja. Esto se mide a través de la tasa de interés real ex ante de corto plazo que hasta septiembre se ubicó en 7.18% (Fig. 12), de acuerdo con la aproximación en donde a la tasa de interés nominal (11.25%), se le resta el promedio de la expectativa de inflación a 12 meses (4.07%). El Banco de México estima que la tasa de interés neutral se ubica entre 1.80% y 3.40%, por lo que la postura monetaria actual puede ser considerada altamente restrictiva.

**Fig. 11. Tasas de inflación interanual**



Fuente: Grupo Financiero BASE con información de INEGI.

Para entender acciones futuras del Banco de México es relevante conocer ciclos previos de la política monetaria. Desde que se tiene la tasa de interés como objetivo operacional ha habido tres ciclos de incrementos a la tasa:

**1. Primer ciclo.** El registro de la tasa objetivo inicia en 7.50%. El primer incremento fue el 20 de junio del 2008 y el ciclo terminó el 15 de agosto del 2008, cuando la tasa alcanzó 8.25%, con un incremento total de 75 puntos base en un periodo de 1 mes y 26 días (casi 2 meses). La tasa se mantuvo en 8.25% durante 5 meses. A la baja empezaron los recortes el 16 de enero del 2009. El ciclo de recortes duró 6 meses y fue por un total de 375 puntos base, con la tasa ubicándose en 4.50% en julio del 2009.

**a. Periodo intermedio de recortes a la tasa.**

Varios años después, el 8 de marzo del 2013 inició otro ciclo de recortes a la tasa. El ciclo de recortes duró 15 meses y fue por un total de 150 puntos base, con la tasa ubicándose en 3.00% en junio del 2014.

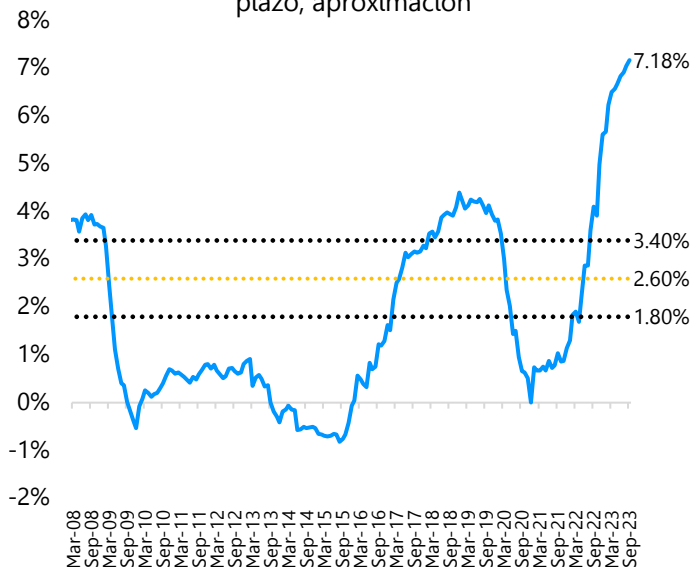
**2. Segundo ciclo.** El primer incremento fue el 17 de diciembre del 2015 y el ciclo terminó el 20 de diciembre del 2018, cuando la tasa alcanzó 8.25%, con un incremento total de 525 puntos base en un periodo de 36 meses. La tasa se mantuvo en 8.25% durante 8 meses. A la baja empezaron los recortes el 15 de agosto del 2019. El ciclo de recortes duró 18 meses y fue por un total de 425 puntos base, con la tasa ubicándose en 4.00% en febrero del 2021.

**3. Tercer ciclo.** El primer incremento fue el 24 de junio del 2021 y el ciclo se presume que terminó el 30 de marzo del 2023, cuando la tasa alcanzó 11.25%, con un incremento total de 725 puntos base en un periodo de 21 meses. La tasa se ha mantenido en 11.25% durante 7 meses.

De lo anterior resaltan dos cosas que pueden dar una guía hacia adelante:

1. En los ciclos mencionados el Banco de México ha conservado poco tiempo la tasa de interés en el nivel terminal después de concluir el ciclo de incrementos. La tasa terminal se mantuvo sin cambios 5 meses en el primer ciclo y 8 meses en el segundo ciclo. Esto se compara con los 7 meses que la tasa se ha mantenido en 11.25% hasta el cierre de octubre.
2. Las condiciones económicas que llevaron al inicio de ciclos de recortes a la tasa de interés son muy distintas a las actuales. En enero del 2009 cuando inició el primer ciclo de recortes la economía se encontraba en recesión debido al impacto de la Gran Recesión en Estados Unidos. En agosto del 2019 la economía también se encontraba en recesión, la cual se profundizó de forma severa en 2020 debido a la pandemia del coronavirus. Actualmente la economía está en expansión y se espera que el PIB crezca entre 3.3 y 3.5% en 2023 y al menos 2.5% en 2024. Asimismo, la inflación se ubica por arriba del objetivo del 3% y se han acumulado riesgos al alza que podrían ocasionar un repunte de la inflación. Con esto, las condiciones actuales no son compatibles con el inicio de un ciclo de recortes a la tasa objetivo.

**Fig. 12. Tasa de interés real ex-ante, corto plazo, aproximación**



Fuente: Grupo Financiero BASE con información de INEGI, Banxico.

Un factor que podría prolongar el apretamiento monetario es el sobrecalentamiento de la economía. El crecimiento de México ha sido mayor a lo esperado en la primera mitad del año, impulsado por una política fiscal expansiva a través de transferencias a la población y gasto en inversión enfocado en construcción, principalmente de proyectos prioritarios. El Paquete Económico 2024 contempla un déficit presupuestario del 4.9% del PIB, lo que implica mayor endeudamiento y a su vez podría seguir impulsando el crecimiento económico. Sin embargo, un alto déficit fiscal puede presionar la inflación vía un crecimiento superior al potencial de la economía (sobrecalentamiento) y una depreciación del peso, lo que incrementaría los precios de bienes importados, encareciendo procesos productivos y productos de consumo final. Lo anterior implica una expectativa de inflación de 3.9% en 2024, por arriba del escenario base de 3.5%, como se mencionó anteriormente.

Considerando esto y los factores que propiciaron recortes de la tasa de interés en ciclos anteriores, se espera que el Banco de México mantendrá la tasa de interés sin cambios en el nivel actual del 11.25% durante los últimos meses del 2023 y en la primera mitad del 2024, para iniciar los recortes en agosto de ese año y cerrar con una tasa de 10.25% en diciembre el 2024 (Fig. 13).

### Salida de capitales

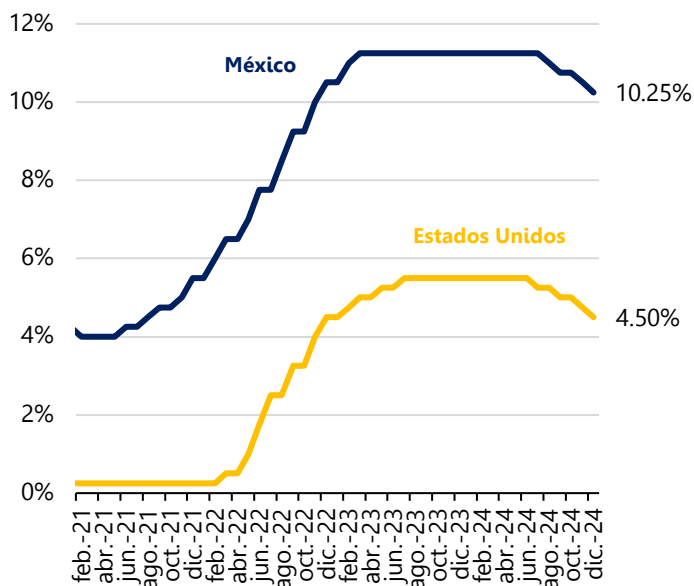
En 2023 hasta el 17 de octubre, la tenencia de valores gubernamentales por residentes del extranjero acumuló una salida de 36,896 millones de pesos, reanudándose las salidas de capitales vistas en 2020 y 2021 (Fig. 14).

Las salidas de capitales se concentran principalmente en Bonos M, cuya tenencia por residentes del extranjero acumula cuatro años consecutivos de disminuciones. En 2023, la tenencia de Bonos M muestra una disminución de 61,354 millones de pesos. Lo anterior contrasta con la tenencia de Cetes, que muestra un incremento en el año de 50,270 millones de pesos, subiendo durante dos años consecutivos (Tabla 2).

La dinámica de una disminución en la tenencia de Bonos M y el incremento en la tenencia de Cetes, indica que los inversionistas extranjeros están optando por reducir su exposición en instrumentos de mayor plazo, moviéndose a instrumentos de corto plazo por los siguientes factores:

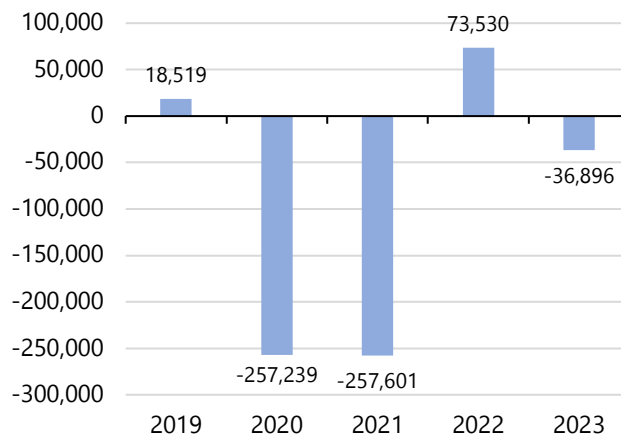
1. La expectativa de que la postura monetaria será restrictiva por un periodo de tiempo prolongado. Debido a que se espera que el Banco de México mantenga la tasa sin cambios hacia el cierre del año y en la primera mitad del 2024, se reduce el atractivo de incrementar posiciones en instrumentos de largo plazo. Cabe recordar que mantener posiciones a largo plazo implica un mayor riesgo para el inversionista, pues el perfil de la deuda de México se puede deteriorar a través del tiempo y pueden ocurrir eventos adversos que ocasionan pérdidas en portafolios antes del vencimiento de los instrumentos. En 2024 ante

Fig. 13. Tasas de interés y expectativa



Fuente: Grupo Financiero BASE con información de Banxico y la Reserva Federal.

Fig. 14. Variación de la tenencia de valores gubernamentales por residentes del extranjero



Fuente: Grupo Financiero BASE con información de Banxico.

señales de que el Banco de México se prepara para disminuir la tasa de interés, podría incrementarse un poco la demanda por instrumentos de mayor plazo para asegurar un alto rendimiento por un periodo prolongado.

- Se ha elevado la aversión al riesgo sobre México. A pesar de que el crecimiento económico ha sido mayor a lo esperado al comienzo del año, el gobierno está incurriendo en un mayor déficit y proyectan que en 2024 se ubicará en 4.9% del PIB. A la par, el Paquete Económico proyecta que la deuda como proporción del PIB subirá de 46.5% (estimado para 2023) a 48.8% en 2024 y el costo financiero de la deuda subirá a 11.8%. El presupuesto además estará restringido por un mayor gasto en pensiones, que alcanzará 22% del gasto total. Con lo anterior, es probable que el PIB siga creciendo, pero impulsado por una política fiscal expansiva, lo que puede deteriorar el perfil crediticio de México al comienzo del próximo sexenio.

Tras la publicación del Paquete Económico a comienzos de septiembre, ha continuado la disminución en la tenencia de Bonos M por residentes del extranjero. En septiembre, se observó una salida de capitales desde bonos M por 20,172 millones de pesos y en octubre acumula una disminución de 2,837 millones de pesos. En contraste, en septiembre continuaron los flujos hacia Cetes por 7,485 millones de pesos y en octubre acumula una entrada de 277 millones de pesos. Considerando lo anterior, es probable que continúe la salida de capitales desde valores gubernamentales de México.

**Tabla 2. Variación en la tenencia de valores gubernamentales por residentes del extranjero, por tipo de instrumento.** Cifras en millones de pesos.

Año	Udibonos	Bondes F	Bonos MS	Cetes	Bondes D	Bonos M	Total
2019	-5,960	0	0	-27,021	742	50,758	18,519
2020	-6,619	0	0	-98,874	48,039	-199,785	-257,239
2021	20,810	0	0	-32,469	-8,082	-237,865	-257,601
2022	72,467	211	0	26,495	-7,110	-18,533	73,530
<b>2023</b>	<b>-4,569</b>	<b>325</b>	<b>10,757</b>	<b>50,270</b>	<b>-32,324</b>	<b>-61,354</b>	<b>-36,896</b>

Nota: la variación en la tenencia de valores gubernamentales en 2023 se estimó con datos hasta el 17 de octubre. A partir del 24 de julio del 2023 hay un saldo en la tenencia de Bonos MS, emitidos este año. Su característica es que son bonos alineados a criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo.

Fuente: Grupo Financiero BASE con información de Banxico.

## Sector Público

Al cierre del tercer trimestre del 2023, los ingresos presupuestarios del Sector Público ascendieron a 5.195 billones de pesos, una cifra 2.9% por debajo de lo programado para el periodo. Esto se debe a que los ingresos no petroleros resultaron 21.6% por debajo del programa, debido a la caída en precios de los combustibles y a la apreciación del peso mexicano. Esto equivale a un faltante de 216.8 mil millones de pesos. Sin embargo, los ingresos no petroleros se ubicaron 1.4% por encima del programa, resultando en un excedente de 59.1 mil millones de pesos en este rubro. Dentro de los ingresos no petroleros se encuentran los tributarios, que se componen principalmente por el ISR, el IVA y el IEPS. En la recaudación del periodo destaca que los ingresos por IVA resultan 11.4% menores a lo programado, equivalente a un hueco de 122.4 mil millones de pesos. No obstante, una recaudación de ISR 2.2% mayor al programa, equivalente a 40.5 mil millones de pesos, compensó parte de ese faltante.

Por el lado del gasto, el gasto neto total del Sector Público en los primeros nueve meses ascendió a 5.860 billones de pesos. De estos, 4.179 billones corresponden a Gasto Programable, mostrando un incremento de 2.5% real respecto al mismo periodo del año anterior. Sin embargo, respecto al programa se observa un subejercicio de 128.5 mil millones de pesos. Esto en parte se explica por ingresos presupuestarios menores a los esperados.

Con la publicación trimestral se dieron a conocer los saldos de los fideicomisos públicos: Fondo de Estabilización de Ingresos Presupuestarios (FEIP), el Fondo de Estabilización de los Ingresos de las Entidades Federativas (FEIEF) y el Fondo Mexicano del Petróleo (FMP). Los tres fondos en conjunto sumaron un saldo total de 84 mil millones de pesos, un aumento de 23% respecto al mismo trimestre del año anterior. Sin embargo, a pesar de ese crecimiento, el monto sigue siendo 78.18% menor al que se tenía al cierre del 2018, comenzando el sexenio actual. Para lograr alcanzar el saldo al cierre del 2018, los recursos tendrían que crecer 258%. También es importante recordar que gran parte de la disminución se dio durante el 2019, previo a la crisis de la pandemia de COVID-19 (Fig. 15).

### Paquete Económico 2024

La Cámara de Diputados aprobó el 20 de octubre la Ley de Ingresos de la Federación (LIF), tanto en lo general como en lo particular, la cual fue turnada al Senado, que tiene hasta el 31 de octubre para aprobarla.

En septiembre del 2023, el Poder Ejecutivo, a través de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) presentó ante el Congreso de la Unión el Paquete Económico 2024, que contiene el Proyecto de Egresos de la Federación (PEEF), la Iniciativa de Ley de Ingresos de la Federación (ILIF) y los Criterios Generales de Política Económica (CGPE) para el Ejercicio Fiscal 2024, entre otros documentos. Los CGPE 2024 son supuestos macroeconómicos que sirven como la base que dan soporte a las propuestas de la SHCP para elaborar la política de ingresos y gasto del año entrante.

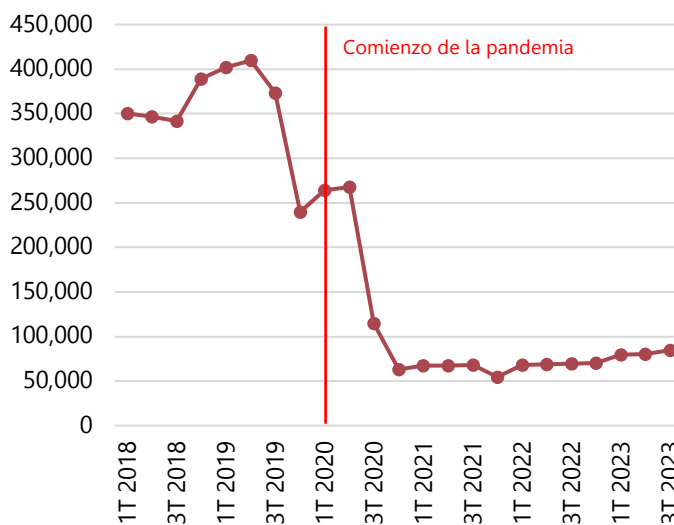
Es importante que estos supuestos o estimaciones sean realistas por varias razones; no solo para que el manejo de las finanzas se apegue lo más posible a lo aprobado por el Congreso, sino también para propiciar confianza en los inversionistas, mejorar la credibilidad institucional y fomentar la transparencia y la rendición de cuentas.

Respecto a la expectativa de crecimiento económico no hay mucho que cuestionar. La SHCP estima que, tanto en 2023 como en 2024, el PIB de México crecerá entre 2.5% y 3.5%. Este panorama no es tan distante de lo que muestra la encuesta más reciente del Banco de México: un crecimiento de 3.2% para el 2023 y uno de 1.90% para 2024. No existe duda de que el fuerte crecimiento económico generará mayores ingresos. La ILIF 2024 plantea un incremento de 6.1% real en los ingresos tributarios respecto a lo que se estima cerrar en el 2023. Sin embargo, la SHCP está planteando incrementar el endeudamiento como porcentaje del PIB de manera considerable. El Paquete Económico propone que en 2024 los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) sean de 5.4% del PIB y un déficit presupuestario de 4.9% del PIB, que implicaría el mayor déficit presupuestario desde 1988. Con esto, las agencias calificadoras podrían estar más vigilantes sobre las finanzas públicas, con la posibilidad de recortes en la calificación crediticia de la deuda soberana de México.

Este aumento en los RFSP como porcentaje del PIB se debe a que el gobierno ahora tiene una mayor capacidad para endeudarse sin que el Saldo Histórico de los RFSP supere el nivel de 50% del PIB. Esto es porque se espera que la razón deuda-PIB cierre el 2023 en 46.5%, cuando originalmente se esperaba que cerrara en 48.5%. Hay varios factores detrás de esta disminución:

1. El crecimiento económico será significativamente mayor al que se esperaba al comienzo del año. La encuesta de Banxico de enero mostraba una expectativa de 0.98% y ahora se encuentra en 3.2%.
2. La nueva serie del PIB (tras el cambio de metodología y año base por parte del INEGI) muestra una economía más grande a la que mostraba la metodología anterior.

**Fig. 15. Uso de recursos de FEIP, FEIEF y FMP.**  
Saldo conjunto de los tres fondos, en pesos al cierre de cada trimestre.



FEIP: Fondo de Estabilización de los Ingresos Presupuestarios  
FEIEF: Fondo de Estabilización de los Ingresos de las Entidades Federativas  
FMP: Fondo Mexicano del Petróleo  
Fuente: Grupo Financiero BASE con información de Banxico.

3. La apreciación del peso, que provocó una disminución del valor en pesos de la deuda externa, contribuyendo a una disminución en el numerador de la razón deuda-PIB.

Con esto, en lugar de mantener la razón de deuda baja, la SHCP decidió llevarla de nuevo a 48.8% para financiar un mayor gasto. Aquí existe un riesgo importante, ya que la disminución debida a la fluctuación cambiaria no está bajo el control del gobierno y es un efecto que puede revertirse repentinamente, especialmente ante la incertidumbre que se espera para el 2024 y la posibilidad de una recesión en 2025. Un déficit alto, como cualquier deuda, deberá ser pagado en el futuro. Con esto, la siguiente administración deberá elevar la recaudación y/o bajar el gasto público. Esto implica que la siguiente administración deberá plantearse desde el inicio del sexenio una reforma fiscal para regresar el déficit a niveles manejables.

De hecho, los déficits gemelos (cuenta corriente y fiscal) que tiene México pueden ser financiados solo por dos vías: 1) mayor ahorro nacional y una menor inversión privada o 2) financiamiento del extranjero.

El mayor ahorro nacional implicaría una disminución en el consumo actual y un menor crecimiento económico. Esto es, la mayor contribución del gobierno en la economía es compensada por caídas en el consumo privado.

Por su parte, el financiamiento del extranjero puede realizarse mediante deuda emitida de manera interna (en pesos) o de manera externa (en divisa extranjera). Cabe destacar que en 3 de los últimos 4 años se han dado salidas de capitales de extranjeros que han optado por dejar instrumentos del gobierno de México emitidos de manera interna, por lo que el financiamiento del extranjero mediante deuda interna tendría que ser incentivado con una mayor tasa de interés, lo que implicaría un mayor costo de financiamiento para el gobierno. Por su parte, la emisión de deuda externa implicaría un mayor riesgo cambiario para las finanzas públicas y mayor escrutinio respecto a la forma como se lleva a cabo la política económica interna. El incremento en la tasa de interés para incentivar la compra de instrumentos mexicanos atraería mayores capitales, que a su vez apreciarían al peso y desincentivarían a las exportaciones mexicanas. Con esto, nuevamente el mayor gasto público es compensado por menores exportaciones, en un entorno donde además la tasa de interés es más alta.

El rubro de gasto en educación es el segundo más grande, siendo superado solamente por el gasto en pensiones. Para el gasto en educación, el PPEF propone un aumento de 2.7% respecto al 2023, de modo que en términos absolutos se propone el mayor gasto en educación desde el 2016 (máximo histórico). No obstante, gran parte de este incremento se destina a mayores prestaciones laborales y servicios personales, no en inversión para mejorar la calidad de la educación o la cobertura. Sin embargo, como porcentaje del gasto total se propone una disminución, pasando de un estimado de 12.27% para 2023 a 12.10% en 2024. Asimismo, como porcentaje del PIB se ubicaría en 3.19%, un nivel considerablemente inferior a la recomendación de 4% a 6% propuesta por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

El PPEF muestra que 2024 en general se está priorizando el gasto destinado a las pensiones (un gasto ineludible por ser obligaciones laborales o derechos constitucionales), programas y proyectos insignia de esta administración, y apoyos a PEMEX y al IMSS, pero se genera una mayor brecha en el gasto en educación y en salud respecto a las recomendaciones de organismos internacionales, así como una disminución en el gasto en inversión física.

Para financiar el aumento en el gasto se contempla un déficit primario de 1.2% del PIB, lo que quiere decir que el gasto operativo del gobierno no podrá ser financiado con los ingresos y requerirá de mayor deuda. Quizá esto ya se esperaba al tratarse de un año electoral, pues el gobierno estará enfocado en incrementar los apoyos sociales para lograr una mayor aprobación, pero eso no resta preocupación a que el 19% del gasto total del sector público tendrá que ser vía deuda. Para el 2024, se contempla que el costo financiero de la deuda se incremente 11.8%, con lo que llegaría a representar 3.7% del PIB.

Para el 2025 se tiene contemplado que el gasto disminuya a 23.2%. Si bien esto podría ser resultado de alto crecimiento del PIB, lo más probable es que más bien sea ocasionado por una disminución en el gasto ante la falta de recursos. Esto sería porque el gobierno muy probablemente se verá obligado a recortar el gasto después del 2024 para regresar a niveles sanos en el balance primario.



En el horizonte mostrado por los Criterios Generales de Política Económica hacia 2029 se espera que el gasto programable como porcentaje del PIB disminuya 2 puntos porcentuales, mientras que el costo financiero solamente disminuirá 1.2 puntos porcentuales.

Cabe destacar que el gobierno actual se había caracterizado por lograr sus metas de cerrar los ejercicios fiscales con superávits primarios<sup>6</sup>. Esto es importante ya que, si el gasto excluyendo el costo de deuda es menor a los ingresos, el gobierno puede utilizar ese superávit para cubrir los pagos de intereses y de ese modo reducir la carga de la deuda en el largo plazo.

Más allá del manejo de las finanzas públicas, que sin duda presenta uno de los retos más importantes para el siguiente gobierno, también debe tomarse en cuenta el rol del Estado en otros aspectos de la economía, como lo son la política industrial, institucional y la gobernanza. En los próximos trimestres se espera que exista un alto grado de incertidumbre política y económica, ya que se llevarán a cabo elecciones federales no solo en México, sino también en Estados Unidos.

Aquí es importante hacer mención de que, aunque sí habrá incertidumbre, está no representa un riesgo similar al que se percibía en el periodo electoral de 2018. Por lo pronto, los mercados parecen estar calmados ante el abanico de escenarios posibles para el 2024 en México.

El mayor riesgo relacionado a las elecciones de México es que un solo partido obtenga la presidencia y la mayoría en el Congreso, pues podría hacer cambios en la Constitución, generando inestabilidad en la economía y desconfianza en los mercados. Para la siguiente administración los principales riesgos siguen estando enfocados en el posible debilitamiento de las instituciones, el deterioro de la gobernabilidad, el manejo de las finanzas públicas y el cambio de modelo económico hacia un crecimiento del PIB impulsado por transferencias del gobierno hacia ciertos grupos de la población. En particular, los mercados financieros estarán atentos a políticas económicas sobre libre mercado, autonomía del Banco de México, finanzas públicas sanas y gobernabilidad.

De las elecciones de Estados Unidos, Donald Trump podría volver a contender por la presidencia. A diferencia del 2016, Trump ya no representa una amenaza tan grande para México, pues ya se firmó el TMEC con lo que explícitamente eligió a México como socio comercial, mientras que inició una guerra comercial con China. Sin embargo, la retórica de volver a hacer grande a América (MAGA por sus siglas en inglés), podría retomarla tratando de regresar a empresas manufactureras a Estados Unidos, restando a México la oportunidad del nearshoring. Aún y cuando el presidente Joe Biden tiene un bajo nivel de aprobación, lo más probable es que gane las elecciones en Estados Unidos, pues son pocos los presidentes que no han logrado reelegirse. Además, la economía de Estados Unidos ha evitado la temida recesión este año, acelerando su crecimiento económico y en las elecciones donde Estados Unidos ha estado involucrado, directa o indirectamente en conflictos bélicos en el mundo, las personas han optado por reelegir al presidente en un intento de cerrar filas y priorizar la estabilidad del país. Por si fuera poco, la candidatura independiente de Robert F. Kennedy Jr. le está quitando votantes a los republicanos<sup>7</sup>.

## Otros riesgos para el crecimiento económico

Según la encuesta más reciente del Banco de México, en la que preguntan a los especialistas en economía del sector privado sobre los factores que más frenan el crecimiento de la economía mexicana, los factores que más preocupan son:

- **#1. Gobernanza** (con 51% de las respuestas), en el cual destacan particularmente los problemas de inseguridad pública, problemas de estado de derecho, incertidumbre política interna e impunidad.
- **#2. Condiciones económicas internas** (con 20% de las respuestas), donde destacan la ausencia de cambio estructural. Esto probablemente esté relacionado con que la economía de México no está actualizando su marco

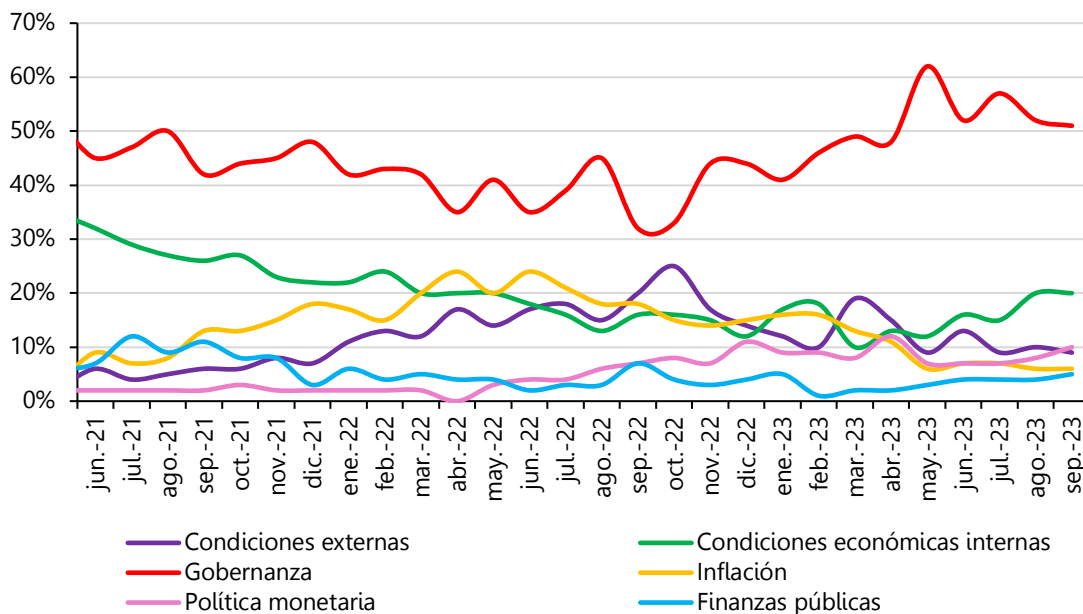
<sup>6</sup> Un superávit primario implica que los ingresos totales son mayores a los gastos totales del gobierno, excluyendo el concepto del pago de intereses.

<sup>7</sup> Para mayor referencia ver el reporte de Banco BASE sobre la Perspectiva Económica de Estados Unidos al tercer trimestre del 2023.

institucional para fomentar más la inversión y la participación del sector privado en sectores clave como el energético.

- **#3. Política monetaria** (con 10% de las respuestas), con los especialistas preocupados de que la política monetaria que se está aplicando actualmente en el país puede estar obstaculizando la inversión al permanecer en niveles restrictivos. Sin embargo, esto no necesariamente significa que lo consideren un problema para la economía, pues la intención de la política monetaria restrictiva es precisamente enfriarla para disminuir la inflación.

**Fig. 16. Principales factores que obstaculizan el crecimiento económico de México** (% de respuestas)



Fuente: Grupo Financiero BASE con información del Banco de México.

Otros factores importantes:

- **Sostenibilidad de las finanzas públicas.** México enfrenta el reto de llevar a cabo una reforma fiscal integral que garantice la sostenibilidad de las finanzas públicas en el largo plazo. Actualmente, los ingresos que obtiene el gobierno no son suficientes para cubrir las necesidades de gasto público y esto resulta en un déficit fiscal que pone en riesgo la estabilidad económica. Una reforma fiscal debe contribuir a ampliar la base tributaria, mejorar la eficiencia en la recaudación de impuestos y enfocarse en resolver el problema de las grandes deudas y pasivos laborales de PEMEX y CFE.
- Los resultados de PEMEX del tercer trimestre del 2023 mostraron que la petrolera del Estado obtuvo una pérdida neta de 79 mil millones de pesos. Esto se dio ante una disminución de 26.8% en las ventas, con las ventas en México cayendo 21.0% y las ventas al extranjero 25.9%. Con esto, el rendimiento bruto disminuyó 42.0% respecto al trimestre anterior, y el margen bruto sobre ventas bajó de 23.40% a 18.55%. Después de los demás gastos operativos y administrativos, en donde destacó un aumento de 577.8% en el rubro de "otros gastos", PEMEX obtuvo una utilidad operativa de 31,662 millones de pesos (72.7% menor a la del trimestre anterior). De este modo, el margen operativo sobre ventas de PEMEX bajó de 18.40% a 6.86%. A pesar de las aportaciones y ayuda del gobierno federal, la deuda financiera de la petrolera se ubica en 105,836 millones de dólares o 1.8 billones de pesos. Mientras que el modelo de negocio de PEMEX no cambie, seguirá siendo una carga muy fuerte para las finanzas públicas de México y un riesgo latente para la calificación crediticia de la deuda soberana de México. Si PEMEX fuera una empresa privada, habría vendido parte de sus activos para pagar deuda, además de hacer más esbelta la organización, disminuyendo los costos operativos. Por el contrario, PEMEX ha incrementado activos con la compra

de Deer Park y la construcción de la refinería Dos Bocas, al mismo tiempo que los costos han subido, sobre todo en los denominados "otros gastos" de los cuales no se especifica el detalle.

- Respecto a la Comisión Federal de Electricidad (CFE), la empresa del Estado a cargo del suministro eléctrico sigue dejando mucho que desear en cuestión de infraestructura y seguridad en el suministro. Es importante recordar que, si bien el marco legal mexicano permite la participación del sector privado en la generación de energía, los segmentos de transmisión y distribución son monopolio exclusivo de la CFE.
- También preocupa el incremento que se ha observado en la cartera vencida del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (INFONAVIT), que en agosto del 2023 ascendió a 316 mil millones de pesos, equivalentes a 18.34% de la cartera total. En el mismo mes del año pasado, el índice de cartera vencida se ubicaba en 17.99% y en agosto del 2018, la cartera vencida era solamente de 7.88%.

### Calificación crediticia

Al cierre de octubre las tres principales agencias calificadoras mantienen una perspectiva estable para la calificación de la deuda soberana de México. Sin embargo, se ha elevado el riesgo de revisiones en la perspectiva ante un deterioro esperado de las finanzas públicas de México a partir del 2024. En específico, preocupan tres cosas:

1. El elevado déficit presupuestario planteado de 4.9% del PIB para 2024.
2. El crecimiento esperado de la deuda como proporción del PIB desde un estimado en 2023 de 46.5% a 48.8% en 2024, como consecuencia del elevado déficit.
3. El apoyo del gobierno a PEMEX, que ha sido incluido en el presupuesto para el 2024. Cabe mencionar que, en 2023 hasta el tercer trimestre, las utilidades de PEMEX se ubican apenas en 3,025 millones de pesos, cayendo 98.5% respecto al mismo periodo del 2022 y la deuda financiera total se ubica en 1,864,778 millones de pesos, lo que equivale a 6.03% del PIB o 20.57% del presupuesto de egresos del 2024.

El 16 de junio la agencia calificadora Fitch Ratings, ratificó la calificación crediticia para la deuda soberana de largo plazo en BBB- con perspectiva estable, pero anticipando un déficit fiscal de 3.5% del PIB en 2023 y 3.2% en 2024, muy por debajo de lo contemplado en el Paquete Económico 2024 publicado en septiembre, por lo que las perspectivas de endeudamiento sobre las que se sustenta la ratificación de Fitch se han deteriorado.

El 17 de agosto, Fitch Ratings advirtió que el apoyo del gobierno a PEMEX podría elevar el déficit y la deuda, lo que tendría un efecto negativo sobre la deuda como proporción del PIB y la calificación de la deuda soberana. En específico, señalan que el apoyo a PEMEX sería negativo para la calificación si se modifican las prioridades fiscales del gobierno. Esto resulta preocupante pues durante el sexenio, aunque el gasto no se ha asignado eficientemente en necesidades clave de educación, salud e inversión distinta a proyectos estrella, sí se procuró la estabilidad de la deuda como proporción del PIB y un déficit presupuestario relativamente estable (1.6% del PIB en 2019, 2.8% en 2020, 2.8% en 2021 y 3.2% en 2022). Para 2024 esto cambia, por lo que se eleva el riesgo de una revisión a la baja de la perspectiva de la deuda soberana.

Por su parte, el 27 de septiembre Moody's dio a conocer que hará la revisión a la calificación crediticia en 2024 hasta después de las elecciones programadas para el 2 de junio, una vez que se tenga más información sobre las propuestas del candidato electo y el resultado de las elecciones en el Congreso.

Finalmente, la agencia calificadora S&P Global mantiene una postura más optimista para la calificación crediticia. El 6 de julio del 2022, la calificadora revisó la perspectiva de México de negativa a estable. En la revisión de la perspectiva señalan que esperan déficits fiscales moderados en 2024 y 2025 de 2.7% y 2.6% del PIB, algo que ya no se cumple de llevarse a cabo lo contemplado en el presupuesto del 2024.

Considerando lo anterior y a que en 2024 se llevarán a cabo elecciones en México, se ha elevado el riesgo de revisiones a la perspectiva de la calificación crediticia el próximo año y de recortes a la calificación crediticia hacia la segunda mitad del 2024 y en 2025. Un factor que podría retrasar recortes de la calificación es un mayor crecimiento económico impulsado por *nearshoring*.

**Tabla 3. Calificación crediticia de la deuda soberana de México, último cambio**

Agencia calificadoradora	Calificación	Último Cambio
Moody's	Baa2 con perspectiva estable	8-jul-22
S&P Global	BBB con perspectiva estable	26-mar-20
Fitch Ratings	BBB- con perspectiva estable	15-abr-20

Fuente: Grupo Financiero BASE con información de Moody's, S&P Global y Fitch Ratings

**Tabla 4. Escala de calificación crediticia y variación durante el sexenio**

Grado de Calidad	Moody's	S&P Global	Fitch Ratings
Principal	Aaa	AAA	AAA
Alto Grado	Aa1	AA+	AA+
	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
Grado Medio Superior	A1	A+	A+
	A2	A	A
	A3 ▼	A-	A-
Grado Medio Inferior	Baa1	BBB+ ▼	BBB+ ▼
	Baa2 ▼	BBB ▼	BBB
	Baa3	BBB-	BBB- ▼
Sin grado de inversión - Especulativo	Ba1	BB+	BB+
	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-
Altamente Especulativo	B1	B+	B+
	B2	B	B
	B3	B-	B-
Riesgo Sustancial	Caa1	CCC+	CCC+
	Caa2	CCC	CCC
	Caa3	CCC-	CCC-
Extremadamente Especulativo	Ca	CC	CC
			C
Incumplimiento	C	D	D

▼ Inicio de sexenio

▽ Actual (octubre 2023)

Fuente: Grupo Financiero BASE con información de Moody's, S&P Global y Fitch Ratings

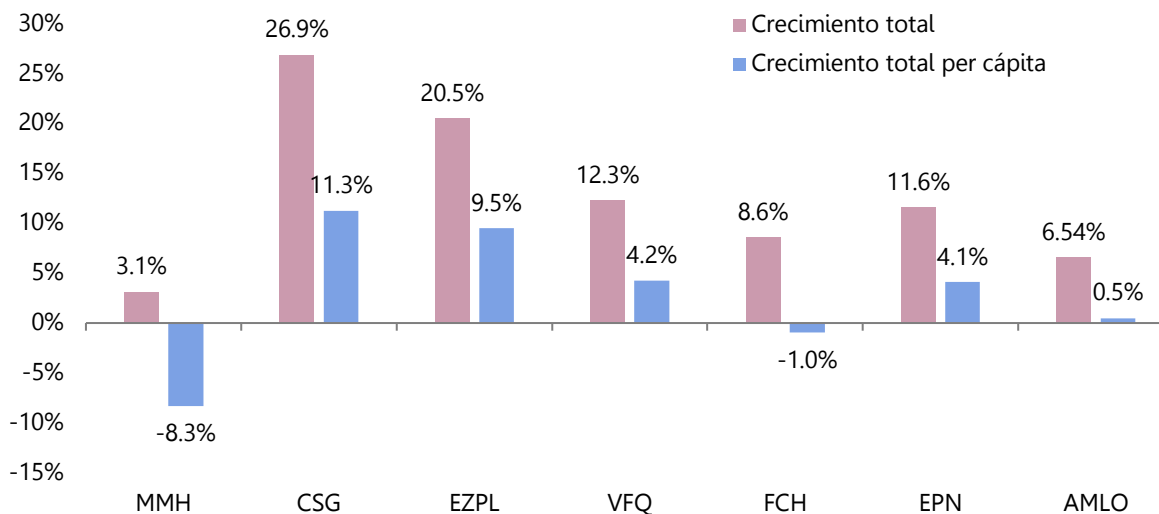
## Expectativa de crecimiento

Para este año, Grupo Financiero BASE estima que el PIB de México crecerá alrededor de 3.5%, mientras que para el 2024 se estima un crecimiento entre 2.5% y 3.0%. Para el 2025 se estima un crecimiento entre 0.8% y 1.0%, producto de 1) desaceleración económica en Estados Unidos, 2) menor gasto público en México y 3) acumulación de deuda de los consumidores. Si la recesión se materializa en 2025, esta administración habrá iniciado con una recesión y habrá heredado una a la siguiente administración.

Finalmente, si los pronósticos de Grupo Financiero BASE se materializan, el PIB estaría cerrando el sexenio con un crecimiento acumulado de 6.54%, el más bajo desde el sexenio de Miguel de la Madrid (1982-1988). Sin embargo, tomando en cuenta el crecimiento poblacional, al final del 2023 el PIB per cápita de México mostraría un crecimiento de 0.47% respecto al 2018. Este crecimiento sería inferior al de 4.1% registrado en el sexenio de Enrique Peña Nieto, pero mayor a la contracción de 1.0% que se observó en el sexenio de Felipe Calderón (Fig. 17).

El crecimiento del PIB de México, aunque se ha acelerado, no es sostenible en el largo plazo.

**Fig. 17. Crecimiento económico por sexenio**



Crecimiento entre los PIBs de los últimos trimestres de cada sexenio, empleando los pronósticos de crecimiento de Grupo Financiero BASE.

**Fuente:** Grupo Financiero BASE con información de INEGI.

### Gabriela Siller Pagaza, PhD

Directora de Análisis Económico-Financiero  
[gsiller@bancobase.com](mailto:gsiller@bancobase.com)  
 Tel. 81512200 ext. 2231

### Jesús A. López Flores

Subdirector de Análisis Económico-Financiero  
[jlopezf@bancobase.com](mailto:jlopezf@bancobase.com)

### Alfredo Sandoval Jaime

Analista Económico-Financiero  
[asandovalj@bancobase.com](mailto:asandovalj@bancobase.com)

El presente documento ha sido elaborado por Grupo Financiero BASE para fines EXCLUSIVAMENTE INFORMATIVOS y basado en información y datos de fuentes consideradas como fidedignas. Sin embargo, Banco Base NO asume responsabilidad alguna por cualquier interpretación, decisión y/o uso que cualquier tercero realice con base en la información aquí presentada. La presente información pretende ser exclusivamente una herramienta de apoyo y en ningún momento deberá ser utilizada por ningún tercero para fines políticos, partidistas y/o cualquier otro fin análogo.

**ANEXO 1. Recuperación de las 45 economías más grandes del mundo**

Variaciones reales en moneda local, ajustadas por estacionalidad

País	Variaciones %									
	Anual			Trimestral				vs. 2019		
	2020	2021	2022	4T 2022	1T 2024	2T 2023	3T 2023	2022	2T 2023	3T 2023
Polonia	2.1%	12.6%	16.6%	11.7%	-8.4%	2.1%		34.0%	42.8%	
Irlanda	5.8%	14.8%	9.5%	-0.9%	-2.6%	0.5%		33.0%	31.5%	
China *	2.2%	20.8%	3.0%	0.8%	2.3%	0.5%	1.3%	27.2%	28.8%	36.4%
Vietnam *	2.6%	42.1%	8.2%	38.4%	-76.2%	106.5%	53.1%	57.6%	28.2%	96.4%
Turquía	1.7%	11.8%	5.3%	1.1%	-0.1%	3.5%		19.8%	25.6%	
Nigeria	-1.8%	3.6%	3.3%	11.0%				5.1%	18.9%	
Israel	-1.8%	9.7%	6.5%	1.1%	0.7%	0.8%		14.6%	18.1%	
India	-5.0%	9.5%	6.3%	4.4%	6.9%	-5.2%		10.7%	15.1%	
Taiwan	3.4%	6.5%	2.4%	-0.5%	-0.7%	1.4%		12.7%	12.9%	
Indonesia	-2.1%	3.7%	5.3%	0.4%	-0.9%	3.9%		7.0%	12.4%	
Colombia	-7.3%	11.0%	7.3%	-1.7%	2.2%	-1.0%		10.4%	11.2%	
Australia	-1.8%	5.2%	3.7%	0.7%	0.4%	0.4%		7.1%	9.0%	
Rumania	-3.5%	5.7%	4.6%	1.1%	-1.0%	1.7%		6.6%	8.7%	
Singapur	-3.8%	8.9%	3.6%	0.1%	-0.4%	0.1%		8.5%	8.6%	
Arabia Saudita	-4.3%	3.6%	9.1%	1.3%	-1.4%	-0.2%		8.1%	8.3%	
Dinamarca	-2.4%	6.8%	2.7%	0.6%	0.8%	-0.3%		7.1%	8.3%	
Brasil	-3.6%	5.3%	3.0%	0.1%	1.8%	0.9%		4.6%	8.1%	
Estados Unidos	-2.2%	5.8%	1.9%	0.6%	0.6%	0.5%	1.2%	5.5%	7.4%	8.7%
Corea del Sur	-0.7%	4.3%	2.6%	-0.3%	0.3%	0.6%	0.6%	6.3%	7.4%	8.0%
Países Bajos	-3.9%	6.2%	4.4%	0.9%	-0.4%	-0.2%		6.5%	6.9%	
Chile	-6.4%	11.9%	2.5%	0.0%	0.4%	-0.3%		7.4%	6.8%	
Noruega	-1.9%	4.0%	3.2%	-0.1%	0.3%	0.0%		5.3%	6.6%	
Suiza	-2.3%	5.4%	2.7%	0.0%	0.3%	0.0%		5.7%	6.4%	
Malasia	-5.5%	3.3%	8.7%	3.4%	-4.3%	-0.8%		6.1%	6.2%	
Filipinas	-9.3%	5.5%	7.6%	2.0%	1.0%	-0.9%		3.0%	6.1%	
Suecia	-2.3%	5.9%	2.9%	-0.8%	0.4%	-0.8%		6.5%	5.8%	
Bélgica	-5.3%	6.9%	3.0%	0.2%	0.4%	0.3%		4.3%	5.6%	
Portugal	-8.3%	5.5%	6.7%	0.3%	1.6%	0.0%		3.2%	5.4%	
Perú	-10.9%	13.4%	2.7%	3.4%	-6.8%	5.0%		3.8%	4.5%	
Canadá	-5.1%	5.0%	3.4%	0.0%	0.6%	0.0%		3.1%	4.2%	
México	-8.8%	6.1%	3.9%	0.6%	0.8%	0.8%	0.9%	0.5%	3.5%	4.4%
Italia	-9.1%	8.3%	3.9%	-0.2%	0.6%	-0.4%		2.3%	2.9%	
Tailandia	-3.4%	2.4%	2.1%	3.7%	2.9%	-2.8%		1.0%	2.8%	
Finlandia	-2.4%	3.2%	1.6%	-0.6%	0.3%	0.6%		2.4%	2.8%	
Reino Unido	-10.4%	8.7%	4.3%	0.1%	0.3%	0.2%		1.7%	2.2%	
España	-11.2%	6.4%	5.8%	0.4%	0.6%	0.4%	0.4%	0.0%	2.2%	2.5%
Argentina	-9.9%	10.7%	5.0%	-1.8%	0.9%	-2.8%		4.7%	1.9%	
Austria	-6.7%	4.4%	4.8%	0.0%	0.1%	-0.8%		2.0%	1.6%	
Francia	-7.7%	6.4%	2.5%	0.1%	0.0%	0.5%		0.7%	1.6%	
Rusia *	-2.2%	6.1%	-1.3%	10.3%	-19.0%	9.2%		2.4%	1.4%	
Japón	-4.3%	2.3%	1.0%	0.1%	0.8%	1.2%		-1.1%	1.1%	
Sudáfrica	-6.2%	4.8%	1.9%	-1.1%	0.3%	0.6%		0.2%	0.9%	
Alemania	-4.2%	3.1%	1.9%	-0.4%	-0.1%	0.0%		0.7%	0.4%	
República Checa	-5.5%	3.5%	2.4%	-0.4%	0.1%	0.0%		0.1%	-0.2%	
Hong Kong	-6.5%	7.2%	-3.5%	3.7%	-3.0%	-2.3%		-3.3%	-4.6%	

\* Cifras sin ajuste estacional

Fuente: Grupo Financiero BASE con información de las oficinas de estadística de cada país.