

# Examen de la situación económica de México

CUARTO TRIMESTRE 2022 • NÚMERO 1087 • VOLUMEN XCVII

## Índice

### 197 La Marcha de la Economía

197 Resumen ejecutivo

198 Economía mundial: ¿después de la tormenta... viene otra?

199 Panorama económico en México 2023: ¿la resiliencia perdurará?

201 Inflación se estabiliza, pero las presiones sobre la subyacente persisten

202 Política monetaria: ¿el fin del ciclo de alzas?

202 Política fiscal: la desaceleración de 2023 afectaría la recaudación tributaria

203 Consideraciones finales

### 206 La Marcha Regional

### 215 Notas de Investigación

215 Nearshoring en México: ¿Abundan las oportunidades?

### 229 Encuesta Citibanamex

### 233 Indicadores de Actividad Productiva

### 234 Pronósticos de México e Internacionales

[www.citibanamex.com](http://www.citibanamex.com)

**EXAMEN DE LA SITUACIÓN ECONÓMICA DE MÉXICO**, revista trimestral.

**Editores responsables:** Adrián de la Garza Treviño y Sergio Kurczyn Bañuelos.

Número de Certificado de Reserva otorgado por el Instituto Nacional del Derecho de Autor: 04-2016-090809335900-203 Titular de la Reserva: Banco Nacional de México, S.A.. Integrante del Grupo Financiero Banamex. Domicilio de la Publicación: Actuario Roberto Medellín 800 piso 3 Sur, Colonia Santa Fe, C.P. 01210, Ciudad de México.

E-mail: [alejandra.bautista@citibanamex.com](mailto:alejandra.bautista@citibanamex.com)

**Colaboradores:** Iván Arias Gallegos, Adrián de la Garza Treviño, Andrea Heredia Gutiérrez, Nydia Iglesias Urrutia, Sergio Kurczyn Bañuelos, Sonia Machain Miranda, Fernando Monreal Gómez, Guillermina Rodríguez Licea.

**Diseño:** Alejandra Bautista Pérez

Visite las publicaciones, notas e indicadores de Estudios Económicos en:  
[www.citibanamex.com](http://www.citibanamex.com)

## RESUMEN EJECUTIVO

- La economía mundial durante 2022 se vio afectada por diferentes sucesos, en los que destacan: los estragos de la COVID-19; el conflicto armado en Europa del Este y, la disrupción de las cadenas de suministro. Lo anterior se tradujo en altas tasas inflacionarias generalizadas que, en consecuencia, obligaron a diferentes bancos centrales a iniciar ciclos restrictivos agresivos. La información disponible al cuarto trimestre del año muestra que las presiones inflacionarias de algunas regiones del mundo han mostrado un relajamiento, pero en otras todavía no es clara su tendencia, especialmente los precios subyacentes. Asimismo, en diferentes regiones y países del mundo todavía se esperan mayores alzas en sus tasas de referencia correspondientes durante 2023. Ante esta expectativa todavía restrictiva, es lógico preguntarse cuáles son las posibles consecuencias de seguir apretando a la economía y a las condiciones financieras. Durante el 2023, vemos que el avance económico mundial se verá plagado de diferentes desaceleraciones, o incluso recesiones en diferentes países.
- Es probable que el choque energético de la zona euro la lleve a una desaceleración fuerte antes del cierre de 2022, pero esperamos que se recupere después del segundo trimestre de 2023 (2T23). Por ende, estimamos

que la zona euro tenga una trayectoria trimestral de crecimiento anual en 2023 de: (-)1.9%, (-)0.3%, 1.8% y 1.7%.

- Por su parte, las presiones sociales y los recientes datos de actividad económica hicieron que a inicios de diciembre el gobierno de China tomara la decisión de iniciar un relajamiento de su política de confinamiento. Aunque esperamos que la ola de casos pueda concentrarse durante el 4T22 e inicios del 2023, estimamos que la reapertura total de la economía sea a finales del 1T23. Por lo anterior, ajustamos a la baja nuestros pronósticos de crecimiento anual del PIB de 2023 a 5.3% desde 5.6%.
- Para el caso de Estados Unidos, actualmente vemos un número de indicadores que usualmente presagian una recesión. Ante ello, esperamos que la economía entre en una a finales de 2023, con una trayectoria por trimestre de crecimiento anual de: 1.5%, 0.5%, (-)2.0% y (-)1.0%. Esperamos que la inflación general siga a la baja y termine en 6.3% promedio anual en 2022 y 4.1% en 2023. Del mismo modo, permanece nuestra expectativa de un alza de 50 puntos base (pb) en febrero por parte de la Reserva Federal, y de 25 pb en marzo y mayo, dejando la tasa terminal en un rango de 5.25-5.5%.
- En México, la economía durante el 3T22 siguió mostrando resiliencia, la cual nos llevó ajustar al alza nuestros pronósticos de PIB para 2022 a 3.0% anual, desde 2.1%. Sin embargo, las recientes cifras mostraron una desaceleración moderada en todos los sectores. A medida que la economía de E.U.A. vaya deteriorándose, lo mismo lo hará la economía de México.
- Recientemente, la inflación general parece haberse estabilizado, pero las presiones

sobre los precios subyacentes continúan. Los precios más afectados son los de las mercancías y los servicios relacionados con la alimentación y el turismo. Pensamos que la inflación general alcanzó su pico en agosto-septiembre en 8.7%, mientras que la subyacente en noviembre-diciembre con 8.5%. Actualmente, estimamos una inflación general de 8.0% y una subyacente de 8.5% al cierre de 2022. Para 2023, pensamos que las presiones van a ceder gradualmente, y estimamos que la inflación general y subyacente se ubiquen ambas en 4.8%.

- En su último comunicado de política monetaria, Banxico abrió la puerta para finalizar el ciclo de alzas a partir de marzo de 2023, lo que implicaría un desacoplamiento de la Fed. Estimamos un alza adicional en febrero de 2023, para una tasa terminal pico de 10.75%. Consideramos que, con la inflación en una trayectoria a la baja más clara, Banxico tendría espacio para iniciar cuidadosamente los recortes en el segundo semestre de 2023, con una tasa al cierre de año de 9.75%.
- Para 2023, anticipamos que la postura fiscal permanezca prácticamente sin cambios: un gasto enfocado en los programas y proyectos insignia de la administración así como un ligero incremento de los ingresos por medidas para mejorar la recaudación tributaria que se verían afectadas negativamente a medida que el deterioro de la actividad económica aumente. Por ende, estimamos un déficit en los RFSP de 4.3% del PIB en 2023, moderadamente mayor al déficit estimado por la Secretaría de Hacienda.

<sup>1</sup> Elaborada con la información disponible al 20 de diciembre de 2022. Las fuentes utilizadas en el texto son: INEGI, Bloomberg, Reserva Federal de EUA, Banco Central Europeo, Banxico, Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Citi Research y Citibanamex Estudios Económicos.

## ECONOMÍA MUNDIAL: ¿DESPUÉS DE LA TORMENTA... VIENE OTRA?

A lo largo de 2022, la economía global ha sido afectada por los estragos relacionados con la pandemia del COVID-19, el conflicto armado de Rusia y Ucrania (R/U) y la disrupción en las cadenas de suministro, particularmente en China. Dichos factores se tradujeron en una ola de presiones inflacionarias generalizadas (adicionales a las del 2021) que, consecuentemente, provocó que diferentes bancos centrales elevaran sus tasas de política monetaria de manera agresiva. Aunado a lo anterior, este apretamiento económico en los países llevó a una desaceleración en diferentes regiones del mundo, la cual se espera que perdure a lo largo de 2023.

**La economía estadounidense durante 2022: un crecimiento económico moderado y un nivel de inflación muy elevado.** Por un lado, el PIB durante el primer y segundo trimestre tuvieron una caída anual de (-)1.6% y (-)0.6%, respectivamente. Posteriormente, la economía mostró un crecimiento de 2.9% en el tercer trimestre, impulsado por el consumo privado y la inversión. Con respecto a los niveles de precios, de enero a noviembre de 2022, la inflación general y subyacente en EUA tuvieron un crecimiento anual promedio de 8.15% y 6.19%, respectivamente, donde las cifras de noviembre mostraron un aumento de 7.1% y de 5.9%, anuales, en ese mismo orden (ver Gráfica 1). Ante dichos niveles por arriba de la tasa de inflación objetivo de 2%, la Reserva Federal tuvo una reacción restrictiva agresiva, con la tasa de referencia aumentando en más de 4 puntos porcentuales desde marzo de 2022

(incluyendo cuatro alzas consecutivas de 75 pb) ubicándola en un rango de 4.25-4.50% para el cierre de año. La política monetaria ha provocado que las condiciones monetarias sean cada vez más estrechas, lo cual está teniendo un efecto diferencial a través de los sectores de la economía de Estados Unidos: (a) El sector inmobiliario se está contrayendo pero el mercado laboral y el consumo permanecen resilientes; (b) mientras que el aumento del salario real ha sido negativo, los ingresos agregados han estado aumentando rápidamente y, (c) hasta noviembre, el ingreso nominal agregado aumentó 8.7% anual, todavía mostrando una fortaleza histórica, mientras que el gasto nominal del consumidor aumentó 8.4%, impulsado por el aumento del gasto en servicios. Anticipamos que el PIB tenga un crecimiento de 1.7% anual en el último trimestre del año, mientras que la inflación general crecería 6.3% en diciembre.

**Panorama de Estados Unidos en 2023: peor de lo que uno esperaría.** Los datos recientes han aumentado nuestra confianza de que la recesión empiece más a finales de 2023 que a inicios. Nuestro escenario de recesión está basado en menor medida por la información actual de la actividad económica, y más en la expectativa de un mayor apretamiento en las condiciones financieras y que la inflación no caiga por un mercado laboral resiliente. Los datos históricos sugieren que el mercado laboral tiene un rezago a la sensibilidad del alza de tasas, aproximadamente de seis trimestres. Incluso a la fecha todavía no se ha visto que el mercado laboral se esté deteriorando, ya que las reclamaciones por el seguro de desempleo permanecen bajas al igual que la tasa de desempleo.

Considerando esto, si las condiciones financieras no se estrechan más, lo cual no nos sorprendería, la tasa de desempleo permanecería relativamente baja por todo el 2023, lo cual podría traducirse en riesgos inflacionarios al alza.

Por otro lado, seguimos esperando un alza adicional por parte de la Reserva Federal de 50 pb en febrero y de 25 pb en marzo y mayo, con una tasa terminal del pico de 5.25-5.5%. No obstante, con el supuesto de que la Fed “hará todo lo posible” para alcanzar el objetivo de inflación de 2%, si las presiones inflacionarias por parte del mercado laboral se materializan, el Comité de Mercado Abierto podría optar por mayores alzas.

Actualmente, un número de indicadores que usualmente presagian recesiones están presentes: 1. El sector inmobiliario está en contracción, 2. La curva de tasas del Tesoro está invertida, 3. Los individuos y los negocios se sienten más positivos a las condiciones actuales que las del futuro, 4. La tasa de desempleo está históricamente baja, 5. La inflación permanece por arriba de su objetivo y 6. La Fed está aumentando las tasas de interés y las condiciones monetarias se están deteriorando. En nuestro escenario base, el deterioro de las condiciones monetarias y financieras reducirá el entusiasmo empresarial a la demanda futura, la cual reducirá la demanda de trabajo y disminuirá las contrataciones y el crecimiento de salarios. Esta disminución en el ingreso agregado pesará en el gasto del consumidor y el aumento del desempleo también mantendrá el sector inmobiliario débil. Como resultado, esperamos que la trayectoria trimestral de crecimiento económico anual durante 2023 sea: 1.5%, 0.5%, (-)2.0% y (-)1.0%.

### **Apertura en China y sus implicaciones para 2023.**

La política cero COVID-19 implementada por el gobierno de China ocasionó un gradual descontento y desesperación en la población, que posteriormente se convirtieron en constantes protestas. A su vez, la actividad económica siguió mostrando una desaceleración generalizada a lo largo de 2022, la cual se agudizó en el mes de noviembre. Bajo este contexto y aunado a las protestas, a principios de diciembre el gobierno realizó una fase inicial de reapertura, levantando varias restricciones de su política de confinamiento. Consecuentemente, los casos de COVID-19 aumentaron precipitadamente, saturando los hospitales de diferentes ciudades del país. Por lo anterior, estimamos que el daño por la pandemia en la fase inicial de la reapertura podría concentrarse durante el cuarto trimestre de 2022 e inicios del 2023, y será hasta finales del 1T23 donde veamos una apertura total de la economía. A medida que la ola de la COVID-19 se modere, la reapertura total así como la estabilización del sector inmobiliario ayudarían a la recuperación económica durante 2023. En consecuencia, hemos ajustado a la baja nuestros pronósticos de PIB a 1.0% anual para el cuarto trimestre de 2022 (desde 3.7%) y para 2023 a 5.3% (5.6% anteriormente).

### **Los precios de los energéticos seguirán afectando a Europa.**

De enero a noviembre de 2022, en la Zona Euro la inflación general ha promediado 8.3% anual, destacando el mes de octubre cuya cifra alcanzó el 10.6%, un máximo desde diciembre de 1997. Dichas presiones inflacionarias se explican en mayor medida por la serie de choques negativos en la oferta, particularmente los relacionados al conflicto R/U, a través de los

precios de los energéticos. En consecuencia, el Banco Central Europeo (BCE) ha elevado sus principales tasas de interés en 200 pb desde el 27 de julio, donde el tipo de interés de la facilidad de depósito se ubica actualmente en 2.0% (y estimamos un alza adicional de 50 pb en marzo de 2023). Bajo este contexto, esperamos que la inflación general haya alcanzado su pico durante el último trimestre de 2022, mientras que para los precios subyacentes alcanzarán su máximo a finales de la primavera de 2023, por arriba del 5.0%. Por su parte, las cadenas de valor seguirán viéndose afectadas por la escasez de los energéticos, al menos hasta la primera mitad del 2023. Como resultado, estimamos que Europa tenga un crecimiento de 3.2% para el cierre de 2022 y de (-)0.4% para 2023.

### **Basado en lo anterior, vemos tres escenarios de riesgos a la baja para el crecimiento económico global en 2023.**

*1. La caída de la zona euro podría persistir más tiempo.* Los efectos de los choques en los energéticos, el apretamiento de la política monetaria y una fragmentación financiera podrían alargar la desaceleración de Europa y abrir la puerta de una mayor caída global en la segunda mitad del año.

*2. El crecimiento de E.U.A. podría mermarse más rápido que lo esperado.* Los efectos del ciclo alcista de la Fed, aunado a los choques de la economía global, podrían impulsar a la economía estadounidense en una recesión durante la primera mitad de 2023, (más pronto de lo que proyectamos).

*3. El crecimiento de China podría ser más débil y menos coadyuvante al crecimiento global.* Si los cambios en la política cero COVID-19 se prolongan más que en nuestra estimación o si sus efectos al comportamiento del consumidor sean menos pronunciados a nuestra

expectativa, veríamos una trayectoria más débil del crecimiento económico global.

Por lo tanto, nuestro escenario base radica en un crecimiento anual de la economía mundial de 1.9% en 2023 y de 2.7% en 2024, con el balance de riesgos sesgado a la baja (ver Gráfica 2).

Fuente: Citi Research, Bureau Labor of Statistics y de Eurostat.

## **PANORAMA ECONÓMICO EN MÉXICO 2023: ¿LA RESILIENCIA PERDURARÁ?**

### **Signos de desaceleración en la economía.**

En los tres primeros trimestres del 2022, México ha promediado un crecimiento de 2.8% anual o 1.1% trimestral. Durante el 3T2022, la economía aumentó 0.9% con respecto al trimestre anterior y pudo superar por primera vez sus niveles prepandemia (4T2019) en el agregado de cada actividad económica (ver Gráfica 3). Las cifras recientes mostraron una desaceleración marginal en todos los sectores: el sector de servicios creció 1.1% a tasa trimestral en el 3T22 (+1.3% en el 2T22), la producción industrial (PI) se expandió 0.6% (desde 0.7% el trimestre anterior) y el sector agropecuario (que representa el 3% del PIB total), aumentó 2.0%, desde 2.9% en el 2T22.

### **Las industrias manufactureras, cuya aportación al PIB durante el 2022 ha sido de alrededor del 16%, han tenido un comportamiento heterogéneo en los últimos meses.**

Luego de haber registrado caídas mensuales en agosto y septiembre de (-)0.33% y (-)0.27%, respectivamente, en octubre la producción manufacturera tuvo un aumento de 0.13%. Por su parte, la industria de fabricación de equipo de transporte

cayó (-)2.95% en septiembre y (-)0.33% en octubre. Con respecto al mercado laboral del sector, este ha mostrado un crecimiento sostenido. De enero a octubre de 2022, el personal ocupado ha promediado un aumento mensual de 0.15%, mientras que las remuneraciones medias reales se han mantenido prácticamente sin cambios. Por su parte, la capacidad de planta utilizada total se mantuvo en 82.8% en octubre, 1.2 puntos porcentuales por debajo del nivel de septiembre, pero todavía por arriba del promedio histórico de 79% (ver Gráfica 4). De manera general, los indicadores del sector manufacturero han mostrado un escenario mixto en meses recientes, con una tendencia modesta al alza en su producción. Por ende, esperamos que haya una desaceleración gradual en la manufactura, ante la expectativa de una caída en la demanda interna de Estados Unidos. Como resultado, estimamos que la industria manufacturera aumente 5.5% anual en 2022, y de 1.1% en 2023.

**Con respecto a la demanda interna, el consumo sigue mostrando resiliencia, mientras que la inversión fija bruta sigue rezagada respecto a sus niveles prepandemia.** En septiembre, el consumo privado registró un incremento mensual de 0.4% (desde 0.3% en julio y de 0.6% en agosto) impulsado por un aumento en el gasto en bienes y servicios nacionales de 0.3% y 0.6% respectivamente, así como del gasto en bienes importados de 1.4%. Con estos resultados, el consumo se ubicó 3.4% por arriba de su nivel prepandemia (enero de 2020). Por su parte, la inversión fija bruta registró una disminución mensual de 0.9% en septiembre, la mayor caída desde febrero de 2022. Esta cifra se atribuye a una disminución mensual de 2.6% en la construcción residencial, así como a

la compra de maquinaria y equipo nacional de (-)5.8%. Con estos resultados, de enero a septiembre de 2022 la inversión ha tenido un crecimiento mensual promedio de 0.38%, casi igual que el consumo privado de 0.4%. No obstante, esta sigue 1.2% por debajo de sus niveles de enero de 2020 (ver Gráfica 5). De acuerdo con cifras preliminares, en octubre se estima que el consumo privado aumentó 1.3% mensual y en noviembre cayó (-)0.7%. A pesar de ello, ante la expectativa de una desaceleración económica, tanto el consumo y la inversión podrían verse afectadas durante el 2023. Como resultado, en 2022 estimamos un crecimiento anual de 6.9% para el consumo, mientras que la inversión lo hará en 5.6%. Para 2023, esperamos un aumento de 2.3% y 1.4%, mismo orden.

**Prevalecen resultados mixtos en otros componentes.** La baja tasa de desempleo en Estados Unidos siguió contribuyendo a la economía mexicana por medio de las remesas. En octubre, los ingresos de estas ascendieron a 5,360 millones de dólares (mdd), un crecimiento anual de 11.2%. Como resultado, el monto acumulado (enero a octubre) en 2022 fue de 48,338 mdd, 14.6% más que el año pasado y 44.0% con respecto al mismo periodo de 2020. Prevemos que en lo que resta de 2022, las remesas muestren una tendencia ascendente, aunque más moderada que este año. A medida que la economía estadounidense entre en recesión en 2023, la tasa de desempleo aumentaría, afectando a las remesas.

Por otro lado, el saldo de la balanza comercial en octubre mostró un déficit de 985.6 mdd, explicado por una mayor caída mensual en las exportaciones (-4.2%) que en las importaciones

(-2.4%), ubicándose en 49,399 mdd y 50,384.9 mdd, respectivamente. La caída mensual de las exportaciones se explicó por la disminución de las manufacturas (que representaron en promedio el 87.7% de las exportaciones totales de enero a octubre de 2022) de (-)4.3%, resaltando el sector automotriz (que representó en promedio el 28.2% de las exportaciones manufactureras, mismo periodo) cuya caída fue de (-)2.9%. Por el otro lado, el de las importaciones se debió a la caída mensual de los bienes de uso intermedio, particularmente de los petroleros de (-)9.4%. Con estos resultados, consideramos que las exportaciones tenderán a disminuir ante la desaceleración económica global. Por último, el mercado laboral se ha mostrado resiliente, ya que la tasa de desocupación durante el 3T22 se ubicó en 3.2% de la Población Económicamente Activa (PEA), su menor nivel desde 2005. Asimismo, de acuerdo con el Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS), el empleo formal aumentó 0.2% en noviembre (desde 0.4% en octubre). Mientras que el salario promedio se ubicó en 484 pesos por día, equivalente a un crecimiento real de 2.9% anual. Estos resultados siguen impulsando las cifras del consumo privado. No obstante, dentro de los riesgos a la baja destacan: a) Mayores tasas de interés, b) Mayores costos de los empleadores por el incremento de 25% al salario mínimo durante el 2023.

**Mantenemos nuestros pronósticos de crecimiento, aunque con el balance de riesgos sesgada a la baja.** La recuperación de la actividad continuó en el 3T22. Sin embargo, la demanda externa debería

desacelerarse por el menor crecimiento del PIB mundial. El crecimiento de la demanda interna también debería moderarse a medida que la recuperación del mercado laboral se desacelere, los flujos de remesas pierdan dinamismo, las tasas de interés reales aumenten, y las incertidumbres relacionadas con factores locales y globales permanezcan elevadas. En este sentido, estimamos un crecimiento trimestral del PIB de 0.4% para el 4T22, lo que implicaría un incremento acumulado de 3.0% en 2022. Para 2023, seguimos anticipando un crecimiento de 1.4%, el cual tendrá la siguiente trayectoria trimestral de crecimiento anual: 1.0%, 0.3%, (-)1.1% y (-)0.3%. Dentro de los riesgos a la baja destacan: 1. Una recesión de Estados Unidos, 2. Mayores tasas de desempleo, 3. Un mayor deterioro en la inversión, y 4. Que China opte por reanudar la política cero COVID-19. Dentro de los riesgos al alza, destacan las tendencias del nearshoring (para más información, consultar el artículo "Nearshoring en México: ¿Abundan las oportunidades?" el cual está en la página 215).

## **INFLACIÓN SE ESTABILIZA, PERO LAS PRESIONES SOBRE LA SUBYACENTE PERSISTEN**

**Las presiones inflacionarias persistieron durante 2022.** México ha promediado una inflación general anual de 8.0% durante el año. Algunos factores externos explicaron la mayoría del ambiente adverso de la inflación durante 2022 (estimamos su impacto en 65% del aumento de la inflación en México), incluyendo las disrupciones en las cadenas de suministro, el conflicto R/U y los confinamientos en China que provocaron aumentos en los precios internacionales de los

energéticos, gases, bienes manufactureros y alimentos producidos en dichos países. Por su parte, en México, las diferentes sequías que ha atravesado el país también contribuyeron al alza de los precios de diferentes alimentos. La inseguridad también jugó cierto rol, al aumentar los costos incurridos por las empresas relacionados a la protección y a la pérdida de mercancías.

**La inflación general parece haberse estabilizado recientemente...** La inflación general mensual sorprendió a la baja en noviembre, principalmente por una inflación menor a la proyectada de las mercancías no alimenticias y de algunos servicios. Es importante destacar que la inflación disminuyó en cifras desestacionalizadas, lo que sugiere que las presiones podrían estar estabilizándose en cierta medida. Además, la inflación de los precios al productor (de 5.7% anual en noviembre) mantiene una tendencia gradual a la baja —lo que debería reducir las presiones sobre los precios al consumidor en el futuro.

**... pero las presiones sobre los precios subyacentes siguen siendo elevadas.** Por otro lado, las presiones en la inflación subyacente aún no ceden, seguimos preocupados por la inercia de la subyacente y por posibles presiones adicionales en los precios mundiales de las mercancías. Los precios más afectados siguen siendo los de las mercancías y los servicios relacionados con la alimentación y el turismo. Además, pensamos que algunas disminuciones de los precios relacionadas con el periodo de ofertas de noviembre podrían revertirse parcialmente en diciembre como se ha observado en años anteriores. Respecto a la inflación no subyacente, los precios de la energía se están desacelerando,

pero se mantienen en niveles altos, y no descartamos un repunte de los precios de los agropecuarios. Pensamos que la inflación general alcanzó su pico en agosto-septiembre en 8.7%, mientras que la subyacente en noviembre-diciembre con 8.5%. Actualmente, estimamos una inflación general de 8.0% y una subyacente de 8.5% al cierre de 2022.

**Estimamos que la inflación continúe disminuyendo en 2023.** Pensamos que estas presiones inflacionarias van a ceder gradualmente el próximo año, impulsadas por la desaceleración de la actividad, la disminución de los precios internacionales de las materias primas, menores disrupciones en las cadenas de suministro globales. De acuerdo con los últimos pronósticos de la inflación general y subyacente de Banxico, este estima que en el último trimestre de 2023 se ubiquen en 4.2% y 4.3%, respectivamente. Estas proyecciones siguen siendo más optimistas que las nuestras: esperamos que la inflación general y subyacente se ubiquen ambas en 4.8% al cierre de 2023 (Ver Gráfica 6).

**Aun así, seguimos viendo riesgos al alza para la inflación.** Durante los próximos meses, existen diferentes factores que podrían implicar presiones inflacionarias elevadas persistentes: (1) la inercia de los precios subyacentes, (2) el impacto de mayores expectativas inflacionarias por parte de los agentes económicos, (3) mayores precios de las materias primas y, (4) los efectos potenciales de mayores salarios.

## **POLÍTICA MONETARIA: ¿EL FIN DEL CICLO DE ALZAS?**

---

**Banxico ha aumentado la tasa objetivo en 650 pb desde que inició su ciclo de alza de tasas en el verano de 2021.**

En las últimas decisiones de política monetaria, el Banco de México ha enfatizado que la inflación global se mantiene en niveles elevados, aunque se menciona que ha disminuido en varias economías ante menores presiones en los precios de alimentos y energéticos. Ante la prevalencia de los desbalances en la oferta y la demanda a nivel global que han generado dichos factores, diferentes bancos centrales, incluido Banxico, han endurecido sus políticas monetarias correspondientes.

Dicho endurecimiento se ha traducido en mayores expectativas de una desaceleración económica global. Sin embargo, algunos bancos centrales han mencionado que comenzarían a moderar la magnitud de sus aumentos.

**Banxico señala que se acerca el fin del ciclo.** En su última decisión, la Junta de Gobierno votó por moderar el ciclo de alzas y aumentar la tasa en 50 pb (con un disidente que optó por 25 pb), en línea con la Reserva Federal. Sin embargo, en su último comunicado de política monetaria, la guía futura cambió de forma significativa, al mencionar que la Junta considera necesaria un alza en la siguiente reunión de febrero, pero que hacia delante valorará la necesidad de ajustes adicionales. El comunicado tuvo un tono menos restrictivo en nuestra opinión, reconociendo la disminución en la inflación global y local, el deterioro adicional en las perspectivas de crecimiento mundial, y la estabilización de las

expectativas de inflación. Esto abre la puerta para la finalización del ciclo de alzas tan pronto como marzo 2023, lo que implicaría un desacoplamiento de la Fed, algo que Banxico ha enfatizado no es nada grave dada la postura restrictiva que se ha alcanzado, y que ha conducido a una elevada tasa real ex-ante de 6.0%.

**Estimamos un alza adicional en febrero de 2023, para una tasa terminal pico de 10.75% (ver Gráfica 7).**

Tal como anticipábamos, la desaceleración de la inflación, las recientes sorpresas positivas en ese frente, la estabilización de las expectativas de inflación, y un ritmo de alzas más moderado por parte de la Fed, dan espacio a Banxico para disminuir aún más su alza de tasas. Para proceder en la dirección señalada será importante ver una desaceleración adicional de la inflación general, y una estabilización de las presiones en los precios subyacentes y en las expectativas de inflación. Como nuestro escenario base contempla que la inflación anual general y subyacente deberían disminuir en los próximos meses (en cifras originales y desestacionalizadas), proyectamos un alza final de 25 pb en febrero de 2023, con una tasa terminal del ciclo alcista de 10.75%. Consideramos que, con la inflación en una trayectoria a la baja más clara, Banxico tendría espacio para iniciar cuidadosamente los recortes en el segundo semestre de 2023, con una tasa al cierre de año de 9.75%. Sin embargo, vemos los riesgos para estos pronósticos sesgados al alza, debido a los riesgos para la inflación subyacente y los movimientos de la Fed.

## **POLÍTICA FISCAL: LA DESACELERACIÓN DE 2023 AFECTARÍA LA RECAUDACIÓN TRIBUTARIA**

---

En 2022 se ha registrado una disminución en los ingresos presupuestarios debido al aumento observado en los precios internacionales del petróleo que llevó al Gobierno Federal a implementar estímulos fiscales especiales para controlar el alza de precios en gasolinas. No obstante, la recuperación de la actividad económica y algunas medidas implementadas por el Servicio de Administración Tributaria (SAT) para mejorar la recaudación tributaria han aumentado los ingresos tributarios, sin incluir los relacionados a los combustibles. En este sentido, de enero a octubre los ingresos tributarios sin el Impuesto Especial a la Producción y Servicios (IEPS) aumentó 9.4% anual, donde el Impuesto Sobre la Renta (ISR) y el Impuesto de Valor Agregado (IVA) aumentaron 14.3% y 0.1%, respectivamente. De esta forma, para 2022 se estima que los ingresos tributarios sin IEPS de combustibles representen 14.1% del PIB (mayor a lo aprobado de 12.9%) mientras que para 2023 representarían el 13.8%. Con estas cifras estimadas, en 2022 tendría un crecimiento real anual de 5.7% (vs. lo aprobado de 4.6%) y para 2023 sería solo de 1.3%, mucho menor a lo aprobado de 14.1%. En contraste, el apoyo especial para combatir el alza de precios en gasolinas ha ido en aumento. La cuenta del IEPS a gasolinas y diésel ha registrado un saldo acumulado a octubre de -88,587 millones de pesos. Esta ha sido la principal razón del porqué se estima que los ingresos presupuestarios



disminuyan en (-)2.3% en 2022, en lugar de (-)0.2% y para 2023 aumenten solo 0.8%. Asimismo, y aunado a la expectativa de un deterioro en la actividad económica durante 2023, para el próximo año los ingresos presupuestarios tendrían un aumento de apenas 0.8%, en lugar del 9.9% aprobado.

Al mismo tiempo, el gasto ha tenido una expansión mayor que lo establecido en el Paquete Económico 2022, en gran parte por los proyectos insignia del Gobierno Federal y algunos programas sociales, así como por mayores apoyos a las Empresas Productivas del Estado (EPEs). En este sentido, estimamos que en 2022 los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) se ubiquen en 4.0% del PIB, 0.2pp por arriba del estimado. De esta manera, la deuda bruta amplia del sector público se ubicaría en 56.4% del PIB al cierre del año, un ligero aumento desde el 56.1% del PIB observado en 2021.

Para 2023, anticipamos que la postura fiscal permanezca prácticamente sin cambios: un gasto enfocado en los programas y proyectos insignia de la administración así como un ligero incremento de los ingresos por medidas para mejorar la recaudación tributaria que se verían afectados negativamente a medida que el deterioro de la actividad económica aumente.

### **CONSIDERACIONES FINALES**

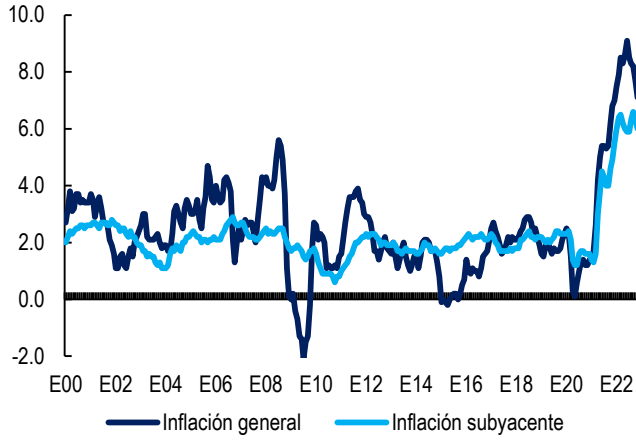
---

El panorama económico para México se ha complicado por diversos factores globales, como la previsión de condiciones más astringentes en los mercados financieros, aún altas tasas de inflación, y una significativa desaceleración económica en 2023, así como riesgos de una prolongación de los problemas en las cadenas de suministro (ligado por ejemplo a un desbordamiento de la crisis Covid en China), y un posible nuevo escalamiento del conflicto R/U.

Ante este entorno global deteriorado, aumenta la necesidad de promover un entorno interno que impulse el crecimiento de corto y mediano plazo. En particular, se debe de procurar recuperar la confianza y proveer de certeza jurídica para observar mayor inversión. Del mismo modo, seguimos pensando que México debería aprovecharse todo el potencial que podría recibir ante la relocalización (el *nearshoring*) de las cadenas de producción. Una expansión de la inversión potenciaría el crecimiento futuro, fortalecería el empleo y las finanzas públicas. Sin embargo, ciertos riesgos prevalecen ante esta oportunidad y es el hecho de la incertidumbre que ha generado el gobierno actual ante la cancelación de proyectos de infraestructura, así como la reciente entrada de la reforma eléctrica que ha llevado a países de Norteamérica a llevar consultas para buscar una solución.

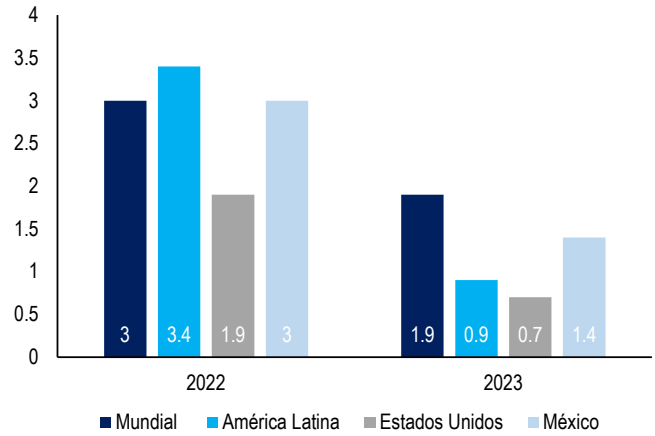
**Gráfica 1. Inflación en EUA**

(% variación anual)



**Gráfica 2. Pronósticos del PIB**

(% variación anual)

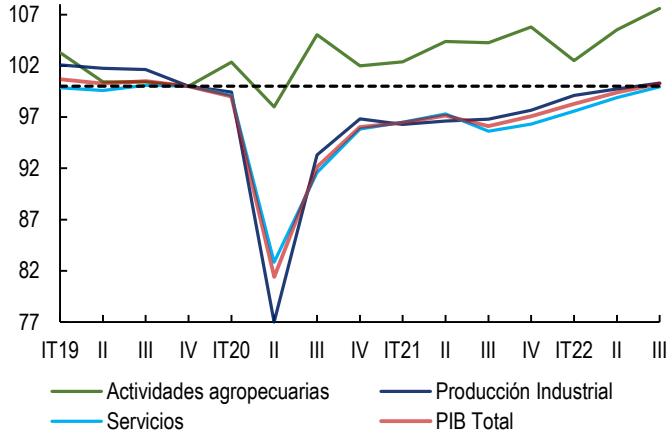


Fuente: Citibanamex Estudios Económicos con datos de Bloomberg.

Fuente: Citibanamex Estudios Económicos con datos de Citi Research.

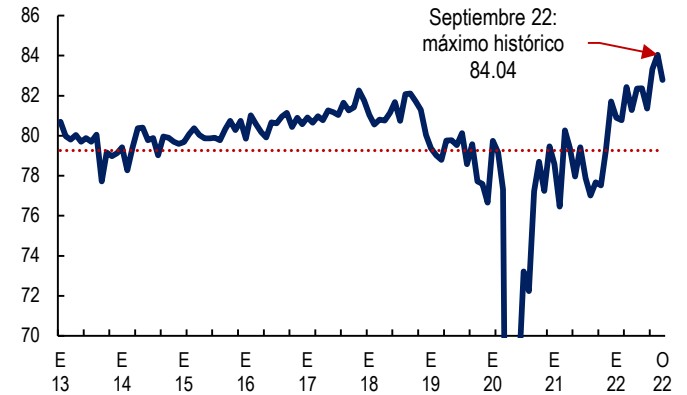
**Gráfica 3. Componentes del PIB**

(Cifras desestacionalizadas; índice base 4T2019=100)



**Gráfica 4. Capacidad de planta utilizada total**

(Cifras desestacionalizadas; %)

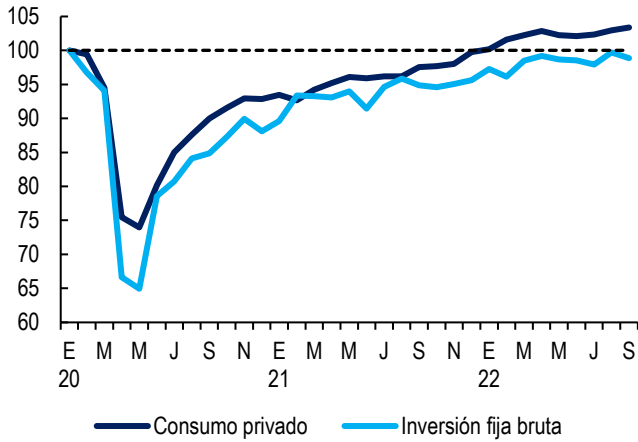


Fuente: Citibanamex Estudios Económicos con datos de INEGI.

Fuente: Citibanamex Estudios Económicos con datos de INEGI.

**Gráfica 5. Demanda interna**

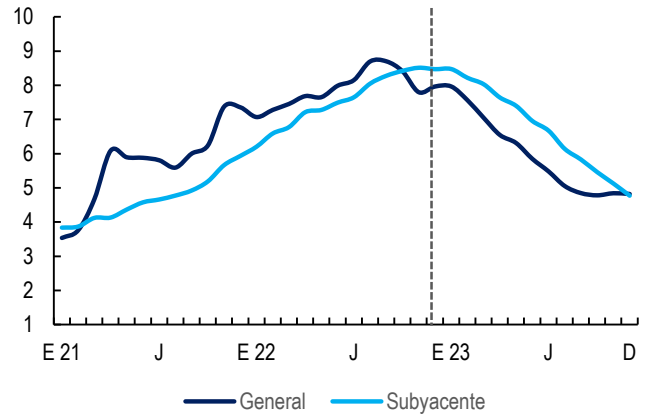
(Cifras desestacionalizadas; Índice base enero 20= 100)



Fuente: Citibanamex Estudios Económicos con datos de Banco Mundial y Banxico.

**Gráfica 6. Inflación**

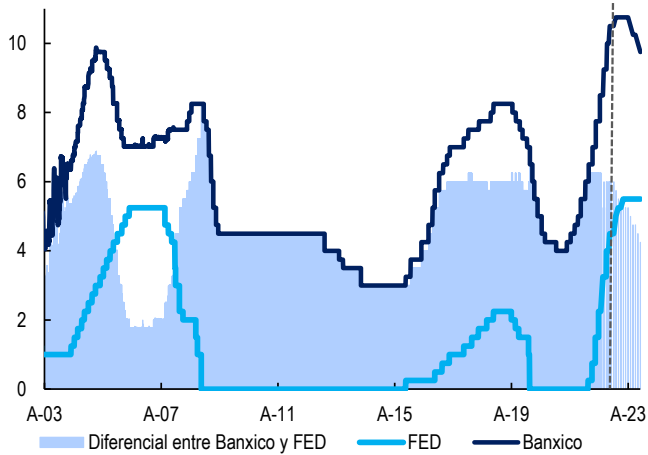
(Variación anual, %)



Fuente: Citibanamex Estudios Económicos con datos de Citibanamex Estudios Económicos e INEGI.

**Gráfica 7. Tasas de política monetaria**

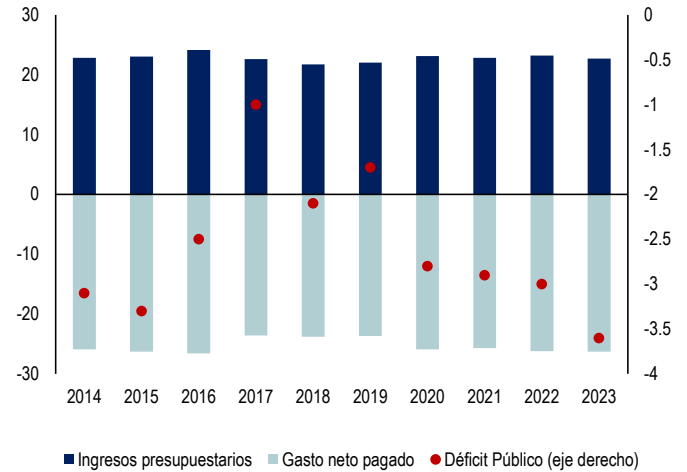
(%)



Fuente: Citibanamex Estudios Económicos con datos de Banxico y Bloomberg.

**Gráfica 8. Balance del sector público**

(% del PIB)



Fuente: Citibanamex Estudios Económicos con datos de SHCP.

*Indicadores oportunos hacia el cierre de 2022 apuntan a que la actividad económica seguirá una tendencia de desaceleración en la mayoría de las entidades federativas, aunque de manera heterogénea. Ello después de que, en el primer semestre del año la economía de seis estados se colocara en terreno negativo al compararse con el mismo periodo de 2021.*

*Durante enero-junio de 2022, mientras el PIB nacional creció 2.1% anual real desestacionalizado, el correspondiente de Campeche reportó mayor retroceso, de 6.5%, seguido por Coahuila (-2.9%), CDMX (-2.2), Aguascalientes (2.2%), Durango (-0.5%) y Yucatán (-0.3%). Por el contrario, las entidades que reportaron los mayores aumentos de la actividad económica fueron Tabasco (13.2%), Quintana Roo (9.4%), Hidalgo (8.9%), Morelos (7.7%) y Baja California Sur (7.6%).*

*Las inversiones públicas continuaron fortaleciendo la actividad económica en Tabasco, al tiempo que las dos principales entidades turísticas, Quintana Roo y Baja California Sur, mantuvieron su proceso de recuperación después de registrar las mayores contracciones económicas durante la pandemia. Asimismo, el repunte del sector de la construcción y, en menor medida, de las manufacturas en Morelos e Hidalgo favorecieron su dinamismo económico en la primera mitad del año.*

*Para el resto del año y para 2023 prevemos que la actividad económica continúe reportando resultados heterogéneos, aunque con menor ritmo de crecimiento en la mayoría de las entidades, principalmente durante el siguiente año. Particularmente,*

*consideramos que los estados con mayor vocación exportadora podrían ser los más afectados, dada la previsión de menor demanda externa derivada de la desaceleración de la economía estadounidense, aunque el efecto negativo podría atemperarse dado el proceso de relocalización de las empresas a estas plazas.*

*Adicionalmente, anticipamos que el mercado interno modere su crecimiento –en un entorno de lenta recuperación de los ingresos de los hogares, menor crecimiento del empleo, debilitamiento en el flujo de las remesas del exterior, así como la lenta recuperación del crédito–, afectando a la gran mayoría de los estados y, de manera particular a los que en su vocación productiva predomina el sector terciario.*

## **EL PIB ESTATAL EN 2021**

---

Durante el mes de diciembre de 2022 se dieron a conocer las cifras del PIB a nivel estatal para 2021. De acuerdo con estos resultados, Quintana Roo y Baja California Sur fueron las entidades con el más alto crecimiento económico en ese año, 16.0% y 15.8%, respectivamente, después de ser las de mayor contracción durante 2022 (-23.5% y -23.3%, en el mismo orden). La recuperación de las actividades terciarias, particularmente las ligadas al turismo habrían contribuido a este resultado: los servicios de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas alcanzaron un incremento de 66.4% en Quintana Roo (desde -55.1% en 2020) y de 83.8% en Baja California Sur (-49.6% en 2020), ver Gráfica 9.

Las entidades que siguen con mayores crecimientos del PIB son Nayarit (8.2%), Baja California (8.2%) y Tabasco (8.2%). En Nayarit, este resultado es atribuible, en gran parte, al dinamismo del sector industrial (20.1%), particularmente al sector de la construcción (28.9%) y a la generación de electricidad, gas y agua (25.6%), mientras que los servicios crecieron 6.6% y las actividades primarias cayeron 2.1%.

La economía de Baja California fue una de las menos afectadas durante la pandemia, con una caída del PIB de 3.7% (la segunda de menor magnitud), permitiendo una recuperación más sólida durante 2021. El sector manufacturero fue el principal motor del crecimiento, apoyado por la recuperación de la demanda externa –mayormente proveniente de EUA–, al alcanzar un aumento de 12.5% en 2021 (desde -1.8% un año antes).

En Tabasco, el sector de la construcción reportó un aumento de 124% en 2021, favorecido por la inversión pública encaminada a la construcción de la refinería “Dos Bocas”, lo que impulsó aún más el crecimiento económico en el estado, después de ser la única entidad donde el PIB no cayó en 2020. El resto de las actividades mostraron incrementos moderados, la minería petrolera de 4.7%, servicios 4.8% y primarias 2.4%.

Por otro lado, el PIB de Campeche fue el único con variación negativa durante 2021 (-4.1%), acumulando 8 años consecutivos de caídas. Este desempeño se explica por la menor producción petrolera, que disminuyó 6.6% en el año y no logró ser

compensada por los avances de otras actividades como los servicios (4.9%), la industria de la construcción (12.7%) y el sector primario (8.5%). Cabe señalar que, 68.2% del PIB del estado está concentrado en la minería petrolera.

Es de llamar la atención que, los resultados del crecimiento del PIB estatal de 2021 muestran importantes diferencias con respecto a los datos del ITAEE (Indicador Trimestral de Actividad Económica Estatal, proxy del PIB), los cuales son más oportunos.

Destacan, por su importancia, las cifras de la CDMX, donde el ITAEE registraba un crecimiento de apenas 0.5% en comparación con el 3.1% dado a conocer con cifras del PIB. O bien, Nayarit donde el ITAEE la colocaba como la entidad con el mayor crecimiento económico en 2021 (13.9%) y el resultado del PIB fue de 8.2%. Dadas estas revisiones, anticipamos que al darse a conocer las cifras del ITAEE del tercer trimestre de 2022 se observen cambios trimestrales relevantes para la actividad económica de los estados durante el primer semestre de 2022 en comparación con las cifras hasta ahora publicadas.

## **DESEMPEÑO DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA ESTATAL EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2022**

En los primeros seis meses del año, el PIB nacional creció 2.1% real con cifras desestacionalizadas, desde el 2.7% del segundo semestre de 2021. A nivel de entidad federativa el desempeño económico continuó siendo heterogéneo, donde Tabasco ocupó el primer lugar con un aumento del ITAEE de 13.2% y Campeche se colocó nuevamente al final de la tabla con una caída del ITAEE de 6.5%. La diferencia del indicador entre ambos estados fue de casi 20 puntos porcentuales. Además de Tabasco, las entidades con los más altos crecimientos del

ITAEE son Hidalgo, Quintana Roo, Morelos y Baja California Sur. Mientras que, con variaciones negativas del ITAEE también están Coahuila, Aguascalientes, CDMX, Durango y Yucatán (Gráfica 10).

En Tabasco, el sector industrial alcanzó un crecimiento anual de 19.3% en el primer semestre de 2022 (cifras originales), explicado por el dinamismo de la industria de la construcción (40.1%), el segundo de mayor incremento a nivel nacional. La inversión pública destinada a la construcción de la refinería “Dos Bocas” ha sido el principal motor de crecimiento del sector. Adicionalmente, la minería (petrolera, principalmente), que concentra 42.5% del PIB local creció 18.5% en el periodo señalado, mientras las actividades terciarias aumentaron 2.5% (versus 1.0% el nacional), favorecidas por la generación de empleos formales, los cuales crecieron 18.4% en este periodo (4.7% el nacional), la mayor tasa en el país.

En tanto, los crecimientos del ITAEE de Quintana Roo y Baja California Sur estuvieron entre los primeros cinco lugares a nivel nacional, con 9.4% y 7.6%, respectivamente. En ambas entidades, la continua recuperación del sector terciario altamente relacionado con el turismo, después de la mayor contracción desde que se tienen registros, explica principalmente estos resultados. En Quintana Roo, las actividades terciarias –que concentran 85% del PIB estatal– crecieron 9.1% en el primer semestre del año. A su interior, el comercio aumentó 13.3%, mientras el resto de los servicios lo hicieron en 4.8%. Aunque en Baja California Sur, el total del sector terciario creció 11.0% en la primera mitad de 2022, el sector industrial impactó negativamente al PIB local, al caer 3.2%, debido a la contracción de la actividad de la construcción (-6.5%), principalmente por menor obra pública.

En Morelos e Hidalgo, por el contrario, el sector de la construcción favoreció la actividad económica local. En Morelos, el ITAEE aumentó 7.6% en el primer semestre de 2022 y, a su interior, las actividades secundarias lo hicieron en 22.5%, producto de un aumento de 52.3% en el sector de la construcción y de 191% en la generación de electricidad, gas y agua, al tiempo que la producción manufacturera retrocedió 1.4%. Los servicios, por su parte, aumentaron 2.1% y las actividades primarias solo 0.7%.

En Hidalgo, el ITAEE creció 8.9% en los primeros seis meses de 2022. Por sectores, destaca el secundario, con un incremento de 19.4%, explicado por el 37.8% en la construcción y de 17.3% en las manufacturas, principalmente. El sector terciario, en tanto, aumentó 4.7%, impulsado por el 7.1% del comercio. Cabe señalar que, este sector reportó un importante retroceso en Hidalgo durante 2020 –principalmente en el segmento minorista– e inició una recuperación paulatina hacia el segundo trimestre de 2021.

Con respecto a las seis entidades con caídas en el ITAEE durante el primer semestre de 2022, destaca el caso de Campeche con una contracción de 6.5%, mostrando cuatro caídas anuales consecutivas en los últimos cuatro trimestres. Por sectores, el industrial disminuyó 7.9% en el semestre, donde la minería petrolera retrocedió 8.9%. Este sector ha mostrado caídas a tasa anual en los últimos 15 trimestres. En la mayoría del resto de los sectores se registraron crecimientos, liderados por el 9.4% de la industria de la construcción, seguido por el 7.5% de las manufacturas y 1.0% de los servicios. Por último, el sector primario, que tiene una participación de 2.2% en el PIB de Campeche, cayó 6.5% durante los primeros seis meses del año.

El ITAEE de la CDMX, por su parte, cayó 2.2% en el primer semestre de 2022 a partir de la contracción de 2.3% de los servicios –sector que concentra 89.4% del PIB de la capital del país. Si bien las actividades comerciales observaron un incremento de 9.9%, ello no fue suficiente para compensar la caída de 4.8 del resto de los servicios, aunado a un aumento de apenas 0.3% en las actividades industriales, donde el sector de la construcción se contrajo 6.0%.

En Coahuila y Aguascalientes, el sector manufacturero continuó afectado por la disrupción en las cadenas de suministro, impactando negativamente los resultados de la actividad económica total en ambas entidades durante la primera mitad de 2022. En Coahuila, la producción manufacturera –que contribuye con 43.8% del PIB estatal en comparación con 19.3% del nacional– creció apenas 0.7% en el primer semestre de 2022, a ello se sumó la caída de 18% de la industria de la construcción y la disminución de 3.9% de los servicios. Únicamente el sector primario creció (3.1%) durante este periodo.

En Aguascalientes, por otro lado, las manufacturas (33.0% del PIB local) cayeron 11.3%, al tiempo que la construcción disminuyó 6.1%, en contraste con el aumento de 2.9% de los servicios y de 5.3% de las actividades primarias.

## **RESULTADOS MIXTOS EN LAS PRINCIPALES VARIABLES ECONÓMICAS HACIA EL CIERRE DE 2022**

---

Cifras oportunas muestran que, a nivel sectorial, la actividad estatal observó importantes divergencias en su desempeño, donde la industria manufacturera aún reportó dinamismo en gran parte de las entidades, principalmente en aquellas con vocación exportadora. Mientras que, el mercado interno

avanzó de manera moderada en gran parte del país, favorecido por la recuperación del empleo y salarios, las remesas y, en menor medida, por el crédito. Por su parte, el crecimiento en el sector de la construcción se concentró en pocas entidades, mientras más de la mitad observó importantes rezagos.

## **LA INDUSTRIA MANUFACTURERA MANTIENE CRECIMIENTOS EN GRAN PARTE DE LAS ENTIDADES**

---

Durante los primeros ocho meses de 2022 la producción manufacturera nacional creció 5.2% anual, favorecida por el aún dinámico mercado externo, así como por la recuperación paulatina de la cadena de suministros. Por entidad federativa, no obstante, persisten contrastes, mientras que seis entidades, Aguascalientes, Guerrero, Durango, Morelos, Yucatán y Nayarit registraron caídas de 10.5%, 3.2%, 1.5%, 1.1%, 1.1% y 0.5%, respectivamente, cinco estados alcanzaron incrementos en la producción manufacturera de dos dígitos, Quintana Roo (17.5%), Hidalgo (14.7%), Sonora (14.6%), Chiapas (13.1%) y Jalisco (12.8%). Ver Gráfica 11.

En Aguascalientes, consideramos que la disrupción en las cadenas de suministros, principalmente en el sector automotriz ha impactado negativamente el desempeño de la industria manufacturera. Con respecto a las entidades con alto crecimiento en las manufacturas, en Chiapas y Quintana Roo el sector tiene un peso menor al promedio nacional y están concentradas en la producción de alimentos y bebidas. Mientras que, en Jalisco y Sonora se han registrado cifras favorables en la producción de maquinaria y equipo, cuyo destino, en gran parte, es el mercado externo. En Hidalgo, la producción de minerales no metálicos y productos petroleros explica en gran medida este desempeño.

Consideramos que, en lo que resta del año aún se observarán signos positivos en la producción manufacturera, apoyada, además, por el proceso de relocalización de plantas productivas en algunas entidades (“nearshoring”), principalmente en el norte del país, así como en el bajo. Condición que atenuaría el debilitamiento esperado de la demanda externa, principalmente durante 2023.

## **EL ALTO CRECIMIENTO DE LA INDUSTRIA DE LA CONSTRUCCIÓN SE CONCENTRÓ EN POCOS ESTADOS**

---

De enero a agosto, a nivel nacional el valor de la producción del sector de la construcción se estancó con respecto al mismo periodo de 2021. A nivel estatal se presentaron importantes contrastes, en 17 estados se observaron caídas anuales (la más profunda en Coahuila, de 21.3), mientras que, en Morelos, el indicador alcanzó un incremento de 64.8%, seguido por Hidalgo (41.5%), Tabasco (40.2%) y Chiapas (30.8%), ver Gráfica 12.

Cabe señalar que la menor obra pública afectó de manera significativa a las entidades con las mayores contracciones en el indicador de la construcción, aunque en el caso de Coahuila también se observó una importante caída en la construcción del sector privado, principalmente en edificación y en el sector de comunicaciones.

Por el contrario, los resultados en Tabasco y Chiapas se explican en gran medida por la inyección de recursos públicos destinados a obras del gobierno federal, como la refinería “Dos Bocas” y el Tren Maya. Similarmente, en el caso de Hidalgo se observó un importante repunte en la obra pública vinculada con el sector del petróleo y petroquímica.

## **EL SECTOR COMERCIAL MANTUVO SU RECUPERACIÓN**

---

En un entorno de crecimiento del empleo, los salarios y el constante flujo de remesas, además de la incipiente recuperación del crédito al consumo, el sector comercial minorista aumentó 4.8% anual durante enero-septiembre de 2022.

A nivel estatal, solo en tres entidades (Tlaxcala, Coahuila y Oaxaca) se registraron decrementos en el comercio al menudeo. Por el contrario, la CDMX, Quintana Roo y Baja California Sur observaron los mayores incrementos, de 11.9%, 9.0% y 8.0%, respectivamente. La vacunación contra Covid-19 y la reapertura de los negocios habrían favorecido la recuperación de los servicios en la capital del país, mientras que el repunte del turismo en Quintana Roo y Baja California, ante el atemperamiento de la pandemia, explican el incremento del comercio en estas entidades (Gráfica 13).

A septiembre, el comercio minorista a nivel nacional supera sus niveles prepandemia (2019). No obstante, en algunos estados, persisten rezagos de gran magnitud, los más relevantes se localizan en Hidalgo, Puebla y Querétaro, donde el indicador de ventas es menor al de 2019, en más de 9%.

## **LAS REMESAS DEL EXTERIOR CONTINUARON AUMENTANDO**

---

En los primeros nueve meses de 2022, las remesas provenientes del exterior, de EUA mayormente, sumaron 42,965 millones de dólares, 15% más que en el mismo periodo de 2021. Con excepción de Tamaulipas, donde el indicador cayó 0.3%, en todas las entidades el flujo de remesas superó al reportado en los mismos meses un año antes. El mayor incremento lo registró Chiapas (67.1%), seguido por Baja California Sur (48.2%) y Puebla (31.0%). Ver Gráfica 14.

Por monto, los mayores receptores fueron Jalisco (9.4% del total), Michoacán (9.1%) y Guanajuato (8.7%), entidades tradicionalmente expulsoras de migrantes hacia los EUA. Si bien en todo el país existe registro de recepción de remesas, diez entidades concentran tres cuartas partes de los envíos totales, favoreciendo el consumo de las familias receptoras. Las remesas constituyen un importante complemento a los ingresos de los hogares. Por ejemplo, en Guerrero representan 2.7 veces la masa salarial generada en la entidad por los trabajadores afiliados al IMSS, mientras que en Oaxaca es de 1.9 veces, 1.7 en Michoacán y 1.3 veces en Chiapas. En estas entidades la tasa de informalidad laboral, además, es de las más altas del país.

## **DINAMISMO DEL EMPLEO FORMAL EN 2022, AUNQUE CON LIGEROS SIGNOS DE DESACELERACIÓN HACIA EL FINAL DEL AÑO**

---

De enero a noviembre de 2022, los empleos registrados en el IMSS alcanzaron un crecimiento de 4.4% a nivel nacional, desde 1.7% del mismo periodo de 2021, equivalente a 882,888 nuevas plazas. A nivel estatal, se observaron aumentos en el empleo de todas las entidades federativas. Tabasco registró el mayor crecimiento (16.0%), seguido por Quintana Roo (14.7%), Baja California Sur (14.0%) e Hidalgo (10.2%). Mientras que en Michoacán, Sinaloa y San Luis Potosí se reportaron los menores avances, de 1.4%, 1.8% y 1.9%, en el mismo orden (Gráfica 15).

A noviembre de 2021, en casi todas las entidades el nivel de empleo es superior al observado en todo 2019, periodo previo a la pandemia. Destaca el caso de Tabasco donde la cifra es 43.0% mayor, seguido por Nayarit (18.0%) y Baja California Sur (17.6%). En tanto, las entidades

donde, en noviembre de 2022, apenas se superó por alrededor de 1% el nivel de empleo observado en 2019 son Veracruz y Puebla, además que en la CDMX aún no se alcanza tal umbral.

Si bien los resultados en empleo son favorables, hacia la segunda mitad del año se comenzaron a observar signos de desaceleración. Durante el primer semestre de 2022 el aumento de plazas formales a nivel nacional creció 4.7% en promedio, mientras que para el periodo julio-noviembre el ritmo disminuyó a 3.9%. Por entidad federativa, el menor dinamismo del empleo se observó en 25 entidades. Destacan los casos de Quintana Roo, donde pasó de crecer 18.4% a 10.9% en los periodos señalados, y Tabasco con 18.5% y 13.3%, en el mismo orden.

## **ESTIMACIONES DEL PIB ESTATAL PARA 2022 Y 2023**

---

Anticipamos que la actividad económica nacional mantuvo su ritmo de crecimiento durante el segundo semestre de 2022, con lo que el crecimiento del PIB llegaría a 3.0%. Para 2023, prevemos una desaceleración en el crecimiento del PIB a 1.4%, atribuible en gran medida a la menor actividad estimada en EUA y su impacto sobre demanda externa, así como a la desaceleración del mercado interno.

A nivel estatal anticipamos resultados heterogéneos para lo que resta del año y para 2023. Para la segunda mitad de 2022, las entidades más vinculadas al sector externo, vía exportaciones seguirían creciendo, en su mayoría, debido al impulso generado por la demanda de manufacturas en el mercado estadounidense.

Para 2023, la relocalización de plantas productivas a algunos estados atemperaría los impactos negativos de la menor demanda

prevista en dicho país. Las entidades más sensibles a este proceso pudieran ser las del norte y/o bajo. Estimamos que las exportaciones totales crezcan 17.2% en dólares en 2022 y 2.5% en el año siguiente.

Si bien pronosticamos que el mercado interno se desacelere, principalmente durante 2023, éste seguirá siendo un componente importante del crecimiento económico de estados con alta proporción de los servicios en sus economías, tales como los turísticos, el sureste o la capital del país. Estimamos que el consumo privado aumente 6.9% en 2022 y

2.3% en 2023, impulsado por un incremento de 4.3% en el empleo formal en 2022 y 2.9% en el siguiente año, además de los aumentos de 2.6% y 1.1% del salario real, en el mismo orden, al tiempo que las remesas crecerían 13.4% y 5.9%, respectivamente.

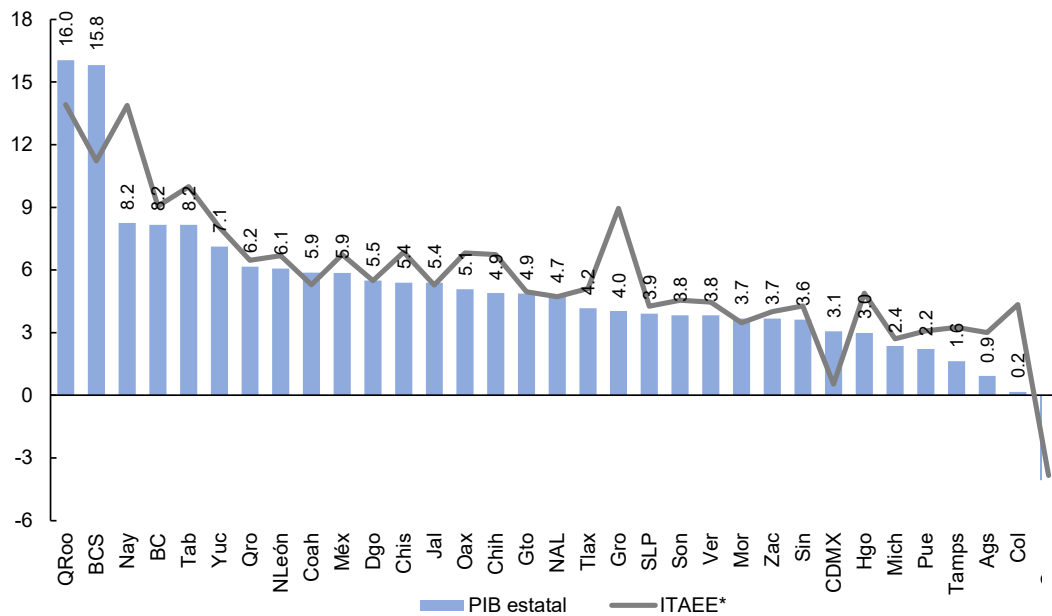
Por otro lado, las inversiones públicas en algunas entidades del país, principalmente en el sureste, contribuirían al incremento de su PIB durante el resto del año y el próximo. Mientras que para entidades como Campeche anticipamos, nuevamente, una disminución en su actividad económica, a partir la permanente

contracción de la producción petrolera, la cual –debido al peso en la economía local– no sería compensada por el desempeño del resto de las actividades.

Aun cuando se prevén tendencias a la baja en la mayoría de las actividades económicas, ellas no serían generalizadas entre las entidades federativas, por lo que prevemos que la heterogeneidad en el desempeño del PIB se mantendrá durante lo que resta del año y en 2023 (Cuadro 1).

**Gráfica 9. Producto Interno Bruto Estatal e ITAEE\*, 2021**

Variación anual, %



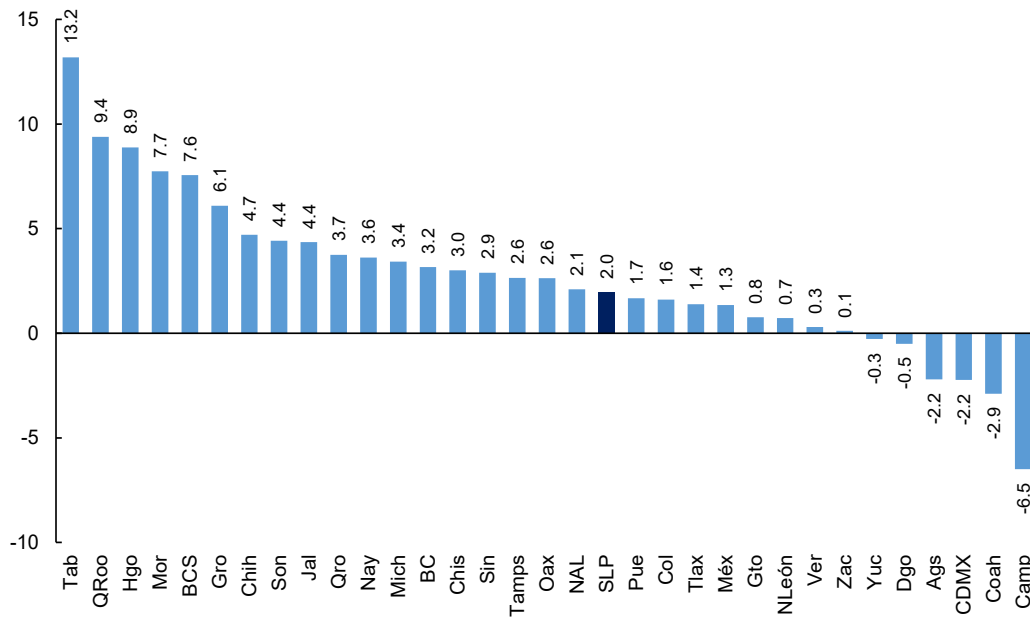
\* Indicador Trimestral de Actividad Económica Estatal, Proxy del PIB.

Fuente: Citibanamex-Estudios Económicos con datos de INEGI.



**Gráfica 10. Indicador Trimestral de Actividad Económica Estatal (ITAAE)\*. Primer semestre 2022**

Variación anual, %

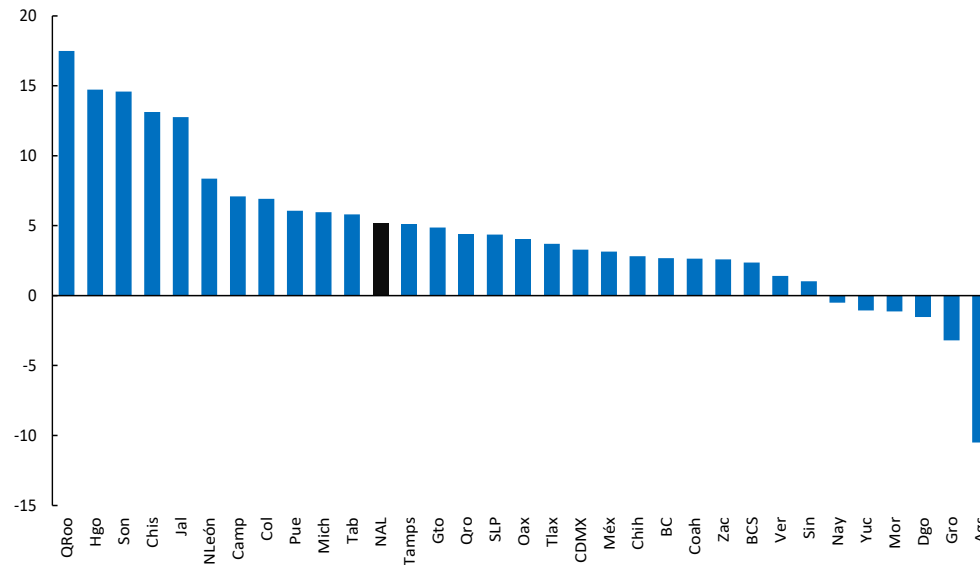


\* Proxy del PIB. Cifras desestacionalizadas.

Fuente: Citibanamex-Estudios Económicos con datos de INEGI.

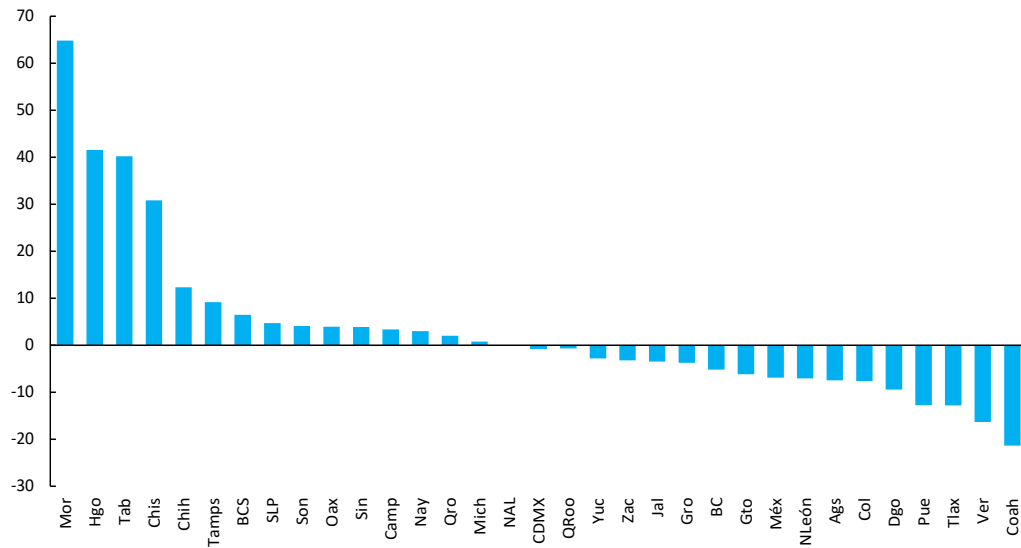
**Gráfica 11. Producción Manufacturera**

Enero-agosto, 2022. Variación anual, %



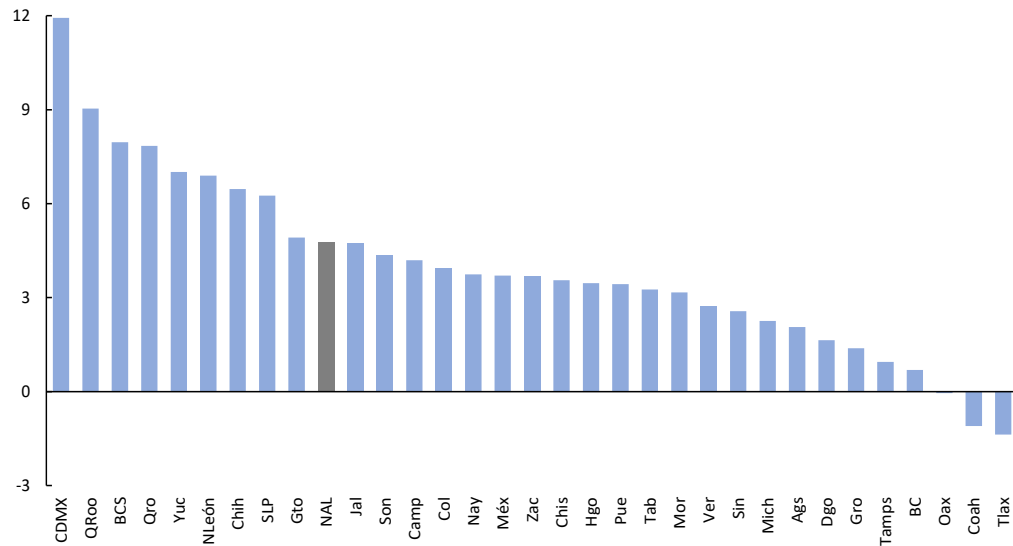
Fuente: Citibanamex-Estudios Económicos con datos de INEGI.

**Gráfica 12. Industria de la Construcción**  
Enero-agosto, 2022. Variación anual, %



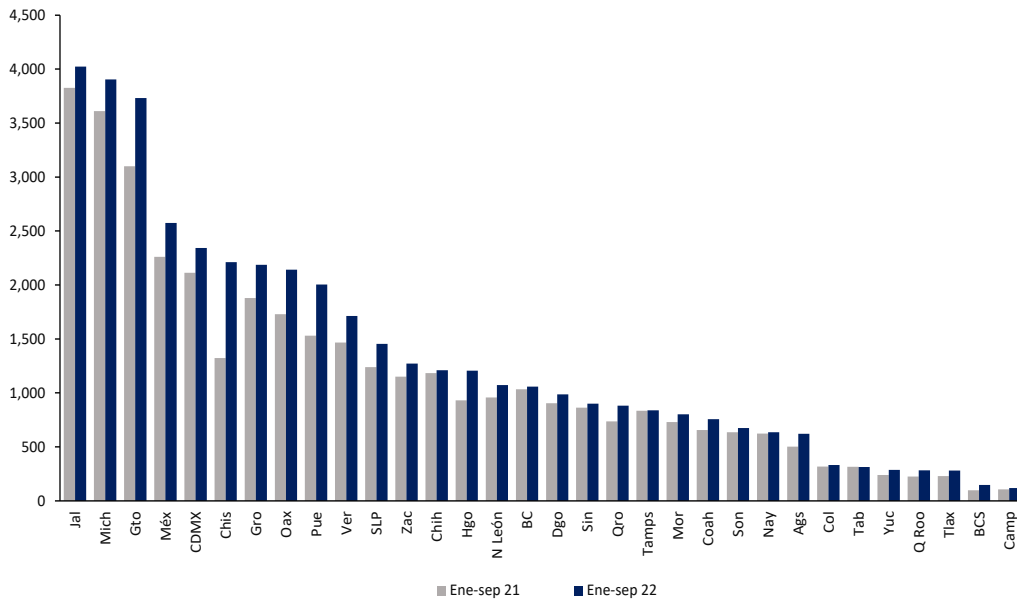
Fuente: Citibanamex-Estudios Económicos con datos de INEGI.

**Gráfica 13. Ventas al Menudeo**  
Enero-septiembre, 2022. Variación anual, %



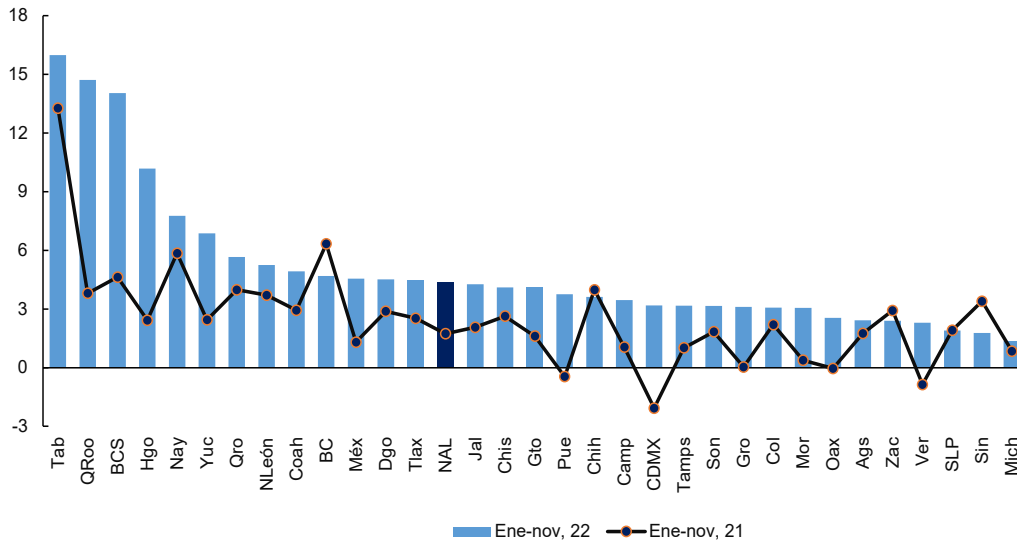
Fuente: Citibanamex-Estudios Económicos con datos de INEGI.

**Gráfica 14. Remesas del Exterior**  
Millones de dólares



Fuente: Citibanamex-Estudios Económicos con datos de Banco de México.

**Gráfica 15. Empleo Formal, registrado en el IMSS**  
Variación anual, %



Fuente: Citibanamex-Estudios Económicos con datos del IMSS.

**Cuadro 1. Indicadores por entidad federativa**

Variación anual real promedio, %

	PIB				Producción Industrial				Ventas al menudeo	Empleo, IMSS
	2020	2021	2022p	2023p	Ene-ago 22			Ene-sep 22		
					Total	Manufacturas	Construcción		Minería	
Aguascalientes	-7.9	0.9	2.3	0.8	-9.6	-10.5	-7.4	-11.9	2.1	2.4
Baja california	-3.7	8.2	4.1	2.3	0.7	2.7	-5.2	-9.4	0.7	4.7
Baja California Sur	-23.3	15.8	7.1	4.1	5.2	2.4	6.5	4.8	8.0	14.0
Campeche	-6.8	-4.1	-3.7	-3.7	-7.6	7.1	3.3	-8.3	4.2	3.5
Coahuila	-11.3	5.9	1.4	0.9	-0.9	2.6	-21.3	0.7	-1.1	4.9
Colima	-7.2	0.2	2.6	1.5	-6.9	6.9	-7.6	-6.6	3.9	3.1
Chiapas	-2.8	5.4	3.1	0.7	16.6	13.1	30.8	28.8	3.6	4.1
Chihuahua	-5.8	4.9	3.4	1.8	4.0	2.8	12.3	-0.8	6.5	3.6
Ciudad de México	-8.8	3.1	2.8	1.5	1.7	3.3	-0.7	-4.7	11.9	3.2
Durango	-6.9	5.5	1.5	0.7	-2.7	-1.5	-9.4	1.9	1.6	4.5
Guanajuato	-7.3	4.9	3.1	1.7	2.4	4.9	-6.2	-4.9	4.9	4.1
Guerrero	-9.2	4.0	3.2	0.5	4.1	-3.2	-3.7	0.4	1.4	3.1
Hidalgo	-10.4	3.0	5.3	1.2	18.8	14.7	41.5	16.1	3.5	10.2
Jalisco	-7.4	5.4	3.5	1.5	8.4	12.8	-3.5	2.0	4.7	4.3
México	-5.8	5.9	3.5	1.5	0.6	3.1	-6.9	-6.0	3.7	4.5
Michoacán	-6.4	2.4	2.6	1.0	4.5	6.0	0.7	-3.4	2.3	1.4
Morelos	-10.6	3.7	5.1	0.7	25.7	-1.1	64.8	27.0	3.2	3.1
Nayarit	-11.3	8.2	3.4	1.7	3.6	-0.5	3.0	-1.8	3.7	7.8
Nuevo León	-7.6	6.1	3.3	2.2	4.4	8.4	-7.1	-5.9	6.9	5.2
Oaxaca	-6.1	5.1	2.3	0.4	3.9	4.1	3.9	0.6	-0.1	2.5
Puebla	-10.8	2.2	1.8	1.1	2.1	6.1	-12.7	-10.7	3.4	3.8
Querétaro	-9.3	6.2	3.6	1.9	3.6	4.4	2.0	0.0	7.8	5.7
Quintana Roo	-23.5	16.0	6.2	3.3	1.9	17.5	-0.7	-48.1	9.0	14.7
San Luis Potosí	-7.3	3.9	2.8	1.8	3.4	4.4	4.7	0.9	6.3	1.9
Sinaloa	-7.1	3.6	2.5	1.2	2.1	1.0	3.9	-1.5	2.6	1.8
Sonora	-5.1	3.8	3.5	1.8	9.2	14.6	4.1	1.6	4.3	3.2
Tabasco	3.5	8.2	8.6	2.9	17.1	5.8	40.2	15.6	3.3	16.0
Tamaulipas	-8.4	1.6	2.7	0.4	2.9	5.1	9.2	-32.8	0.9	3.2
Tlaxcala	-12.0	4.2	2.0	0.4	-0.4	3.7	-12.8	-2.8	-1.4	4.5
Veracruz	-7.8	3.8	1.4	0.5	-4.5	1.4	-16.3	-3.9	2.7	2.3
Yucatán	-7.9	7.1	1.5	1.9	-0.2	-1.1	-2.8	-5.7	7.0	6.9
Zacatecas	-4.2	3.7	1.8	1.5	0.4	2.6	-3.2	0.7	3.7	2.4
<b>Nacional</b>	<b>-8.0</b>	<b>4.7</b>	<b>3.0</b>	<b>1.4</b>	<b>3.2</b>	<b>5.2</b>	<b>0.0</b>	<b>0.4</b>	<b>4.8</b>	<b>4.4</b>

Series sin ajustar por estacionalidad.

p. Pronóstico.

Fuente: Citibanamex-Estudios Económicos, estimaciones propias, INEGI e IMSS.

# Notas de Investigación

## Multi-Activos de México

### Nearshoring en México: ¿Abundan las oportunidades?

<b>Ernesto Revilla</b> +1 (212) 816-2621 ernesto.revilla@citi.com	<b>Adrián de Garza</b> +52-55-2262-9559 adrian.delagarza@citibanamex.com	<b>Iván Arias</b> +52-55-2262-9503 ivan.arias@citi.com	<b>Andrea Heredia</b> +52-55-2262-9565 andrea.heredia@citi.com
---	--	--	--

*Con la creciente preocupación por la confiabilidad de las cadenas de suministro en China, hay un sentimiento positivo creciente hacia México y sus ventajas competitivas para beneficiarse de la tendencia de nearshoring. En esta nota de Macro-a-Micro discutimos las implicaciones económicas de la tendencia de nearshoring en México y destacamos algunos nombres específicos en el mercado de crédito y de renta variable.*

#### **Perspectiva económica** —

Muchas características posicionan a México como un beneficiario potencial fuerte de las tendencias de nearshoring. Aun así, los datos concretos sugieren que poco se ha materializado, al menos en su totalidad. A pesar de los desafíos, los esfuerzos sostenidos de los gobiernos subnacionales podrían traducirse en oportunidades en determinadas regiones y sectores. Pensamos que México podría impulsar sus exportaciones a Estados Unidos en 50 mil millones de dólares (mmd) en los años siguientes, las cuales, considerando el nivel de inversión requerida y los efectos multiplicadores, podrían aumentar el PIB en 0.3 puntos porcentuales (pp) al año.

**Perspectiva de Renta Fija:** El riesgo crediticio soberano de México se beneficiará a mediano plazo del nearshoring. Hemos calculado que, ceteris paribus, la prima de riesgo país podría disminuir en al menos 25-50 puntos base (pb), con la categoría de “grado de inversión” firmemente anclada. Los automóviles y las FIBRAS deberían beneficiarse más del nearshoring a través del crédito corporativo mexicano. Los proveedores de automóviles ya

están bien integrados en las cadenas de suministro de los fabricantes de equipo original (OEM) de Estados Unidos. El desafío será expandirse mucho más a los automóviles eléctricos. Las FIBRAS que sirven al comercio del T-MEC deberían beneficiarse de la mayor necesidad de almacenamiento y oficinas corporativas. En el frente del MXN, el nearshoring podría ser de apoyo, eventualmente.

#### **Estrategia de Renta Variable:**

Mientras que la macroeconomía ofrece pruebas limitadas de inversiones incrementales en México, a nivel microeconómico se anuncian varios proyectos. Los mercados de renta variable deberían tender a anticipar lo que podría ser una nueva ola transformacional de inversiones que podría impulsar (eventualmente) una expansión de múltiplos, como sucedió durante el mandato de Peña Nieto (reforma energética, véase el Cuadro 2). Dado el bajo volumen de operación diaria promedio de los beneficiarios directos, un enfoque basado en índices puede resultar ser una estrategia más eficiente.

**Cuadro 2. Tabla resumida de los posibles beneficiarios del nearshoring**

Sector	15/11/2022		TP	Moneda	Calificación	Precio/Ganancia		EV/EBITDA		
	Último precio	ETR (%)				FY1	FY2	FY1	FY2	
<b>Ganadores evidentes</b>										
Terraflora	Inmobiliario	27.67	30%	34	MXN	1	4.7x	8.0x	11.3x	10.4x
Fibra Prologis	Inmobiliario	57.60	-6%	51.86	MXN	2	19.6x	17.5x	8.2x	7.7x
Nemak	Industrial	6.00	5%	6	MXN	1	10.6x	6.7x	3.9x	3.5x
Traxion	Transporte	33.10	2%	32	MXN	2	20.3x	14.1x	6.5x	5.3x
Pinfa	Transporte	163.43	21%	193	MXN	1	12.4x	11.8x	7.2x	6.8x
Grupo Aeroportuario del Centro Norte	Transporte	67.82	-12%	58	USD	2	17.1x	15.1x	9.6x	8.4x
<b>Ganadores menos evidentes</b>										
Grupo Aeroportuario del Pacífico	Transporte	172.95	7%	173	USD	1	21.0x	20.0x	10.4x	9.5x
Orbia	Industrial	39.17	60%	60	MXN	1	5.8x	8.9x	4.5x	5.5x
Cemex	Industrial	4.49	45%	6.5	USD	1	7.4x	7.7x	5.5x	5.3x
Banorte	Financiero	153.99	21%	171	MXN	1	9.9x	8.7x	n.m.	n.m.
Regional	Financiero	146.28	18%	165	MXN	1	9.9x	9.1x	n.m.	n.m.
Liverpool	Ventas al menudeo	104.50	2%	105	MXN	1	8.9x	8.7x	5.8x	5.7x
Chedraui	Ventas al menudeo	80.83	-27%	58	MXN	2	15.4x	14.0x	6.5x	6.2x
Arca-Continental	Ventas al menudeo	165.51	0%	160	MXN	1	19.7x	17.3x	8.7x	8.0x
Femsa (Oxxo)	Ventas al menudeo	77.80	27%	98	USD	1	19.4x	15.8x	5.7x	5.1x

© 2022 Citigroup Inc. No redistribución sin el permiso escrito de Citigroup.

Fuente: Citi Research, Powered by dataCentral, FactSet.

## PERSPECTIVA ECONÓMICA

### Nearshoring en México: ¿Abundan las oportunidades?

**Resumen Ejecutivo** – Hasta ahora, México no ha sido capaz de beneficiarse de forma significativa de las tendencias del nearshoring. Considerando las características atractivas de México, y que las tendencias de nearshoring deberían persistir, es probable que sigan existiendo oportunidades importantes para México. En un horizonte de 4 años, vemos un aumento de 50 mmd en las exportaciones a Estados Unidos como algo factible para México. Con la inversión requerida y los efectos multiplicadores, el PIB de México crecería en 0.3pp adicionales por año. Si bien México enfrenta desafíos para lograr ganancias del nearshoring en el corto plazo, probablemente estos se superarían.

**Muchas razones apuntan a México como un claro beneficiario potencial del nearshoring.** La idea principal detrás de las tendencias recientes de reubicación/nearshoring reside en que las cadenas de valor dependan menos de redes

complejas que, por diversas razones, podrían ser propensas a la interrupción, al mismo tiempo que el nearshoring minimiza la distancia entre los centros de producción y consumo. Hemos argumentado<sup>2</sup> que bajo las tendencias actuales de desglobalización y/o reestructuración de las cadenas de valor globales, entre los determinantes más importantes de los flujos de la Inversión Extranjera Directa (IED) estarían la geografía y la geopolítica, los cuales creemos que se relacionan por la forma en cómo se están reorganizando las cadenas de suministro. Ser un vecino digno de confianza es, por lo tanto, una característica muy atractiva. Asimismo, la afinidad socioeconómica e institucional, así como los fuertes vínculos culturales y las relaciones estrechas y estables entre los países también contribuyen de manera importante a los flujos comerciales y de inversión.

Lo anterior no significa que las consideraciones de costos no sean importantes, pero tal vez las

funciones de costo de los negocios (y cómo se ponderan las variables relevantes dentro de dichas funciones) pudieron haber cambiado ante acontecimientos de baja probabilidad e imprevistos, como la pandemia mundial y, por consiguiente, las respuestas de los países ante esta. La proximidad geográfica ha sido y sigue siendo obviamente importante, ya que implica menores costos de logística y transporte. Para el mercado norteamericano, México es un claro ganador en esta dimensión. Similarmente, los bajos costos laborales también ofrecen una ventaja a los negocios que se establecen en México. Según datos de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), las ganancias mensuales promedio de los empleados dentro de la industria manufacturera de México eran apenas el 7.3% de la métrica equivalente en Estados Unidos en 2021 (376 dólares vs. 5,161 dólares, respectivamente). En 2016, ya eran 24.2% más bajos que en China (de acuerdo con los últimos datos disponibles de este país). Asimismo, México es competitivo en términos de salarios manufactureros en comparación con la mayoría de sus pares regionales (Brasil, Chile,

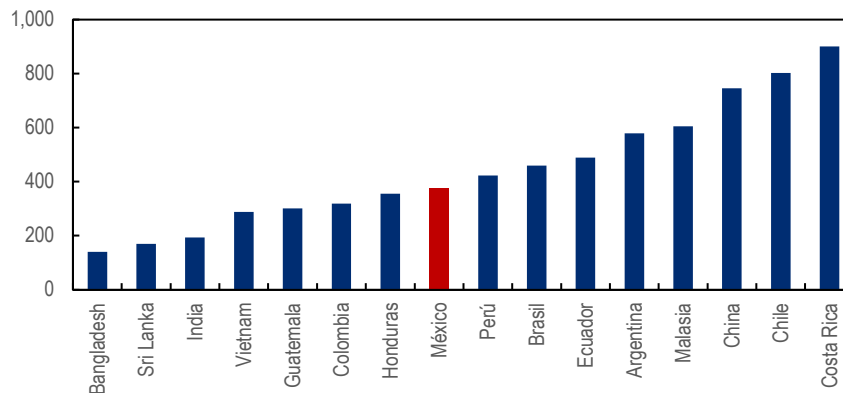
<sup>2</sup> Ver nota publicada en Citivelocity: Emerging Markets Economic Outlook & Strategy. Prospects 2022: EM's 'double whammy'.

Costa Rica, Ecuador y Perú), aunque en menor medida comparado con muchos países asiáticos, especialmente como Bangladesh, Sri Lanka e India

(Gráfica 16). Si bien México enfrenta desafíos económicos y políticos (por ejemplo, en términos de pobreza, infraestructura, crimen y gobernabilidad), por lo demás ofrece

una estabilidad relativa en varias dimensiones, una característica adicional atractiva que tal vez había recibido poca atención hasta hace poco.

Gráfica 16. Promedio de ingresos mensuales de los empleados en 2021\*, en dólares



\*/ Corresponde a 2016 para China, 2017 para Bangladesh y 2020 para Chile.  
Fuente: Citi Research, ILO.

### El T-MEC ofrece ventajas clave.

Un acuerdo de libre comercio implica costos directos más bajos al no pagar aranceles. Del mismo modo, se reducen los costos indirectos mediante el compromiso necesario de respetar las normas relativas al trato de las empresas, en términos de comercio e inversión. En caso de controversias, existen mecanismos claros de resolución que mitigan las incertidumbres económicas y políticas. El T-MEC es de los acuerdos de libre comercio más grandes del mundo, considerando que el PIB de los países miembros ascendió a 26.3 billones de dólares en 2021, muy por encima del de la Unión Europea (UE), por ejemplo, con un PIB total de 14.6 billones de dólares. Si bien México enfrentó una gran incertidumbre durante la renegociación del TLCAN en los años de la administración de Trump, dicha situación disminuyó significativamente desde que el T-MEC entró en vigor en 2020. En

principio, los países miembros podrían todavía abandonar el acuerdo tras la autorización de sus respectivos congresos y con un plazo de preaviso de 6 meses, pero parece poco probable que eso ocurra pronto dado el fuerte y generalizado apoyo que ha tenido el tratado en México, Estados Unidos y Canadá. La cláusula de extinción agregada al T-MEC ofrece certeza durante al menos 16 años entre posibles renegociaciones importantes, con la posibilidad de que los socios comerciales renueven sus compromisos mucho antes de ese plazo (la siguiente posibilidad de renovar el compromiso llegará en 2026).

### Hay algunas señales de que el nearshoring en México pudiera estar ocurriendo en algunos sectores...

Parece haber cada vez más evidencia anecdótica de clientes con los que hablamos, los medios y el Gobierno (El Economista, 8/11/2022) que sugiere que el nearshoring en

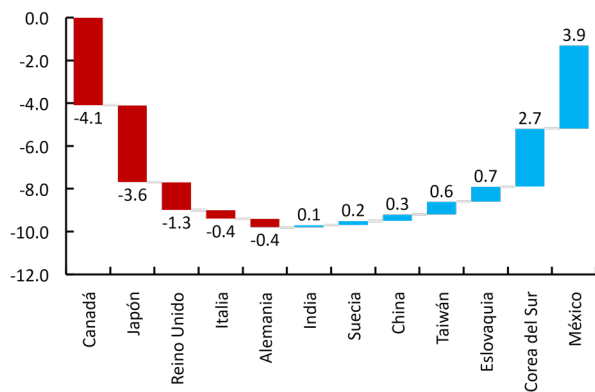
México podría estar ganando fuerza gradualmente. Las tasas de ocupación a lo largo de los corredores industriales, especialmente a lo largo de la frontera norte, son presumiblemente altas y siguen en aumento, mientras que se dice que los pagos del impuesto sobre la renta y los salarios están creciendo a un ritmo robusto en esas regiones. Sin embargo, los datos duros que sustentan estas afirmaciones siguen siendo escasos o insuficientes para demostrar que esto ocurriría en una magnitud lo suficientemente grande y explicadas por las tendencias de nearshoring. Quizá una de las pruebas más convincentes de esto sea la expansión de las entradas de la IED en el sector manufacturero. Desde 2019, ha crecido más rápido que el PIB sectorial, con un aumento anual del 14.1% en el 1S-22 (a 9.4 mmd, alrededor del 34% de los flujos totales en ese período). Si observamos las importaciones estadounidenses

por país-industria, la industria manufacturera de México ha visto algunas ganancias en sectores

selectos. Por ejemplo, desde 2018, la participación de mercado de México ha crecido en 3.9pp en

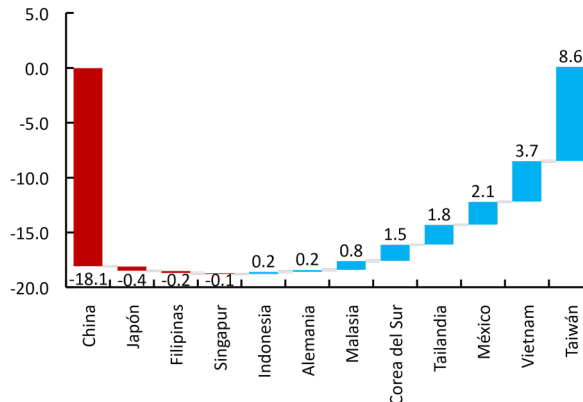
vehículos de motor, y en 0.9pp en maquinaria y equipo de oficina (Gráficas 17 y 18).

**Gráfica 17. Participación en las importaciones estadounidenses de vehículos automotores por países (cambio en pp de 2018 a 2022)**



Fuente: Citi Research, Oficina del Censo de los Estados Unidos.

**Gráfica 18. Participación en las importaciones estadounidenses de máquinas de oficina y equipos ADP (cambio en pp de 2018 a 2022)**



Fuente: Citi Research, Oficina del Censo de los Estados Unidos.

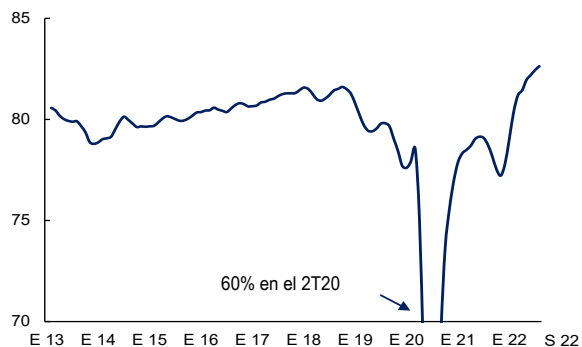
**... pero seguimos siendo muy escépticos de que esto esté ocurriendo en el agregado y/o a escala masiva.** La inversión fija sigue estando 2% por debajo de su nivel previo a la pandemia, con notables debilidades en la construcción no residencial, que está 12% por debajo de ese umbral y un 34% por debajo de su pico a mediados de 2012. Los activos fijos brutos en 2020 fueron apenas un 14.9% más altos que en 2013, y la lenta recuperación de la inversión sugiere que la capacidad de producción no ha aumentado de manera importante desde entonces.

En este sentido, la capacidad utilizada en la industria manufacturera ha alcanzado niveles récord en 2022 (Gráfica 19), pero los niveles reales de capacidad no se han ampliado significativamente. En marcado contraste con las tendencias en la construcción, la inversión en maquinaria y equipo ha ido creciendo, situándose ahora 14.7% por encima de los niveles previos a la pandemia, con la producción manufacturera siguiendo la tendencia alcista del sector estadounidense correspondiente (Gráfica 20). En el primer semestre de 2022, las entradas totales de IED

aumentaron a 27.5 mmd (la segunda mayor registrada en un período similar), pero alrededor de 6.9 mmd se explica por dos operaciones puntuales (una relativa a una fusión en el sector de las telecomunicaciones y otra relacionada con una inyección de capital a una aerolínea). Excluyendo estos, la IED sería la más baja en cualquier primer semestre del año desde 2017. Las nuevas inversiones dentro de las entradas de la IED (es decir, el componente que teóricamente estaría más vinculado al nearshoring) siguen siendo relativamente débiles en relación con los flujos globales (Gráfica 21).

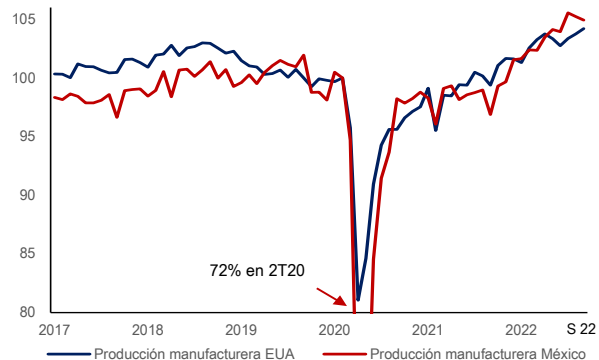


Gráfica 19. Capacidad utilizada en la fabricación, (%)



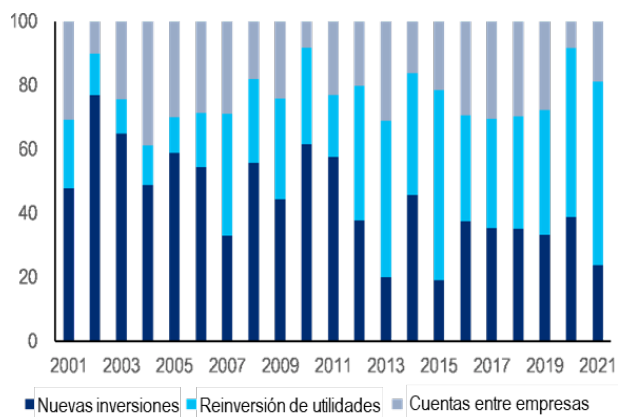
© 2022 Citigroup Inc. No redistribución sin el permiso escrito de Citigroup. Fuente: Citi Research, INEGI.

Gráfica 20. Producción manufacturera (índice febrero 2020=100)



© 2022 Citigroup Inc. No redistribución sin el permiso escrito de Citigroup. Fuente: Citi Research, INEGI, Reserva Federal.

Gráfica 21. Entradas de IED por tipo de inversión, % del total



Fuente: Citi Research y Banxico.

**De cualquier forma, aunque el nearshoring estuviera sucediendo, las cifras de comercio no reflejan efectos significativos.** Uno pensaría que, si las empresas se trasladaran a México a gran escala, sería para obtener acceso a un gran centro de consumo como Estados Unidos. Sin embargo, considerando las importaciones totales de Estados Unidos por país, México sólo ha ganado alrededor de 0.4pp de participación de mercado entre 2018 y 2022. Mientras que la participación de mercado de China y la UE cayó en 4.2 y 2.8pp, respectivamente, si algún país ganó participación en el mercado,

no parece haber sido México. El crecimiento de la participación de mercado ha beneficiado sobre todo a los países asiáticos, como Vietnam y Taiwán, con sus correspondientes participaciones de mercado aumentando en 2.1 y 1.0pp, respectivamente, durante ese período. Los malos resultados relativos de México podrían estar relacionados, al menos en parte, a la composición de su producción manufacturera, ya que países como Vietnam, India, Taiwán y Tailandia disfrutaban de una mayor similitud de sus exportaciones netas con China<sup>3</sup>. Esto sugiere

<sup>3</sup> Ver nota publicada en Citivelocity: "Asia Economic Outlook & Strategy Digesting the 20th Party Congress – Implications for Asia

que esos países pueden ser mejores alternativas que México para sustituir a China como proveedor, pero pensamos que otros factores, como las políticas públicas cuestionables a nivel federal, la alta violencia e inseguridad, la falta de infraestructura adecuada y la baja inversión, las fuentes de energía poco confiables, entre otros, también pueden ser los culpables.

**Será difícil ver un verdadero auge del nearshoring pronto.**

Consideramos que una reubicación significativa de las plantas requeriría un aumento ex-

Economies & Markets." (1 de noviembre de 2022).

ante (o al menos contemporáneo) de la inversión en infraestructura. Eso no está sucediendo en México en este momento, y dudamos que la historia cambie a una escala relevante bajo la administración actual. Además de las idiosincrasias del país que podrían disuadir la inversión en los próximos dos años (por ejemplo, leyes energéticas no amistosas con las empresas y disputas comerciales dentro del T-MEC que probablemente no se resuelvan pronto), el deterioro de las perspectivas mundiales y un entorno de tasas de interés elevadas muy probablemente influirán en las decisiones de inversión de las empresas. Y si se toman tales decisiones, los retrasos en la implementación a largo plazo pueden impedirnos ver resultados económicos favorables a corto plazo. De hecho, las decisiones de nearshoring podrían llevar un tiempo en materializarse, con largos períodos de evaluación para reubicar, y luego para realmente mover las plantas y el equipo. Se esperarían más retrasos entre el momento en el que se realizan estos ajustes y el momento en el que las empresas exporten realmente sus productos. Si bien pensamos que México seguirá beneficiándose de las tendencias de nearshoring, es más probable que éste siga siendo un proceso gradual, que favorezca a sectores y regiones selectos, en lugar de tener grandes efectos en el agregado.

## **APROVECHAMIENTO DE LAS OPORTUNIDADES**

---

**Hay espacio para explotar aún más los ya fuertes lazos económicos entre México y Estados Unidos.** En 2021, el comercio de bienes entre Estados Unidos y México alcanzó 611.1 mmd, 14.4% del comercio total de Estados Unidos. Incluso en medio de las incertidumbres introducidas por la renegociación del TLCAN original, el comercio entre los dos países siguió creciendo, y ahora es casi 50% más alto que hace apenas una década. México es el segundo exportador principal a Estados Unidos, después de China. Canadá y México rotan repetidamente entre el primer y el segundo lugar como socios comerciales generales. Las exportaciones a Estados Unidos desde México incluyen principalmente automóviles y auto partes, así como maquinaria y equipo eléctricos y electrónicos. También hay flujos importantes de exportación de alimentos, bebidas, productos químicos y metales. Todas estas industrias podrían beneficiarse de las tendencias de nearshoring, considerando que las cadenas de valor están bien establecidas y que existe la infraestructura necesaria para exportar tales bienes. Pero otras industrias también podrían beneficiarse, en particular aquellas con un fuerte crecimiento de la demanda en Estados Unidos y donde México ha tenido hasta ahora una participación limitada, como semiconductores, productos

farmacéuticos, cosméticos, textiles, entre otros. Los que se muevan primero pueden ser los que más se beneficien, pero tal vez eso requiera un interés ex-ante de parte de las autoridades mexicanas (a nivel federal y/o local) para ofrecer incentivos para desarrollar industrias incipientes.

**Estimamos un aumento de 50 mmd en las exportaciones en los próximos años como un objetivo factible, todo lo demás igual (ceteris paribus), para México.** Una primera estimación aproximada de las ganancias potenciales del nearshoring en términos de exportaciones a Estados Unidos es considerar que todas las pérdidas de China se destinen a México. Entre 2018 y 2022, China perdió 4.2pp en la participación de mercado de las importaciones totales de Estados Unidos. Estimamos que China podría perder otros 3pp de la participación de mercado en los próximos cuatro años, equivalentes a 100 mmd al año. Parece difícil para un solo país ganar todas las pérdidas de China por muchas razones, incluyendo las diferencias en las ventajas comparativas, la falta de infraestructura para producir y distribuir algunos de esos bienes, y porque parte de la producción podría terminar en Estados Unidos. En nuestra opinión, un objetivo ambicioso pero factible para México sería obtener la mitad de todas esas pérdidas de exportación de China, como lo hizo Vietnam entre 2018 y 2022. Esto añadiría 50 mmd a nuestra trayectoria estimada de

exportaciones mexicanas a Estados Unidos.

**Eso implicaría un aumento total del PIB de aproximadamente 1.3pp en cuatro años, o 0.3pp al año.** Mayores exportaciones no se traducen 1 a 1 en un PIB más elevado. Según estimaciones del INEGI, el valor agregado bruto (lo que considera el PIB) de las exportaciones mexicanas de bienes manufactureros es de alrededor de 17%, es decir, aproximadamente 83% del valor de las exportaciones

manufactureras corresponde al consumo intermedio de bienes tanto nacionales como importados. Así, un aumento de 50 mmd (equivalente a 3.5% del PIB) daría lugar a un mayor valor agregado real de alrededor de 0.6pp. Pero estimamos que, para que estas oportunidades se materialicen, sería necesario realizar inversiones adicionales, y tanto la inversión adicional como las exportaciones mayores implicarían efectos multiplicadores sobre la actividad. Teniendo en cuenta todo lo anterior, estimamos que, si

México ganara cerca de la mitad de las pérdidas de China en las exportaciones a Estados Unidos, el PIB real de México aumentaría aproximadamente en 1.3pp, o alrededor de 0.3pp por año en nuestro horizonte de cuatro años (Cuadro 3). Estas cifras son significativas considerando que nuestra estimación para el crecimiento potencial del PIB de México es de alrededor del 2.0%.

**Cuadro 3. Ganancias factibles de México del nearshoring dentro de un período de cuatro**

Hechos	Ganancias factibles de México (dentro de un período de 4 años)
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ PIB de la región del T-MEC: USD 26.3 billones (2021).</li> <li>■ Comercio Estados Unidos -México: USD 611,100 millones (2021).</li> <li>■ Participación mexicana de las importaciones estadounidenses: 14% (2022).</li> <li>■ Pérdida de participación de China en las importaciones estadounidenses: -4.2 pp, (2018-22).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ + 1.5 pp en participación de las importaciones estadounidenses.</li> <li>■ + USD 50,000 millones en exportaciones → + 0.6 pp en PIB.</li> <li>■ + 0.7 pp en inversión y efectos multiplicadores.</li> <li>■ Ganancia total del PIB: + 1.3 pp (0.3 pp al año).</li> </ul>

© 2022 Citigroup Inc. No redistribución sin el permiso escrito de Citigroup.

Fuente: Citi Research.

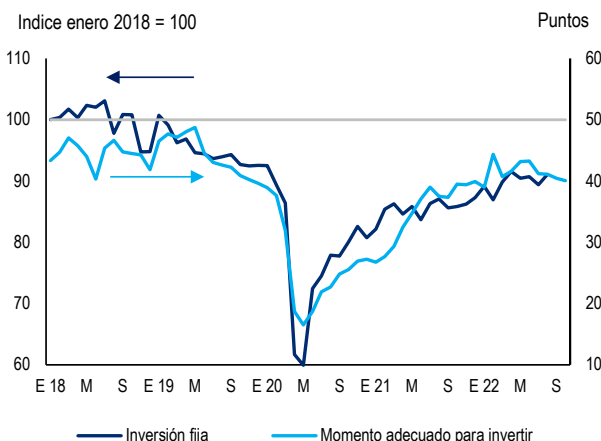
**No existe el almuerzo gratis.**

Como lo hemos mencionado, pensamos que para que se materialicen impactos significativos, parece que inversiones previas son una condición necesaria. Pero esto requeriría que tanto el gobierno como el sector privado reviertan la tendencia descendiente de la

inversión. Según la encuesta de opinión empresarial de INEGI, los índices que evalúan si las empresas consideran que el entorno actual es adecuado para invertir han caído desde el segundo trimestre de 2022 (Gráfica 22). Los analistas encuestados por Banxico ven la falta de estado de derecho, la criminalidad y la corrupción

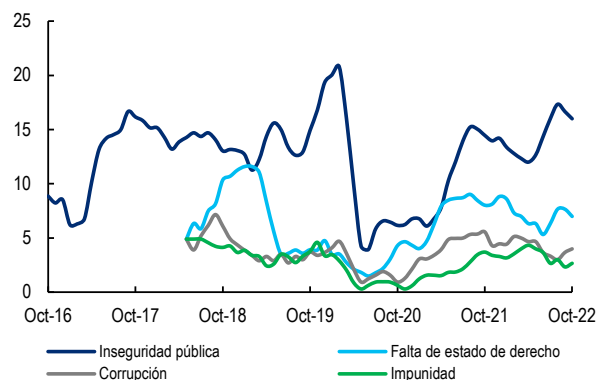
como los principales obstáculos para hacer negocios en México. En este sentido, el 33% de los analistas de la última encuesta referida expresaron que la gobernabilidad es uno de los principales problemas que obstaculizan el crecimiento económico (Gráfica 23).

**Gráfica 22. Inversión y el momento adecuado para invertir**



Fuente: Citi Research, INEGI.

**Gráfica 23. Factores de gobernabilidad que obstaculizan el crecimiento económico**



Fuente: Citi Research, INEGI.

Las incertidumbres resultantes de las políticas y decisiones tomadas por el gobierno federal se encuentran entre los principales factores que han frenado la inversión, en nuestra opinión. Estos se remontan al comienzo de esta administración cuando AMLO canceló el proyecto del aeropuerto de Texcoco, pero a eso se han sumado la polémica reforma energética, las acciones que han debilitado a los organismos autónomos, y, más recientemente, las disputas comerciales en el marco del T-MEC con Canadá y Estados Unidos. La fragilidad del sector eléctrico es tal vez una de las preocupaciones más importantes para las empresas que evalúan si venir o no a México. Entre 2020 y 2021, el número de declaraciones de emergencia eléctrica aumentó en 70.6%, y el Cenace (el organismo público encargado del control operativo del Sistema Eléctrico Nacional) ha proyectado un aumento del riesgo de apagones en estados del norte y del centro. Según el Programa Nacional de Desarrollo del Sistema Eléctrico

Nacional (PRODESEN), la producción de energía tendría que crecer de 86GW en 2021 a 110GW en 2026, ya que se espera que el consumo neto de electricidad crezca en 2.9% al año durante 2022-2027.

Según Fitch Ratings, la inversión necesaria para alcanzar los objetivos del gobierno en materia de generación de electricidad es de 26-32 mmd, lo que habría que complementar con otros 20 mmd de inversiones en transmisión y distribución<sup>4</sup>. Si examinamos estas necesidades de inversión y a la luz de las complejas perspectivas económicas mundiales y los factores idiosincrásicos a los que se ha hecho referencia aquí y anteriormente, pensamos que revertir la tendencia de una inversión muy débil no será una tarea fácil.

<sup>4</sup> Ver: <https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/fitch-affirms-comision-federal-de-electricidad-idrs-at-bbb-outlook-stable-18-07-2022>.

**... pero los esfuerzos de los gobiernos locales y la disminución de la incertidumbre podrían acelerar el proceso.**

A pesar de todo lo anterior, los esfuerzos recientes de los gobiernos locales han demostrado ser exitosos en atraer inversión extranjera. Tal ha sido el caso en estados como Nuevo León, Guanajuato, Chihuahua, entre otros, es decir, los “estados sospechosos usuales” a lo largo de la frontera norte y en la región del Bajío. Es probable que estos esfuerzos continúen y que sigan apareciendo oportunidades en esas regiones. AMLO desea impulsar la inversión en las zonas más pobres del país, especialmente en el sur/sureste, pero creemos que es poco probable que esto ocurra a corto plazo dados los factores mencionados anteriormente que seguirán obstaculizando las decisiones de inversión. Sin embargo, tal vez para 2024, una vez que las perspectivas globales parezcan más favorables y suponiendo que las

incertidumbres de carácter político disminuyan con una nueva administración, México podría estar mejor posicionado para aprovechar las oportunidades de nearshoring.

Todo lo anterior demuestra un debilitamiento general del acervo de capital y, por lo tanto, sugiere que la reubicación no es significativa en el agregado. Al respecto, hemos argumentado<sup>5</sup> que las fricciones comerciales entre China y sus principales socios comerciales podrían dar lugar a una mayor desviación de la inversión extranjera de China a otras partes del mundo<sup>6</sup>, con Vietnam, Malasia (particularmente en la producción relacionada con semiconductores), Indonesia (minería procesada, vehículos eléctricos), y la India, como los posibles principales beneficiarios.

## VISIÓN DE ESTRATEGIA DE RENTA FIJA

---

**Crédito soberano: La prima de riesgo país de México podría disminuir al menos 25-50pb**

**El riesgo de crédito soberano de México debería beneficiarse en el mediano plazo por el nearshoring.** Como se ha señalado anteriormente, en nuestro escenario base suponemos un aumento permanente del PIB de 0.3% para

México como resultado del nearshoring. Históricamente, el PIB real de México ha sido bajo en comparación con otras economías de mercados emergentes, por ejemplo, con China. En nuestra opinión, esto es el resultado de una gran dependencia de la madura y desarrollada economía estadounidense. Un mayor crecimiento del PIB, junto con la disciplina fiscal, deberían mejorar los indicadores crediticios del país. De hecho, un mayor crecimiento del PIB implica, ceteris paribus, una mayor capacidad para pagar la deuda, lo que se traduciría en menores primas de riesgo país.

**México cuenta con un sólido grado de inversión.** Durante los últimos 20 años, después de años desafiantes tras varias crisis en los años 80, México se ha mantenido sólidamente en la categoría de calificación crediticia con grado de inversión. Un banco central con buena reputación que adoptó un régimen de metas de inflación, una moneda estable, así como una prudencia fiscal ha permitido a México mantener su calificación crediticia a pesar del bajo crecimiento del PIB y el ruido político. Mientras que varias economías de mercados emergentes (las cuales mejoraron su calificación crediticia por el ciclo de las super materias primas

y el ascenso de China) perdieron su grado de inversión (por ejemplo, Brasil, Turquía y Colombia), México logró resistir varios episodios difíciles del mercado, incluyendo las crisis financieras globales y la pandemia de COVID-19, en parte gracias a una prudente disciplina fiscal.

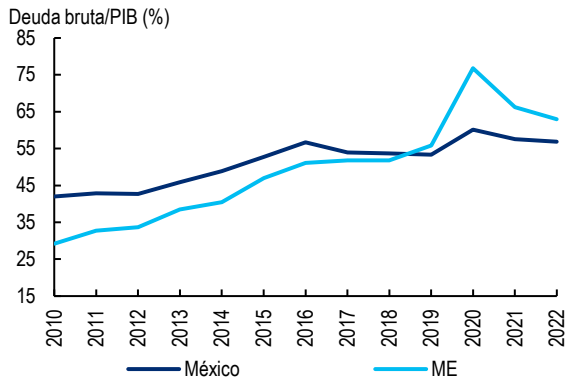
**Cómo evaluar una posible reducción de las primas de riesgo.** Si bien México sigue estando en la categoría de grado de inversión, el mercado ha seguido penalizándolo. La Gráfica 25 muestra las primas de riesgo de la deuda soberana de algunas economías emergentes con grado de inversión frente a sus correspondientes calificaciones crediticias promedio (Fitch/S&P y Moody's). México sigue siendo uno de los más subestimados junto con Chile. De hecho, México cotiza aproximadamente 58 puntos base (pb) más barato a su calificación. En nuestra evaluación, suponemos que, si el nearshoring tiene éxito, es justo suponer que al menos la probabilidad de que México pierda el estado de “grado de inversión” disminuirá, lo que implicaría que el diferencial soberano cotizará a un valor razonable con respecto a su calificación. En conclusión, nos sentimos cómodos al estimar al menos una reducción de 25-50pb en la prima de riesgo de mediano plazo de México, ceteris paribus.

---

<sup>5</sup> Ver nota publicada en Citivelocity: “Asia Economic Outlook & Strategy Anything Else Aside from “Stagflation”?” (25 de abril de 2022).

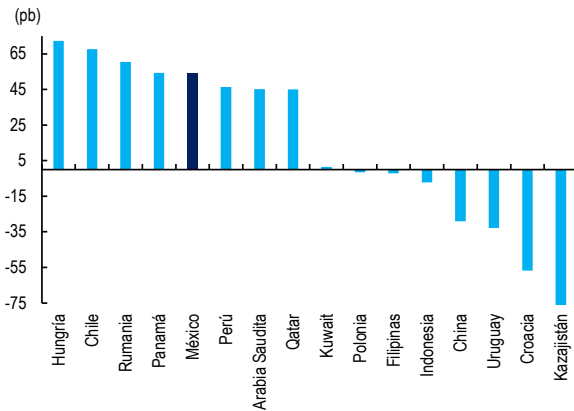
<sup>6</sup> Ver nota publicada en Citivelocity: “Asia Economic Outlook & Strategy Globalization and Risks from Geopolitical Fragmentation.” (27 de septiembre de 2022).

**Gráfica 24. La deuda bruta/PIB de México se ha mantenido estable y por debajo de la media de los mercados emergentes, asegurando su grado de inversión**



© 2022 Citigroup Inc. No redistribución sin el permiso escrito de Citigroup. Fuente: Citi Research.

**Gráfica 25. Los diferenciales de México son superiores a su calificación media, sugiriendo que el crédito es atractivo**



© 2022 Citigroup Inc. No redistribución sin el permiso escrito de Citigroup. Fuente: Citi Research.

**¿Cuáles son los riesgos para el crédito?**

La política es ciertamente uno de los principales riesgos para el futuro de México, ya que la posición fiscal y externa parecen ser sólidas. Si bien AMLO (quien mantiene una alta tasa de popularidad) sigue siendo fiscalmente conservador, puede que para las siguientes elecciones un presidente más populista (léase derrochador) pueda asumir el poder. Todos los países latinoamericanos han expresado su deseo de cambio en las últimas elecciones. De hecho, dentro del partido de AMLO, un nuevo presidente podría ser menos conservador fiscalmente y al mismo tiempo podría “desperdiciar” el beneficio potencial que ofrece el nearshoring. Por otro lado, una desaceleración en Estados Unidos el próximo año sigue siendo un riesgo a corto plazo. Finalmente,

la economía mexicana puede verse afectada en un futuro, dado el presente periodo de altas tasas de inflación y, consecuentemente, por la implementación de una política monetaria muy restrictiva y altos subsidios a los combustibles, los cuales han implicado elevados costos de oportunidad para otras áreas del presupuesto. Dentro de este contexto, algunas medidas contracíclicas, especialmente en el frente fiscal, pueden materializarse, ejerciendo presión sobre las calificaciones y los diferenciales.

**ESTRATEGIA DE CRÉDITO CORPORATIVO: LA SELECCIÓN DE SECTORES ES IMPORTANTE**

El espacio crediticio corporativo de México debería generalmente beneficiarse de la misma manera que el soberano, en términos de movimiento de diferenciales y

crecimiento económico. Sin embargo, este también trabaja bajo las mismas limitaciones políticas que afectan a la economía mexicana, dada la naturaleza intervencionista de la administración actual. Suponiendo que estas cuestiones se aborden eficazmente, cualquier inversión y crecimiento por nearshoring que beneficie a la economía nacional debería beneficiar a todo el espacio corporativo en cierta manera. Por supuesto, algunos sectores se beneficiarán más directamente porque recibirán la inversión para el nuevo negocio o servirán a aquellos que lo hagan. No es de extrañar que muchas de estas empresas sean las mismas que las que se comentan en la sección de acciones que aparece a continuación.

**Cuadro 4. Bonos mexicanos en USB en el comercio de Nearshoring**

Nombre	Ticker	Industria	Calificaciones crediticias			Monto en USD mil	Spread z en pb		
			Moody's	Standard & Poor's	Fitch		5 años	10 años	30 años
Nemak SAB de CV	TNEMAK	Automotriz	Ba1	BB+	BBB-	500	NA	380	N/A
Metalsa SA de CV	METLSA	Automotriz	N/A	BB+	BBB-	417	N/A	499	N/A
Cemex SAB de CV	CEMEX	Materiales de construcción	N/A	BB+	BB+	5,025	297	373	N/A
GCC SAB de CV	GCCAMM	Materiales de construcción	N/A	BBB-	BBB-	500	N/A	292	N/A
Braksem Idesa SAPI	BAKIDE	Productos químicos	N/A	B+	BB-	1,800	836	952	N/A
Orbia Advance Corp SAB de CV	ORBIA	Productos químicos	Baa3	BBB-	BBB	3,250	294	292	N/A
Alpeka SAB de CV	ALPEKA	Productos químicos	BBB-	BBB-	BBB-	1494	276	303	N/A
Minera México SA de CV	SCCO	Metales y Minería	Baa1	BBB+	BBB+	1,000	N/A	N/A	361
Fresnillo PLC	FRESLN	Metales y Minería	Baa2	BBB	N/A	1168	N/A	N/A	315
Industrias Penoles SAB de CV	PENOMX	Metales y Minería	N/A	BBB	BBB	1700	253	N/A	349
Alfa SA	ALFAA	Otras industrias	Baa3	BB+	BBB-	1000	N/A	N/A	441
Trust Fibra Uno	FUNOTR	REIT	Baa2	BBB	BBB	3750	423	527	605
CIBANCO SA	FISOMA	FIBRA	Ba1	BBB-	BB+	600	N/A	736	N/A
CIBANCO SA/PLA Admin	TERRAF	REIT	Baa3	BBB-	BBB-	500	423	N/A	N/A

© 2022 Citigroup Inc. No redistribución sin el permiso escrito de Citigroup.

Fuente: Citi Research, Bloomberg

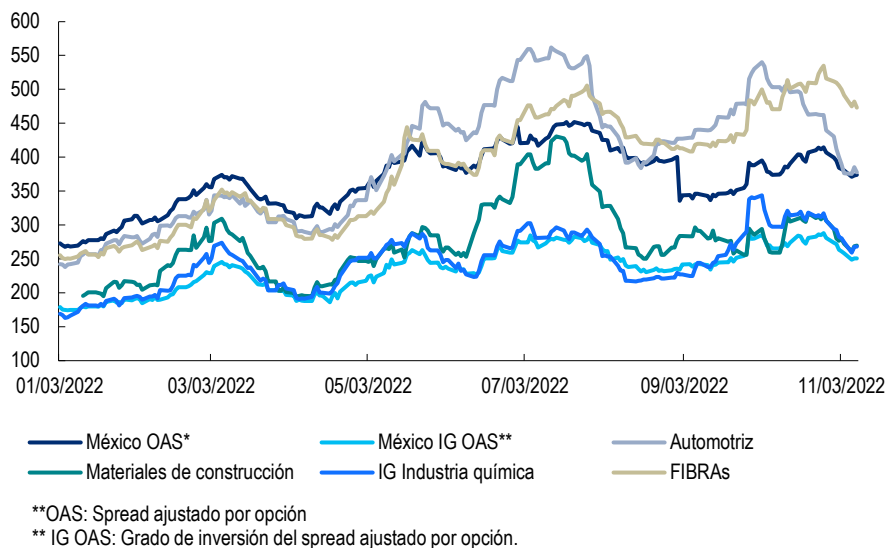
Por su parte, el sector automotriz ciertamente podría beneficiarse, ya que ya está altamente integrado en las cadenas de suministro OEM de América del Norte bajo el TLCAN/T-MEC. El nearshoring de los fabricantes de equipos originales (OEM) de automóviles a las relaciones con los proveedores probablemente beneficiará a aquellos que ya forman parte de la cadena. La oportunidad consistirá en aumentar los volúmenes de producción actuales a medida que los OEM reubiquen las operaciones de ensamblaje, así como tener la oportunidad de

entrar en nuevas líneas de productos. Sin embargo, la oportunidad de invertir en los bonos es limitada dada la cantidad relativamente pequeña de bonos en circulación.

No es claro que otros sectores puedan verse beneficiados directamente por la tendencia del nearshoring, pero algunos sí tienen una mayor cantidad de bonos en circulación. Las compañías químicas pueden beneficiarse. Similarmente, los materiales de construcción deberían beneficiarse de la nueva construcción que crea demanda de cemento, pero es una

oportunidad limitada, ya que ambos ya están sirviendo a ambos lados de la frontera. Por último, las FIBRAS (o REIT) pueden beneficiarse dependiendo de su mezcla de negocios al servicio de multinacionales o empresas nacionales involucradas en el comercio de nearshoring. Estos bonos también tienen el beneficio de operar con un spread grande en relación a la referencia de grado de inversión de México, aunque cabe señalar que esto siempre ha sido el caso y que una estrategia que asuma que convergen no forma parte de nuestra tesis.

**Gráfica 26. Historial de diferenciales por sector**



© 2022 Citigroup Inc. No redistribución sin el permiso escrito de Citigroup.

Fuente: Citi Research, Bloomberg, FTSE.

### **Nearshoring como soporte del MXN, eventualmente:**

Desde una perspectiva del mercado de divisas, se ha habido interrogantes de si la fortaleza del MXN en 2022 puede ser el resultado de los flujos de “friend-shoring”. Dada la discusión anterior, no parece que los flujos del friend-shoring merezcan este crédito. Sin embargo, hacia delante, es claro que esto pueda cambiar. En caso de que las exportaciones netas crezcan 50 mmd, como comentamos anteriormente, sería significativo para el mercado de divisas. Para poner un cierto contexto en torno a la cifra, las exportaciones totales se sitúan alrededor de los 500 mmd anuales y el déficit de cuenta corriente para 2023 se estima en 14 mmd. Sin duda, 50 mmd adicionales en ingresos por exportaciones marcarían la diferencia. Del mismo modo, destacamos que las remesas, las cuales han aumentado y también se utilizan como una razón potencial para explicar la fortaleza

del peso mexicano, pasaron de 30mmd por año antes de la pandemia a 50 mmd al año ahora. El aumento de las exportaciones en 50 mmd sería casi el doble de esta mejora. Otro punto a destacar es que los grandes acuerdos de la IED en el pasado han conducido a una fortaleza del peso mexicano. Por ejemplo, en mayo de 2001, el peso mexicano superó la debilidad general del tipo de cambio del mercado emergente (EMFX, por sus siglas en inglés) apreciándose en alrededor de 10%, en respuesta a un acuerdo con un valor de 11 mmd, o el 1.4% del PIB mexicano en aquel momento. El tamaño equivalente del acuerdo en los niveles actuales del PIB sería más parecido a 16 mmd. Si el friend-shoring llegara a despegar en México, esperaríamos entradas de capital de mayor magnitud. Si bien el momento es difícil de identificar con precisión, el friend-shoring debería ser lo suficientemente importante como para impactar positivamente el peso mexicano

en los próximos años, tanto por una mayor capacidad de exportación como por un ángulo de entrada de IED.

### **ESTRATEGIA DE RENTA VARIABLE**

**El nearshoring podría (eventualmente) impulsar la recalificación del IPC-S&P.**

**Resumen ejecutivo** - Con la creciente preocupación por la confiabilidad de las cadenas de suministro y gobernabilidad en China, hay un sentimiento positivo creciente hacia México y sus ventajas competitivas para beneficiarse de la tendencia del nearshoring. Mientras que a nivel macroeconómico no vemos cifras tangibles de inversiones incrementales en México, a nivel micro hay varios proyectos que podemos mapear. Los mercados de renta variable deberían tender a anticipar lo que podría ser una nueva ola transformacional de inversiones que podría impulsar (finalmente) una expansión de los



múltiplos, como sucedió durante el mandato de Enrique Peña Nieto (EPN), por la reforma energética. En nuestra opinión, parece ser una cuestión de cuándo sucede, más que de si sucederá o no.

Al observar la composición del índice del S&P, vemos que ofrece una exposición muy limitada a los ganadores más evidentes, la mayoría de ellos con un volumen promedio de operación diario muy bajo. Exploramos casos menos obvios y cómo el índice podría beneficiarse de una mejora a nivel macroeconómico a través de una posible expansión de múltiplos.

**El nearshoring en México podría convertirse en un tema de inversión que impulse los flujos hacia México como una clase de activos, pero podría llevar tiempo.** El promedio del forward precio/ganancias de los últimos 15 años es de alrededor de 15.3x (13.8x excluyendo el mandato de EPN) y se compara con un promedio de 13.6x durante la presidencia de AMLO. Si bien puede que lleve tiempo materializarse una mejora de las ganancias, el tema podría impulsar una expansión de los múltiplos a medio y largo plazo.

Estimamos un aumento potencial en las exportaciones mexicanas a Estados Unidos de 50 mmd, contribuyendo 0.6pp al PIB. La formación de capital correlacionada más efectos multiplicadores se estiman en ~\$58 mmd (0.7pp del PIB), lo que implicaría 1.3pp adicionales al PIB (0.3pp/año en 2023-2026), lo que podría conducir a una recalificación del mercado en México.

**Cuadro 5. Objetivo de Escenarios IPC**

Escenario	Comentarios	S&P IPC			Ganancia por acción			Desde el pico	Precio/ganancias	Peso		
		2022	Mediados de 2023	2023	2022	Mediados de 2023	2023			2022	Mediados de 2023	2023
Escenario base	El crecimiento se mantiene en la misma tendencia este y el próximo año. La inflación se modera, mientras los choques de oferta se atenúan. Las alzas en la tasa son suficientes para controlar los precios.	52,500	56,000	59,500	4,046	4,319	4,592	-5%	13x	55%	30%	20%
Recesión leve	Los choques de oferta no mejoran, pero la inflación de largo plazo se mantiene anclada. Los bancos centrales aceptan una convergencia de la inflación más lenta. Sin necesidad de inducir una recesión más severa.	47,000	49,800	52,500	3,929	4,150	4,371	-10%	12x	40%	60%	60%
Recesión severa	El banco central adopta lo que se necesite para controlar la inflación. Las alzas de la tasa persisten mientras el crecimiento global se desacelera. Las tasas terminales son más restrictivas de lo anticipado.	41,000	43,000	45,500	3,711	3,920	4,128	-15%	11x	5%	10%	20%
<b>Meta índice S&amp;P de Citi</b>										<b>49,500</b>	<b>51,000</b>	<b>52,500</b>

© 2022 Citigroup Inc. No redistribución sin el permiso escrito de Citigroup.

Fuente: Citi Research, Bloomberg.

Nuestro [objetivo del índice del S&P para el cierre de 2023 en 52,500](#) implica un forward precio/ganancias de 12.0x en 2023. En el escenario base de Citi

en el cual Morena permanece en el poder después de 2024, pensamos que podríamos ver una expansión después el mandato de AMLO. En un caso más optimista,

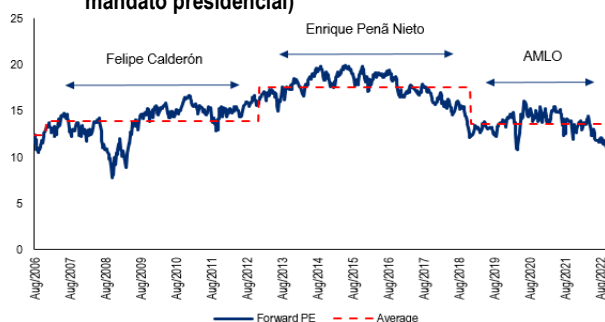
en el que un gobierno más favorable para el mercado está en el poder, potencialmente implica un forward precio/ganancia de 16.0x

**Cuadro 6. Sensibilidad del objetivo del índice S&P 2023**

	-5.0%	-2.5%	Base	2.5%	5.0%
12.0x	49,900	51,200	52,500	53,800	55,100
13.0x	54,000	55,500	56,900	58,300	59,700
14.0x	58,200	59,700	61,300	62,800	64,300
15.0x	62,300	64,000	65,600	67,300	68,900
16.0x	66,500	68,300	70,000	71,800	73,500
17.0x	70,700	72,500	74,400	76,200	78,100

© 2022 Citigroup Inc. No redistribución sin el permiso escrito de Citigroup.  
Fuente: Citi Research.

**Gráfica 27. IPC DE S&P Gráfico PE (promedios para cada mandato presidencial)**



© 2022 Citigroup Inc. No redistribución sin el permiso escrito de Citigroup.

Fuente: Citi Research, Bloomberg.

**Un enfoque sobre los índices en lugar de una selección fina de acciones: los ganadores ofrecen un volumen promedio de operación bajo.** En nuestra opinión, los ganadores podrían incluir: (i) REIT (Fibras), donde favorecemos Terrafina; FIBRAMQ y

Prologis; (ii) industriales, donde preferimos a Nemark; (iii) en el sector del transporte, destacamos Traxion y Pinfra.

**Los beneficiarios menos obvios pueden incluir OMA y GAP** en el sector de transporte, y Orbia y CX en el sector industrial, mientras que

podemos ver un ángulo para Banorte y Regional en el sector bancario. Entre los beneficiarios secundarios de la venta al por menor se encuentran Liverpool, Chedraui Arca-Contal y FEMSA (tiendas Oxxo).

**Cuadro 7. Tabla resumida de los posibles beneficiarios del nearshoring**

	Sector	15/11/2022		TP	Moneda	Calificación	Precio/Ganancia		EV/EBITDA	
		Último precio	ETR (%)				FY1	FY2	FY1	FY2
<b>Ganadores evidentes</b>										
Terrafina	Inmobiliario	27.67	30%	34	MXN	1	4.7x	8.0x	11.3x	10.4x
Fibra Prologis	Inmobiliario	57.60	-6%	51.86	MXN	2	19.6x	17.5x	8.2x	7.7x
Nemark	Industrial	6.00	5%	6	MXN	1	10.6x	6.7x	3.9x	3.5x
Traxion	Transporte	33.10	2%	32	MXN	2	20.3x	14.1x	6.5x	5.3x
Pinfra	Transporte	163.43	21%	193	MXN	1	12.4x	11.8x	7.2x	6.8x
Grupo Aeroportuario del Centro Norte	Transporte	67.82	-12%	58	USD	2	17.1x	15.1x	9.6x	8.4x
<b>Ganadores menos evidentes</b>										
Grupo Aeroportuario del Pacífico	Transporte	172.95	7%	173	USD	1	21.0x	20.0x	10.4x	9.5x
Orbia	Industrial	39.17	60%	60	MXN	1	5.8x	8.9x	4.5x	5.5x
Cemex	Industrial	4.49	45%	6.5	USD	1	7.4x	7.7x	5.5x	5.3x
Banorte	Financiero	153.99	21%	171	MXN	1	9.9x	8.7x	n.m.	n.m.
Regional	Financiero	146.28	18%	165	MXN	1	9.9x	9.1x	n.m.	n.m.
Liverpool	Ventas al menudeo	104.50	2%	105	MXN	1	8.9x	8.7x	5.8x	5.7x
Chedraui	Ventas al menudeo	80.83	-27%	58	MXN	2	15.4x	14.0x	6.5x	6.2x
Arca-Continental	Ventas al menudeo	165.51	0%	160	MXN	1	19.7x	17.3x	8.7x	8.0x
Femsa (Oxxo)	Ventas al menudeo	77.80	27%	98	USD	1	19.4x	15.8x	5.7x	5.1x

Fuente: Citi Research, Powered by data Central, FactSet.

**Respecto a las empresas con alta capitalización, destacaríamos a Banorte.** Para aquellos

inversionistas que aún encuentran restricciones de volumen promedio a nivel de índice, recomendamos

tener exposición a Banorte, ya que ofrece una exposición pura a México.

# Encuesta Citibanamex

## Encuesta Citibanamex de Expectativas, 20 de diciembre, 2022

---

**Iván Arias**

+52-55-2262-9503

ivan.arias@citi.com

---

---

**Andrea Heredia**

+52-55-2262-9565

andrea.heredia@citi.com

---

- **El consenso anticipa un alza de tasa más moderada en febrero.** Luego del aumento de 50 pb en la tasa objetivo por parte de Banxico la semana pasada, todos los analistas de nuestra Encuesta Citibanamex de Expectativas (ECE) proyectan al menos un alza de tasas más. Casi todos ellos (29/30) estiman que el próximo movimiento en la tasa objetivo se realizará en febrero de 2023, con 69% de ellos esperando un alza de 25 pb. La mediana de las estimaciones para la tasa de referencia al cierre de 2023 disminuyó a 10.25%, desde 10.38% hace dos semanas.
- **Estabilidad en las expectativas del peso.** El consenso de la encuesta ahora espera el USDMXN en 19.98 al cierre de 2022, marginalmente menor a la estimación de 20.00 en nuestra encuesta previa. Para el cierre de 2023, el tipo de cambio ahora se proyecta en 20.75, ligeramente menor que la expectativa de 20.80 hace dos semanas.
- **La inflación general y subyacente se estiman en 7.8% y 8.3% anual en la primera quincena de diciembre.** Los participantes de la encuesta proyectan un crecimiento del INPC de 0.41% quincenal para la primera mitad de diciembre, o 7.79% anual, por arriba del 7.46% registrado en la quincena anterior. La inflación subyacente se anticipa en 0.54% quincenal durante la primera mitad de diciembre, o 8.32% anual. De esta manera, la inflación no subyacente se estima en 6.24% anual en la primera quincena de diciembre, desde el 4.86% observado en la quincena anterior. Para diciembre en su conjunto, se pronostica que la inflación general y la subyacente se ubiquen en 0.56% y 0.61% mensual, respectivamente.
- **Movimientos mixtos en las expectativas de inflación de cierre de año.** Las expectativas de inflación general y subyacente para el cierre de 2022 disminuyeron a 8.01% y 8.30% anual, respectivamente, desde 8.30% y 8.40% en la encuesta anterior. Las proyecciones de inflación general anual para el cierre de 2023 aumentaron a 5.18% desde 5.10% anteriormente, mientras que para la inflación subyacente se mantuvieron sin cambios en 5.06%. Las expectativas de inflación general y subyacente para el cierre de 2024 se ubicaron en 3.98% y 3.85%, respectivamente. La expectativa mediana para la tasa de inflación anual promedio en 2024-2028 disminuyó a 3.70% desde 3.80% hace dos semanas.
- **Expectativas del crecimiento del PIB ligeramente mayores.** El pronóstico mediano para el crecimiento del PIB de 2022 aumentó a 3.0% desde 2.9% hace dos semanas, con un rango de proyecciones que va de 2.3% a 3.2%. Para 2023, el consenso aumentó marginalmente a 1.0% desde 0.9% en nuestra encuesta previa.

## ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE ANALISTAS DE MERCADOS FINANCIEROS

**Cuadro 8. Expectativas de Inflación**

Participantes (30)	1a. Q Diciembre 2022	Subyacente 1a. Q Diciembre 2022	Diciembre 2022	Subyacente Diciembre 2022	2022	Subyacente 2022	2023	Subyacente 2023	2024	Subyacente 2024	Inflación Promedio Anual 2024-2028
Actinver	0.43	0.57	0.49	0.63	7.93	8.33	5.40	4.90	-	-	3.60
BofA	0.34	0.40	0.55	0.47	8.00	8.16	4.64	4.17	4.35	4.06	4.00
Bancoppel	0.54	0.64	0.63	0.74	8.09	8.45	5.00	4.80	4.00	3.80	3.70
Banorte	0.38	0.56	0.53	0.72	7.98	8.43	5.40	5.70	-	-	3.50
Barclays	0.57	0.56	0.61	0.60	8.06	8.30	5.70	5.30	3.50	3.60	3.50
Bradesco BBI	0.37	0.51	0.35	0.39	7.78	8.07	5.10	5.30	-	-	3.60
BX+	0.38	0.58	0.45	0.68	7.89	8.38	4.80	5.10	4.00	4.00	3.70
Citibanamex	0.43	0.68	0.52	0.76	7.96	8.47	4.82	4.77	4.00	4.00	4.00
Credit Suisse	0.40	0.52	0.45	0.56	7.89	8.25	5.30	5.40	3.30	3.30	3.70
Finamex	0.37	0.57	0.55	0.70	8.00	8.40	5.59	5.00	4.90	4.24	3.93
GBM	0.43	0.58	0.55	0.73	8.00	8.44	5.19	5.08	4.39	4.28	3.61
Grupo Bursamétrica	0.54	0.58	0.59	0.61	8.04	8.31	5.57	5.58	3.69	3.45	3.53
HSBC	0.45	0.48	0.57	0.58	8.02	8.27	4.50	4.80	3.80	4.00	3.80
Invex	0.50	0.62	0.55	0.66	8.00	8.36	5.25	5.00	4.50	4.00	4.00
Itaú BBA	0.25	0.40	0.53	0.29	7.98	7.96	5.20	4.70	4.00	3.70	3.50
JP Morgan	0.41	0.61	0.60	0.65	8.05	8.35	5.30	5.50	3.90	4.10	4.00
Masari Casa de Bolsa	0.35	0.50	0.50	0.60	7.94	8.30	5.50	5.20	4.20	4.10	4.00
Monex	0.56	0.46	0.60	0.51	8.05	8.20	5.30	5.10	4.00	4.00	3.95
Morgan Stanley	0.34	0.50	0.57	0.62	8.02	8.32	4.69	4.53	3.74	3.41	-
Mutiva	0.39	0.40	0.58	0.59	8.03	8.29	4.90	4.80	3.50	3.37	3.80
Natixis	0.35	0.45	0.62	0.73	8.07	8.44	4.20	4.10	3.60	3.60	3.70
Oxford Economics	0.57	0.52	0.64	0.59	8.09	8.29	4.40	4.40	3.60	3.60	3.50
Prognosis	0.58	0.84	0.65	0.89	8.11	8.61	5.00	5.50	4.30	4.00	3.80
Santander México	0.48	0.64	0.61	0.79	8.06	8.50	5.30	5.30	4.50	4.50	4.10
Scotiabank México	0.50	0.60	0.60	0.80	8.05	8.51	5.10	4.95	3.78	3.80	3.80
Signum Research	0.37	0.44	0.43	0.54	7.87	8.23	4.91	5.29	3.66	3.74	3.63
Thorne & Associates	0.30	0.32	0.88	0.58	8.35	8.28	5.16	5.04	3.88	3.77	4.00
Valmex	0.42	0.55	0.49	0.60	7.93	8.30	5.04	5.10	3.98	3.85	3.61
Vector	0.20	0.44	0.23	0.52	7.65	8.21	5.40	5.30	3.90	3.50	3.40
XP Investments	0.39	0.53	0.65	0.58	8.11	8.27	5.30	4.90	4.00	3.90	3.80
Promedio	0.42	0.54	0.55	0.62	8.00	8.32	5.10	5.02	3.96	3.84	3.75
<b>Mediana</b>	<b>0.41</b>	<b>0.54</b>	<b>0.56</b>	<b>0.61</b>	<b>8.01</b>	<b>8.30</b>	<b>5.18</b>	<b>5.06</b>	<b>3.98</b>	<b>3.85</b>	<b>3.70</b>
Dev. Est.	0.10	0.10	0.11	0.12	0.12	0.13	0.36	0.39	0.36	0.30	0.20
Anterior Promedio	-	-	0.68	0.64	8.33	8.44	5.10	5.00	-	-	3.80
Anterior Mediana	-	-	0.65	0.60	8.30	8.40	5.10	5.06	-	-	3.80
Máximo	0.58	0.84	0.88	0.89	8.35	8.61	5.70	5.70	4.90	4.50	4.10
	Prognosis	Prognosis	Thorne & Associates	Prognosis	Thorne & Associates	Prognosis	Barclays	Banorte	Finamex	Santander México	Santander México
Mínimo	0.20	0.32	0.23	0.29	7.65	7.96	4.20	4.10	3.30	3.30	3.40
	Vector	Thorne & Associates	Vector	Itaú BBA	Vector	Itaú BBA	Natixis	Natixis	Credit Suisse	Credit Suisse	Vector

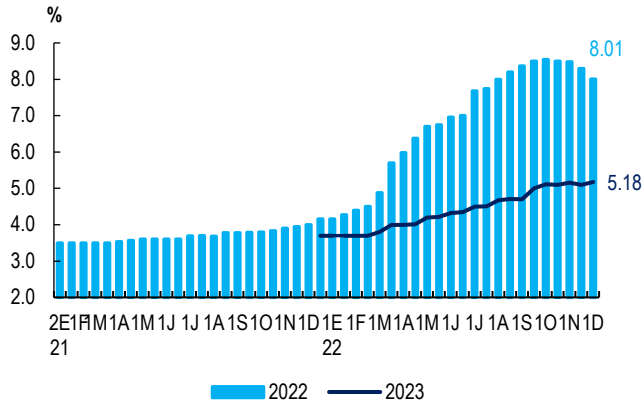
Fuente: Citibanamex Estudios Económicos.

Cuadro 9. Expectativas Variables Financieras y PIB

Participantes (30)	Próximo Movimiento	Dirección y Magnitud	Tasa de Fondo Bancario 2023 Cierre	Nivel del Tipo de Cambio 2022 Cierre	Nivel del Tipo de Cambio 2023 Cierre	PIB 2022	PIB 2023
Actinver	feb-23	0.25	9.75	20.10	20.80	2.50	0.60
BofA	feb-23	0.25	11.00	19.80	20.80	3.00	-0.50
Bancoppel	feb-23	0.25	10.75	19.90	20.90	3.00	1.10
Banorte	feb-23	0.50	10.25	19.80	21.20	2.70	1.00
Barclays	feb-23	0.25	10.25	19.75	19.00	3.00	1.40
Bradesco BBI	feb-23	0.25	10.00	19.80	21.50	2.90	0.90
BX+	feb-23	0.25	10.50	20.30	21.00	2.30	0.80
Citibanamex	feb-23	0.25	9.75	20.10	20.80	3.00	1.40
Credit Suisse	feb-23	0.50	10.00	19.75	20.50	3.00	1.00
Finamex	feb-23	0.25	11.00	19.73	19.73	3.10	1.20
GBM	feb-23	0.25	11.00	19.80	20.30	3.10	1.70
Grupo Bursamérica	feb-23	0.50	10.00	20.55	21.24	3.20	-0.50
HSBC	feb-23	0.25	9.75	19.50	19.25	3.00	1.00
Invex	feb-23	0.25	11.00	20.00	21.00	3.00	0.90
Itaú BBA	feb-23	0.50	11.25	20.00	20.20	2.90	1.30
JP Morgan	feb-23	0.25	10.75	20.25	19.75	3.10	1.80
Masari Casa de Bolsa	mar-23	0.25	10.00	19.97	20.70	2.80	1.70
Monex	feb-23	0.50	9.50	20.30	21.30	3.00	0.60
Morgan Stanley	feb-23	0.25	9.50	19.70	20.65	3.00	1.40
Multiva	feb-23	0.50	11.25	19.95	20.50	3.10	1.80
Natixis	feb-23	0.25	10.00	19.90	20.20	3.10	0.30
Oxford Economics	feb-23	0.25	9.00	19.98	20.96	3.10	0.60
Prognosis	feb-23	0.50	11.25	20.00	21.00	2.50	0.80
Santander México	feb-23	0.50	9.50	20.00	21.00	3.20	0.90
Scotiabank México	feb-23	0.25	10.25	19.70	20.60	2.80	0.80
Signum Research	feb-23	0.50	11.25	19.98	20.89	3.20	0.50
Thorne & Associates	feb-23	0.25	10.50	19.90	20.70	2.80	0.90
Valmex	feb-23	0.25	10.75	20.00	20.85	3.00	1.00
Vector	feb-23	0.25	9.75	20.00	20.20	3.10	0.60
XP Investments	feb-23	0.25	10.25	20.00	20.50	3.10	1.30
Promedio	feb-23	0.33	10.33	19.95	20.60	2.95	0.94
<b>Mediana</b>	<b>feb-23</b>	<b>0.25</b>	<b>10.25</b>	<b>19.98</b>	<b>20.75</b>	<b>3.00</b>	<b>0.95</b>
Desv. Est.		0.12	0.63	0.21	0.58	0.22	0.55
Anterior Promedio	dic-22	0.50	10.24	19.95	20.60	2.80	0.90
Anterior Mediana	dic-22	0.50	10.38	20.00	20.80	2.90	0.90
Máximo	mar-23	0.50	11.25	20.55	21.50	3.20	1.80
	Masari Casa de Bolsa	Varios	Itaú BBA, Multiva, Prognosis, Signum Research	Grupo Bursamérica	Bradesco BBI	Grupo Bursamérica, Santander México, Signum Research	JP Morgan, Multiva
Mínimo	feb-23	0.25	9.00	19.50	19.00	2.30	-0.50
	Varios	Varios	Oxford Economics	HSBC	Barclays	BX+	BofA, Grupo Bursamérica

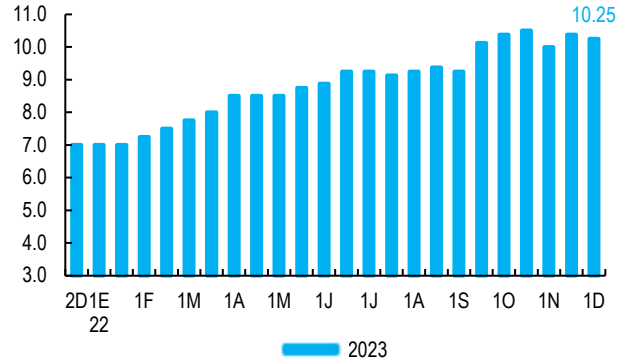
Fuente: Citibanamex Estudios Económicos.

**Gráfica 28. Inflación General (Mediana)**



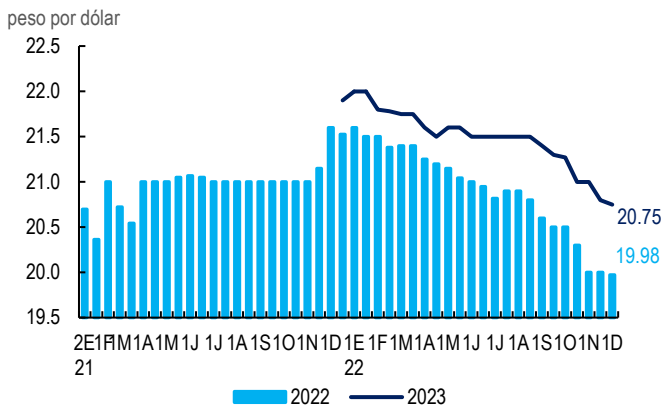
Fuente: Citibanamex Estudios Económicos.

**Gráfica 29. Tasa de Fondeo Bancario (Mediana)**



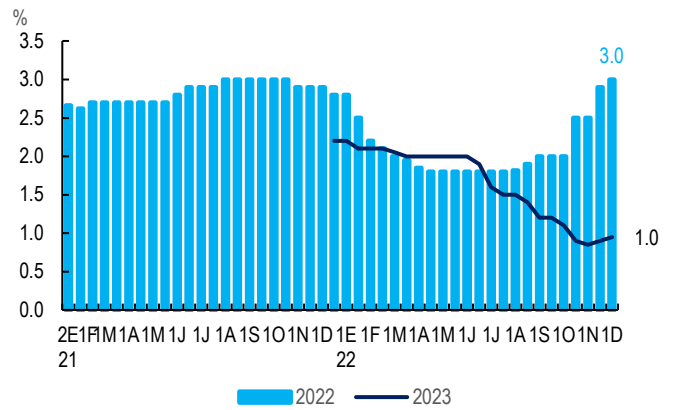
Fuente: Citibanamex Estudios Económicos.

**Gráfica 30. Tipo de Cambio (Mediana)**



Fuente: Citibanamex Estudios Económicos.

**Gráfica 31. PIB (Mediana)**



Fuente: Citibanamex Estudios Económicos.

# Indicadores de Actividad Productiva

	Variación anual, %												Variación mensual, %																	
	oct-21	nov-21	dic-21	ene-22	feb-22	mar-22	abr-22	may-22	jun-22	jul-22	ago-22	sep-22	oct-22	nov-22	dic-21	ene-22	feb-22	mar-22	abr-22	may-22	jun-22	jul-22	ago-22	sep-22	oct-22	nov-22				
<b>Mercado Interno</b>																														
Inversión	5.9	6.0	7.6	8.8	1.9	5.8	6.9	6.1	7.8	2.1	5.8	3.3		0.2	0.4	1.2	2.1	-2.5	3.3	1.8	-1.3	0.1	-1.5	1.8	-0.9					
Construcción	2.5	6.0	3.9	10.3	-6.0	3.4	3.1	-1.4	2.4	-2.3	-5.4	-5.3		-0.8	-0.4	0.0	5.5	-9.1	5.3	0.7	-2.6	0.3	-1.7	0.0	-0.8					
Maquinaria nacional	2.9	6.0	0.6	9.1	7.2	3.0	2.5	4.9	5.6	3.2	14.9	4.1		4.3	-6.7	5.0	8.6	-3.3	-0.1	3.5	-0.5	-0.7	1.9	2.9	-5.8					
Maquinaria importada	15.6	6.0	19.0	5.1	17.5	12.0	17.2	22.7	19.7	9.7	25.5	20.9		0.9	3.4	2.8	-6.9	12.0	0.4	4.9	-1.3	2.3	-1.1	2.2	0.5					
Indicador mensual del consumo privado	5.5	6.0	7.7	7.1	10.0	8.8	7.6	7.1	6.5	4.8	7.9	6.1		0.9	0.8	1.6	0.5	1.4	0.7	0.6	-0.7	0.1	0.0	0.6	0.4					
Confianza del consumidor	15.7	23.9	15.9	11.2	11.1	7.3	4.2	3.2	-2.6	-6.8	-5.1	-5.8	-5.8	-9.1	-0.1	5.6	-3.4	-2.2	0.2	0.7	0.5	-0.4	-2.1	-3.5	-1.1	0.2	-0.1	1.5		
<b>Empresas comerciales (INEGI)</b>																														
Al por menor	5.5	5.5	5.2	6.6	6.3	3.7	4.6	5.1	4.0	5.0	4.7	3.3		0.6	0.2	0.9	1.1	0.4	0.4	0.5	-0.3	0.7	-0.1	-0.2						
Al por mayor	9.8	13.5	8.2	8.4	6.9	8.2	5.2	7.7	4.5	1.4	3.9	2.0		0.8	0.3	-0.1	1.0	0.0	2.4	-0.7	0.1	-0.2	-0.4	-0.7						
Ventas menudeo de autos (AMIA) <sup>1</sup>	-9.1	-13.5	-7.7	-3.8	-3.9	-1.2	-1.0	5.2	1.9	1.2	16.5	11.6	18.9																	
ANTAD <sup>2</sup>	5.0	1.8	5.9	12.6	4.1	1.3	6.1	3.4	-0.1	3.3	2.6	-0.5	1.5																	
<b>Mercado Externo</b>																														
Exportaciones	-0.22	19.15	10.55	3.64	27.69	20.63	15.96	22.42	20.21	13.56	25.20	25.35	17.72		1.6	6.8	-0.9	-5.2	15.5	-1.9	0.7	1.3	1.4	-0.4	0.4	4.8	-4.2			
Petróleo crudo	91.0	57.3	19.0	27.3	39.6	63.5	83.6	55.3	54.2	31.5	9.2	26.6	18.8		2.5	5.5	-8.3	6.5	11.3	15.6	12.5	-5.5	2.9	-7.6	-15.1	9.9	-4.4			
Precio mezcla (dpb)	72.2	74.3	67.6	78.4	87.7	100.4	102.2	104.3	106.0	94.4	96.3	82.3	81.2																	
Manufacturas	-4.0	16.8	9.2	1.5	27.7	19.9	12.3	20.3	19.9	11.8	27.1	26.4	19.8		0.8	7.7	-0.4	-5.7	16.1	-2.9	-0.2	1.7	1.8	-1.2	2.4	5.6	-4.3			
Autos <sup>1</sup>	-21.8	13.6	-4.6	-20.5	31.8	18.9	5.2	10.7	20.8	12.5	42.5	42.1	33.8		0.9	20.5	-9.2	-11.5	34.6	-8.1	-1.1	1.3	4.3	-4.1	11.3	4.6	-2.9			
Importaciones	25.1	29.6	27.7	18.5	34.2	12.7	25.7	29.1	31.7	16.7	27.0	20.8	14.8		2.3	1.8	3.9	-3.1	9.3	1.2	5.0	0.3	6.0	-3.8	-1.9	-0.7	-2.4			
Intermedias	24.0	29.0	27.6	16.6	35.8	9.3	23.9	28.5	29.7	13.9	24.2	18.5	14.3		2.3	1.7	3.6	-4.1	10.9	-0.4	5.1	0.1	5.8	-4.3	-1.8	-0.4	-1.0			
De capital	21.7	28.3	21.5	16.5	12.6	13.3	22.5	26.6	23.7	13.8	30.1	22.6	21.7		0.83	3.58	1.03	0.21	1.38	6.67	7.59	-2.38	-0.89	0.19	3.13	-0.47	0.61			
De consumo	35.0	34.5	32.7	32.4	39.9	37.7	40.6	34.4	49.0	37.1	43.8	34.2	14.3		2.9	1.3	7.4	1.5	4.7	8.0	2.7	2.6	11.2	-3.2	-5.7	-2.4	-12.2			
Balanza comercial (md)	-2.799	-47	603	-6,278	1,286	104	-1,884	-2,215	-3,957	-9,599	-5,498	-5,498	-895		-1,709	368	-1,768	-2,647	-297	-1,778	-3,900	-3,433	-5,912	-4,008	-2,761	-55	-986			
<b>Producción</b>																														
IGAE	-0.7	1.7	1.3	1.8	2.5	0.4	1.4	2.1	1.5	1.3	5.7	5.2		-0.2	0.7	0.8	0.3	0.1	0.4	1.1	-0.2	-0.3	0.5	0.4	0.7					
Industria	-0.4	1.0	2.2	4.0	2.5	2.6	2.5	3.6	3.7	2.8	3.9	3.8	3.1		1.5	0.2	1.2	0.5	-0.2	0.4	0.4	0.3	-0.1	0.5	-0.2	-0.2				
Manufacturas	-0.1	2.9	3.7	3.1	6.6	3.3	3.6	6.6	5.2	5.3	8.1	8.4	5.3		2.5	0.4	1.9	0.1	0.7	0.0	1.1	0.6	-0.2	1.6	-0.3	-0.3				
Construcción	4.5	1.8	4.1	2.9	-2.9	4.2	2.1	-0.4	0.6	-1.4	-4.4	-4.0	-1.1		-1.1	-0.5	0.7	0.3	-2.1	3.4	-0.2	-1.2	-0.3	-0.7	-1.7	0.2				
Servicios	-1.2	1.3	0.2	0.7	2.7	-0.9	0.5	1.5	0.7	0.8	6.6	5.6			5.5	2.6	-0.2	-6.0	0.0	4.5	0.4	4.1	-2.2	-0.1	0.4	-2.4				
Agricultura	-3.3	7.2	8.2	0.9	-0.8	6.1	5.9	3.7	-3.4	-2.4	7.5	8.6			-1.0	6.2	-1.3	-2.5	-1.3	4.3	-0.6	2.3	-6.0	0.7	4.9	0.5				
<b>Mercado Laboral</b>																														
<b>Empleo</b>																														
<b>Comercio</b>																														
Al por menor	-0.1	-0.5	-0.3	-1.3	-1.3	-1.3	-1.1	-1.1	-1.0	-1.2	-0.9	-0.8		-0.1	-0.5	-0.2	-1.3	-1.3	-1.3	-1.1	-1.1	-1.0	-1.3	-0.8	-0.8					
Al por mayor	2.6	3.2	2.5	2.4	2.4	2.0	2.2	1.6	1.4	1.4	1.0	1.2		2.6	3.2	2.6	2.4	2.4	2.0	2.2	1.6	1.4	1.5	1.0	1.1					
Formal IMSS <sup>3,6</sup>	4.3	4.4	4.3	4.7	5.0	4.9	4.7	4.5	4.4	3.9	4.0	4.0	4.1	3.8	0.05	0.3	0.4	0.2	0.5	0.3	0.5	0.5	0.5	0.1	0.4	0.2	0.2	-0.03		
<b>Desempleo</b>																														
Tasa de desocupación abierta nacional <sup>4</sup>	3.9	3.7	3.5	3.7	3.7	3.0	3.0	3.3	3.3	3.4	3.5	3.3	3.3		3.9	3.8	3.8	3.6	3.7	3.4	3.1	3.4	3.3	3.2	3.3	3.2	3.2			
<b>Salarios reales <sup>5</sup></b>																														
<b>Comercio</b>																														
Al por menor	1.4	3.1	-0.3	4.3	4.5	1.4	5.9	3.7	4.9	4.1	3.8	4.4		2.2	2.7	-0.8	4.5	4.6	1.7	6.2	3.6	4.1	4.6	4.1	4.1					
Al por mayor	-0.1	-2.5	-2.6	-2.0	-0.4	0.8	-1.3	-1.6	-6.3	-3.9	-2.8	-1.7		1.1	-2.5	-3.1	-1.3	-0.4	-0.6	0.1	-1.8	-7.5	-2.7	-2.6	-2.2					
<b>IMSS</b>																														
Contractuales	-2.0	-1.7	-1.7	-1.4	-0.3	1.1	-1.8	0.6	-1.2	1.3	-3.4	-0.2	-3.7																	

1.Medida en unidades; 2.Mismas tiendas a tasa real anual; 3.Se refiere al empleo del IMSS de permanentes y eventuales urbanos 4.Porcentaje de la PEA; 5.Remuneraciones reales por persona; 6.Estimaciones Banamex de la serie desestacionalizada. 7. Información no publicada por INEGI a consecuencia de la contingencia por COVID-19.

Fuente: Citibanamex Estudios Económicos con datos de INEGI, AMIA, ANPACT, ANTAD, BANXICO, STPS e IMSS.

# Pronósticos

## INFLACION, TIPO DE CAMBIO, ACTIVIDAD PRODUCTIVA Y UDIS

	Inflación general		Inflación subyacente		Tipo de cambio Peso/dólar (Fp)	Actividad Económica (IGAE)			UDI'S	
	Var men, %	Var anual, %	Var men, %	Var anual, %		Var anual, %*	Var men, %*	Var anual, %**	Día 11 de cada mes	Día 26 de cada mes
ene-21	0.86	3.54	0.36	3.84	19.91	-4.6	-0.4	-6.0	6.62	6.63
feb-21	0.63	3.76	0.39	3.87	20.27	-4.2	-1.0	-5.5	6.67	6.70
mar-21	0.83	4.67	0.54	4.12	20.78	0.3	2.7	1.4	6.72	6.74
abr-21	0.33	6.08	0.37	4.13	20.03	21.4	-0.3	22.1	6.77	6.79
may-21	0.20	5.89	0.53	4.37	19.98	24.7	-0.1	24.8	6.80	6.81
jun-21	0.53	5.88	0.57	4.58	20.03	13.1	-0.4	13.0	6.81	6.82
jul-21	0.59	5.81	0.48	4.66	19.97	7.1	0.0	6.6	6.85	6.86
ago-21	0.19	5.59	0.43	4.78	20.07	3.4	-1.5	4.0	6.89	6.90
sep-21	0.62	6.00	0.46	4.92	20.02	1.0	0.3	0.6	6.90	6.91
oct-21	0.84	6.24	0.49	5.19	20.46	0.1	0.4	-1.1	6.94	6.96
nov-21	1.14	7.37	0.37	5.67	20.85	0.1	0.5	1.1	7.00	7.02
<b>dic-21</b>	<b>0.36</b>	<b>7.36</b>	<b>0.80</b>	<b>5.94</b>	<b>20.93</b>	<b>1.2</b>	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>	<b>7.07</b>	<b>7.11</b>
ene-22	0.59	7.07	0.62	6.21	20.49	1.7	0.2	1.6	7.11	7.12
feb-22	0.83	7.28	0.76	6.59	20.46	2.8	0.1	2.6	7.14	7.17
mar-22	0.99	7.45	0.72	6.78	20.58	0.5	0.4	0.6	7.20	7.23
abr-22	0.54	7.68	0.78	7.22	20.08	1.8	1.0	1.7	7.27	7.31
may-22	0.18	7.65	0.59	7.28	20.06	2.0	0.1	2.9	7.32	7.33
jun-22	0.84	7.99	0.77	7.49	20.00	2.2	-0.2	1.8	7.33	7.35
jul-22	0.74	8.15	0.62	7.65	20.54	2.7	0.5	1.8	7.39	7.42
ago-22	0.70	8.70	0.80	8.05	20.13	4.7	0.4	5.7	7.45	7.47
sep-22	0.62	8.70	0.67	8.28	20.14	5.1	0.7	5.2	7.50	7.52
oct-22	0.57	8.41	0.63	8.42	19.80	4.6	-0.2	4.7	7.55	7.56
nov-22	0.31	7.80	0.45	8.51	19.36	4.2	0.2	4.6	7.59	7.60
<b>dic-22</b>	<b>0.52</b>	<b>7.96</b>	<b>0.76</b>	<b>8.47</b>	<b>20.10</b>	<b>3.3</b>	<b>0.1</b>	<b>3.2</b>	<b>7.64</b>	<b>7.66</b>
ene-23	0.59	7.96	0.62	8.48	20.17	3.1	0.0	4.1	7.69	7.71
feb-23	0.45	7.56	0.52	8.22	20.23	3.1	0.1	3.1	7.72	7.75
mar-23	0.51	7.05	0.54	8.03	20.30	2.8	0.2	2.7	7.77	7.78
abr-23	0.07	6.55	0.42	7.64	20.37	2.1	0.2	0.4	7.77	7.78
may-23	-0.05	6.31	0.36	7.40	20.43	2.1	0.1	3.2	7.77	7.78
jun-23	0.41	5.85	0.35	6.96	20.50	2.3	0.0	2.2	7.80	7.82
jul-23	0.39	5.48	0.36	6.67	20.55	1.6	-0.2	1.4	7.83	7.84
ago-23	0.29	5.05	0.29	6.14	20.60	0.9	-0.3	0.3	7.85	7.87
sep-23	0.42	4.85	0.38	5.83	20.65	0.0	-0.2	-0.4	7.89	7.90
oct-23	0.50	4.78	0.28	5.46	20.70	0.2	0.0	1.3	7.93	7.94
nov-23	0.63	4.84	0.13	5.13	20.75	0.1	0.1	0.7	7.98	7.99
<b>dic-23</b>	<b>0.50</b>	<b>4.82</b>	<b>0.42</b>	<b>4.77</b>	<b>20.80</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.0</b>	<b>8.02</b>	<b>8.03</b>

	Inflación general		Inflación subyacente		Tipo de cambio Peso/dólar (prom)	PIB			UDI'S	
	Var anual, % (prom)	Var anual, % (prom)	Var anual, % (prom)	Var anual, %*		Var trim, %***	Var anual, %**	Día 11 de cada mes Promedio	Día 26 de cada mes Promedio	
IT 2020	3.39	3.66	20.66	-1.7	-3.9	-0.9	6.44	6.46		
IIT 2020	2.77	3.62	23.08	-18.8	-54.2	-18.6	6.45	6.44		
IIIT 2020	3.90	3.93	21.95	-8.3	63.9	-8.3	6.50	6.52		
<b>IVT 2020</b>	<b>3.52</b>	<b>3.82</b>	<b>20.58</b>	<b>-4.0</b>	<b>17.9</b>	<b>-4.1</b>	<b>6.58</b>	<b>6.74</b>		
IT 2021	3.99	3.94	20.32	-2.6	1.8	-3.5	6.67	6.69		
IIT 2021	5.95	4.36	20.01	19.3	2.9	19.6	6.79	6.81		
IIIT 2021	5.80	4.79	20.02	4.3	-4.2	4.3	6.88	6.89		
<b>IVT 2021</b>	<b>6.99</b>	<b>5.60</b>	<b>20.75</b>	<b>1.1</b>	<b>4.0</b>	<b>1.0</b>	<b>7.00</b>	<b>7.56</b>		
IT 2022	7.27	6.53	20.51	1.9	5.0	1.8	7.15	7.17		
IIT 2022	7.77	7.33	20.05	2.3	4.7	2.4	7.31	7.33		
IIIT 2022	8.52	7.99	20.27	4.3	3.6	4.3	7.44	7.47		
<b>IVT 2022</b>	<b>8.06</b>	<b>8.47</b>	<b>19.76</b>	<b>3.7</b>	<b>1.4</b>	<b>3.6</b>	<b>7.60</b>	<b>7.61</b>		
IT 2023	7.52	8.24	20.23	2.7	1.0	2.7	7.73	7.74		
IIT 2023	6.24	7.33	20.43	1.6	0.3	1.6	7.78	7.79		
IIIT 2023	5.13	6.22	20.60	0.4	-1.1	0.4	7.86	7.87		
<b>IVT 2023</b>	<b>4.81</b>	<b>5.12</b>	<b>20.75</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.2</b>	<b>7.97</b>	<b>7.99</b>		

	Inflación general		Inflación subyacente		Tipo de cambio Peso/dólar		PIB Var anual, %
	Fp	Prom	Fp	Prom	Fp	Prom	
2019	2.83	3.64	3.59	3.70	19.18	19.26	-0.2
2020	3.15	3.40	3.80	3.76	19.98	21.57	-8.0
2021	7.36	5.68	5.94	4.67	20.93	20.28	4.7
2022	7.96	7.90	8.47	7.58	20.10	20.15	3.0
2023	4.82	5.93	4.77	6.73	20.80	20.50	1.4

\* Serie desestacionalizada. \*\* Serie sin ajustar \*\*\* Serie desestacionalizada, anualizada.

■ Observado

■ Pronóstico

p / Pronóstico.

Fuente: Citibanamex Estudios Económicos con datos de INEGI y Banxico.



## Pronósticos

### TASAS DE INTERÉS

	Tasa Política Monetaria		TIE	1 mes	3 meses	6 meses	1 año	2 años	5 años	10 años								
	% Fp	% Fp	% Fp	% Fp	% Fp	% Fp	% Fp	% Fp	% Fp	% Fp								
ene-21	4.25	4.45	4.23	4.23	4.19	4.21	4.21	4.65	5.61									
feb-21	4.00	4.28	4.04	4.05	4.09	4.23	4.25	5.14	6.25									
mar-21	4.00	4.29	4.15	4.17	4.32	4.84	4.91	5.94	6.84									
abr-21	4.00	4.29	4.14	4.17	4.36	4.80	4.95	5.96	6.91									
may-21	4.00	4.28	4.08	4.16	4.44	4.75	4.92	6.04	6.59									
jun-21	4.25	4.53	4.30	4.40	4.83	5.40	5.59	6.41	6.95									
jul-21	4.25	4.51	4.33	4.84	5.11	5.51	5.64	6.46	6.90									
ago-21	4.50	4.75	4.44	4.81	5.11	5.48	5.48	6.51	6.99									
sep-21	4.75	4.75	4.79	5.15	5.40	5.79	5.90	6.95	7.39									
oct-21	4.75	5.06	4.90	5.05	5.15	5.75	5.80	6.85	7.10									
nov-21	5.00	5.23	5.19	5.46	5.90	6.58	6.85	7.32	7.52									
<b>dic-21</b>	<b>5.50</b>	<b>5.72</b>	<b>5.48</b>	<b>5.87</b>	<b>6.29</b>	<b>6.93</b>	<b>7.21</b>	<b>7.42</b>	<b>7.58</b>									
ene-22	5.50	5.75	5.55	5.87	6.12	6.66	7.18	7.40	7.62									
feb-22	6.00	6.25	6.05	6.37	6.88	7.33	7.67	7.74	7.87									
mar-22	6.50	6.72	6.47	6.91	7.47	8.18	8.31	8.38	8.27									
abr-22	6.50	6.75	6.91	7.30	7.88	8.93	8.92	9.04	9.12									
may-22	7.00	7.23	7.10	7.59	8.24	9.03	9.06	8.78	8.65									
jun-22	7.75	8.03	7.71	8.28	9.00	9.74	9.39	9.17	9.05									
jul-22	7.75	8.08	8.24	8.65	9.26	9.42	9.12	8.62	8.58									
ago-22	8.50	8.82	8.36	9.21	9.82	9.96	9.74	9.11	9.06									
sep-22	9.25	9.02	9.29	9.83	10.40	10.73	10.35	9.74	9.67									
oct-22	9.25	9.60	9.68	10.11	10.72	10.87	10.34	9.83	9.85									
nov-22	10.00	10.29	9.71	10.37	10.81	10.88	10.31	9.31	9.23									
<b>dic-22</b>	<b>10.50</b>	<b>10.75</b>	<b>10.48</b>	<b>10.45</b>	<b>10.40</b>	<b>10.30</b>	<b>9.96</b>	<b>9.71</b>	<b>9.12</b>									
ene-23	10.50	10.75	10.48	10.45	10.39	10.29	9.95	9.70	9.14									
feb-23	10.75	11.00	10.73	10.70	10.64	10.53	10.05	9.69	9.16									
mar-23	10.75	11.00	10.73	10.70	10.64	10.52	10.04	9.69	9.18									
abr-23	10.75	11.00	10.73	10.70	10.64	10.51	10.03	9.68	9.19									
may-23	10.75	11.00	10.73	10.70	10.64	10.50	10.02	9.67	9.20									
jun-23	10.75	11.00	10.73	10.70	10.64	10.49	10.01	9.66	9.20									
jul-23	10.75	11.00	10.73	10.70	10.64	10.48	10.00	9.64	9.20									
ago-23	10.50	10.75	10.47	10.43	10.36	10.28	9.92	9.63	9.21									
sep-23	10.25	10.50	10.23	10.20	10.15	10.12	9.81	9.62	9.18									
oct-23	10.25	10.50	10.23	10.19	10.13	10.02	9.70	9.51	9.18									
nov-23	10.00	10.25	9.98	9.95	9.90	9.81	9.56	9.41	9.15									
<b>dic-23</b>	<b>9.75</b>	<b>10.00</b>	<b>9.74</b>	<b>9.71</b>	<b>9.67</b>	<b>9.61</b>	<b>9.42</b>	<b>9.30</b>	<b>9.12</b>									
<b>Tasa de Política Monetaria % (prom)</b>	<b>% (prom)</b>	<b>% (prom)</b>	<b>% (prom)</b>	<b>% (prom)</b>	<b>% (prom)</b>	<b>% (prom)</b>	<b>% (prom)</b>	<b>% (prom)</b>	<b>% (prom)</b>									
IT 2020	6.92	7.21	6.82	6.87	6.76	6.68	6.54	6.45	6.78									
IIT 2020	5.50	5.79	5.36	5.31	5.14	5.03	5.00	5.24	6.20									
IIIT 2020	4.58	4.71	4.42	4.46	4.47	4.51	4.59	5.14	5.98									
<b>IVT 2020</b>	<b>4.25</b>	<b>4.50</b>	<b>4.29</b>	<b>4.31</b>	<b>4.31</b>	<b>4.35</b>	<b>4.49</b>	<b>5.02</b>	<b>5.88</b>									
IT 2021	4.08	4.34	4.14	4.15	4.20	4.43	4.46	5.24	6.23									
IIT 2021	4.08	4.37	4.17	4.24	4.54	4.98	5.15	6.14	6.82									
IIIT 2021	4.50	4.67	4.52	4.93	5.21	5.59	5.67	6.64	7.09									
<b>IVT 2021</b>	<b>5.08</b>	<b>5.34</b>	<b>5.19</b>	<b>5.46</b>	<b>5.78</b>	<b>6.42</b>	<b>6.62</b>	<b>7.20</b>	<b>7.40</b>									
IT 2022	6.00	6.24	6.02	6.38	6.82	7.39	7.72	7.84	7.92									
IIT 2022	7.08	7.34	7.24	7.72	8.37	9.23	9.13	9.00	8.94									
IIIT 2022	8.50	8.64	8.63	9.23	9.83	10.04	9.74	9.16	9.10									
<b>IVT 2022</b>	<b>9.92</b>	<b>10.21</b>	<b>9.96</b>	<b>10.31</b>	<b>10.64</b>	<b>10.68</b>	<b>10.20</b>	<b>9.62</b>	<b>9.40</b>									
IT 2023	10.67	10.92	10.65	10.62	10.56	10.45	10.01	9.69	9.16									
IIT 2023	10.75	11.00	10.73	10.70	10.64	10.50	10.02	9.67	9.20									
IIIT 2023	10.50	10.75	10.48	10.44	10.38	10.29	9.91	9.63	9.20									
<b>IVT 2023</b>	<b>10.00</b>	<b>10.25</b>	<b>9.98</b>	<b>9.95</b>	<b>9.90</b>	<b>9.81</b>	<b>9.56</b>	<b>9.41</b>	<b>9.15</b>									
<b>Tasa de Política Monetaria % (prom)</b>	<b>% (prom)</b>	<b>% (prom)</b>	<b>% (prom)</b>	<b>% (prom)</b>	<b>% (prom)</b>	<b>% (prom)</b>	<b>% (prom)</b>	<b>% (prom)</b>	<b>% (prom)</b>									
<b>Fp</b>	<b>Prom</b>	<b>Fp</b>	<b>Prom</b>	<b>Fp</b>	<b>Prom</b>	<b>Fp</b>	<b>Prom</b>	<b>Fp</b>	<b>Prom</b>	<b>Fp</b>	<b>Prom</b>							
2019	7.25	8.00	7.56	8.29	7.29	7.86	7.28	7.89	7.30	7.87	7.17	7.77	6.74	7.42	6.79	7.40	6.91	7.56
2020	4.25	5.31	4.48	5.55	4.27	5.22	4.31	5.24	4.30	5.17	4.28	5.14	4.37	5.15	4.74	5.46	5.55	6.21
2021	5.50	4.44	5.72	4.68	5.48	4.51	5.87	4.70	6.29	4.93	6.93	5.36	7.21	5.48	7.42	6.31	7.58	6.89
2022	10.50	7.88	10.75	8.11	10.48	7.96	10.45	8.41	10.40	8.92	10.30	9.34	9.96	9.20	9.71	8.90	9.12	8.84
2023	9.75	10.48	10.00	10.73	9.74	10.46	9.71	10.43	9.67	10.37	9.61	10.26	9.42	9.87	9.30	9.60	9.12	9.18

■ Observado

■ Pronóstico

Fuente: Citibanamex Estudios Económicos con datos de Banxico y Bloomberg.

## Pronósticos

<b>ANUALES</b>										
<b>Concepto</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021p</b>	<b>2022p</b>	<b>2023p</b>
<b>Inflación y Variables Financieras</b>										
Tasa de Cetes a 28 días (%)										
Promedio anual	3.00	3.00	4.17	6.71	7.65	7.86	5.22	4.51	7.99	10.46
Fin de periodo*	2.64	3.02	5.81	7.22	8.07	7.29	4.27	5.48	10.48	9.74
Bono a 10 años										
Promedio anual	6.01	5.95	6.23	7.19	7.95	7.56	6.21	6.89	8.39	9.18
Fin de periodo*	5.84	6.28	7.31	7.66	8.90	6.91	5.55	7.58	9.12	9.12
Tipo de cambio (pesos por dólar)										
Promedio anual	13.37	16.28	18.70	18.86	19.27	19.26	21.57	20.28	20.14	20.50
Fin de periodo*	14.75	17.21	20.73	19.30	19.65	19.18	19.98	20.93	20.10	20.80
Inflación al consumidor										
Promedio anual	4.02	2.72	2.82	6.04	4.90	3.64	3.27	5.68	7.90	5.93
Fin de periodo*	4.08	2.13	3.36	6.77	4.83	2.83	3.15	7.36	7.96	4.82
Inflación Subyacente										
Promedio anual	3.18	2.36	2.97	4.68	3.82	3.70	3.71	4.67	7.58	6.73
Fin de periodo*	3.24	2.41	3.44	4.87	3.68	3.59	3.80	5.94	8.47	4.77
Crédito Vigente de Banca Comercial al Sector Privado (var. real anual fdp, %)										
	3.9	12.3	11.2	5.1	4.9	2.0	(4.6)	(2.7)	4.1	3.3
Agregado Monetario Amplio (variación real anual fdp, %)										
	5.1	5.2	6.9	3.6	1.4	3.8	8.9	2.9	2.3	3.4
<b>Sector real</b>										
<b>Producción</b>										
PIB (variación real anual, %)										
	2.8	3.3	2.6	2.1	2.2	(0.2)	(8.0)	4.7	3.0	1.4
PIB nominal (miles de millones de pesos)										
	17,484	18,572	20,129	21,934	23,524	24,446	23,430	25,804	28,639	30,876
PIB (miles de millones dólares)										
	1,307	1,141	1,079	1,163	1,220	1,269	1,090	1,273	1,421	1,506
Actividad industrial (variación real anual, %)										
	2.6	1.1	0.3	(0.2)	0.4	(1.8)	(9.4)	5.4	3.1	0.8
Manufacturas (variación real anual, %)										
	4.0	2.9	1.6	2.8	1.8	0.2	(9.2)	8.5	5.5	1.1
Construcción (variación real anual, %)										
	2.6	2.1	1.6	(0.4)	0.2	(4.9)	(17.3)	8.0	(0.3)	0.7
Producción Petróleo (millones de barriles diarios)										
	2.43	2.27	2.15	1.95	1.85	1.68	1.66	1.67	1.66	1.65
<b>Demanda Interna</b>										
Ventas menudeo (variación real anual %)										
	1.0	4.9	5.0	(0.3)	1.6	2.1	(9.2)	7.8	4.6	2.6
Consumo privado (variación real anual, %)										
	2.1	2.7	3.7	3.2	2.6	0.4	(10.3)	7.6	6.9	2.3
Inversión fija bruta (variación real anual, %)										
	2.9	4.8	0.8	(1.2)	0.8	(4.7)	(17.7)	10.6	5.6	1.4
<b>Mercado Laboral</b>										
Tasa de desempleo (% de la PEA)										
	4.8	4.4	3.9	3.4	3.3	3.5	4.4	4.1	3.4	3.5
Empleo IMSS (prom. anual, mill. de trab.)										
	17.0	17.7	18.4	19.2	20.0	20.4	19.9	20.3	21.2	21.8
crecimiento anual (%)										
	3.5	4.3	3.8	4.4	4.1	2.3	(2.5)	1.9	4.3	2.9
Nuevos empleos (promedio anual, miles de trab.)										
	581	733	677	802	779	459	(514)	388	872	610
Masa salarial (variación real promedio anual, %)										
	4.0	5.8	4.8	3.2	4.6	5.3	1.3	3.4	7.0	4.0
Salario Real (variación promedio anual, %)										
	0.4	1.4	0.9	(1.2)	0.8	2.9	3.8	1.4	2.6	1.1
<b>Sector Externo</b>										
Cuenta corriente (miles de millones de dólares)										
	(25.3)	(30.9)	(24.2)	(20.0)	(24.3)	(3.4)	27.1	(4.8)	(17.8)	(13.6)
% del PIB										
	(1.9)	(2.7)	(2.2)	(1.7)	(2.0)	(0.3)	2.5	(0.4)	(1.2)	(0.9)
Balanza comercial (mmd)										
	(2.8)	(14.6)	(13.1)	(11.0)	(13.8)	5.4	34.0	(10.9)	(33.8)	(26.3)
Exportaciones (mmd)										
	397.7	381.0	374.3	409.8	451.1	460.6	417.0	494.2	579.4	593.9
crecimiento anual (%)										
	4.4	(4.2)	(1.8)	9.5	10.1	2.2	(9.5)	18.5	17.2	2.5
Importaciones (mmd)										
	400.4	395.6	387.4	420.8	464.8	455.2	383.0	505.7	613.2	620.2
crecimiento anual (%)										
	4.9	(1.2)	(2.1)	8.6	10.5	(2.0)	(15.9)	32.0	21.3	1.1
Remesas Familiares (var. anual, %)										
Dólares										
	6.0	4.8	8.9	12.2	11.2	8.2	11.4	27.1	10.2	6.2
Precio petróleo mezcla mexicana (Prom.anual, d/b)										
	87.6	44.0	36.0	46.0	61.0	56.0	35.8	65.0	93.0	80.5
Inversión Extranjera Directa (mmd)										
	30.4	36.0	31.2	34.0	34.1	34.4	28.1	31.5	37.5	36.1
Deuda Externa Total (mmd)										
	427.3	418.3	412.6	436.6	446.7	463.8	462.8	466.7	481.5	497.2
Reservas Internacionales (mmd)										
	193.2	176.7	176.5	172.8	174.4	180.9	195.7	203.5	204.1	208.2
<b>Sector Público</b>										
Balance público (% del PIB)										
	(3.1)	(3.4)	(2.5)	(1.1)	(2.1)	(1.6)	(2.9)	(2.9)	(3.5)	(3.8)
Balance público amplio, RFSP (% del PIB)										
	(4.5)	(4.0)	(2.8)	(1.1)	(2.2)	(2.3)	(3.9)	(3.8)	(4.0)	(4.3)
Deuda bruta pública amplia (% del PIB) <sup>1</sup>										
	48.9	51.1	54.7	51.9	51.3	51.0	58.6	56.1	56.4	56.6
<b>EUA</b>										
PIB (variación real anual, %)										
	2.3	2.7	1.7	2.3	2.9	2.3	-3.4	5.9	1.9	0.7
Producción manufacturera (variación real anual, %)										
	1.1	-0.6	-0.8	0.7	1.5	-1.9	-6.4	6.5	3.7	0.8
Inflación al consumidor PCE (promedio, %)										
	1.6	0.1	1.3	2.1	2.4	1.8	1.2	3.9	6.3	4.1
Tasa de corto plazo (promedio, %)										
	0.25	0.26	0.51	1.19	1.90	2.33	0.54	0.25	1.87	5.30
Tasa 10 años (promedio, %)										
	2.54	2.14	1.84	2.33	2.91	1.75	0.91	1.51	4.35	4.35
Yen/Dólar (promedio)										
	106	121	109	111	110	109	107	110	135	134
Dólar/Euro (promedio)										
	1.33	1.11	1.11	1.13	1.18	1.12	1.14	1.18	1.03	1.11

e/ estimado; p / pronóstico.

\* Promedio diciembre.

<sup>1</sup> Cálculo realizado con el promedio del PIB de cada año.

Fuente: Citibanamex Estudios Económicos con datos de Banxico, INEGI, SHCP y estimaciones propias.

# Pronósticos

## INTERNACIONALES

Porcentaje	Crecimiento del PIB						Inflación Promedio						Tasas de Interés de Corto Plazo					
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2022	2023	2024	2025	2026	2027
	Global <sup>1</sup>	3.0	1.9	2.7	3.0	2.8	2.7	7.2	5.9	3.6	3.0	2.9	2.8	3.1	4.6	4.0	3.5	3.4
Global <sup>2</sup>	3.2	2.8	3.3	3.6	3.5	3.4	8.8	6.8	5.0	4.2	4.0	3.8	4.8	6.5	5.6	4.6	4.3	4.2
<b>Países Industriales</b>	<b>2.5</b>	<b>0.3</b>	<b>1.5</b>	<b>2.0</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>	<b>6.7</b>	<b>4.8</b>	<b>2.3</b>	<b>1.8</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>	<b>1.0</b>	<b>3.1</b>	<b>2.5</b>	<b>2.3</b>	<b>2.2</b>	<b>2.3</b>
Estados Unidos	1.9	0.7	1.5	2.4	1.8	1.8	6.3	4.1	2.8	2.0	2.0	2.0	1.9	5.3	4.5	3.0	2.5	2.5
Japón	1.5	1.3	1.0	1.0	0.7	0.7	2.5	2.1	1.6	1.0	1.0	1.3	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.3
Zona Euro	3.2	-0.4	2.0	1.8	1.5	1.4	8.5	6.6	1.8	1.7	1.8	1.9	-0.5	-0.5	-0.5	2.0	2.5	2.5
Canadá	3.3	0.5	1.4	1.8	1.6	1.6	6.9	4.2	2.2	2.1	2.0	2.0	2.4	4.8	2.9	2.5	2.5	2.5
Australia	3.9	1.4	1.8	2.6	2.6	2.3	6.5	5.1	3.2	2.4	2.0	2.0	1.6	3.4	3.0	2.5	2.5	2.5
Nueva Zelanda	2.2	1.5	1.4	2.0	3.1	3.1	7.3	6.2	2.8	2.0	1.8	1.8	2.6	4.8	3.4	2.8	2.8	2.8
Alemania	1.8	-0.8	2.1	1.8	1.5	1.4	8.9	5.4	2.0	1.4	1.3	1.8	-	-	-	-	-	-
Francia	2.5	0.5	1.7	1.6	1.6	1.6	5.9	5.2	2.2	1.9	1.8	1.8	-	-	-	-	-	-
Italia	3.7	-0.5	0.9	1.5	1.1	1.0	8.6	5.2	1.3	1.4	1.2	1.2	-	-	-	-	-	-
España	4.5	0.2	1.4	1.8	1.7	1.7	8.4	3.9	2.2	2.0	2.0	1.9	-	-	-	-	-	-
Bélgica	3.0	0.2	2.2	1.8	1.7	-	10.4	5.0	2.3	2.3	2.3	-	-	-	-	-	-	-
Noruega	2.9	0.3	2.0	2.6	2.7	2.4	5.8	4.2	2.0	1.9	1.9	2.1	1.3	3.2	3.1	2.4	2.3	2.3
Suecia	3.0	-0.3	1.3	1.8	1.9	1.8	7.5	5.1	1.6	1.7	1.7	1.9	0.8	2.9	2.8	2.1	2.0	2.0
Suiza	1.8	0.5	2.3	1.4	1.4	1.3	2.8	1.6	0.2	0.9	1.3	1.2	0.2	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0
Reino Unido	4.4	-1.5	-0.3	1.1	1.7	1.2	9.1	7.0	1.9	1.4	2.3	2.4	1.5	4.1	3.0	1.6	1.7	2.0
<b>Mercados Emergentes</b>	<b>3.5</b>	<b>3.7</b>	<b>4.2</b>	<b>4.1</b>	<b>4.1</b>	<b>4.1</b>	<b>7.7</b>	<b>7.1</b>	<b>5.1</b>	<b>4.4</b>	<b>4.1</b>	<b>3.9</b>	<b>5.5</b>	<b>6.5</b>	<b>5.8</b>	<b>4.9</b>	<b>4.8</b>	<b>4.6</b>
China	3.2	5.6	5.0	4.9	4.8	4.7	2.1	3.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
Taiwán	3.0	2.4	3.3	3.5	3.5	3.5	2.9	2.3	1.8	1.8	1.8	1.8	1.6	1.9	1.9	1.9	1.9	2.1
India	6.9	5.9	6.0	6.2	6.2	6.1	6.7	5.0	4.5	4.2	4.3	4.3	5.6	6.3	5.5	5.3	5.3	5.3
Indonesia	5.5	5.0	4.9	5.1	4.8	5.0	4.3	4.9	3.6	4.0	3.8	3.3	4.6	5.9	5.6	5.1	4.8	4.5
Corea	2.6	1.0	1.9	2.1	2.0	1.9	5.1	3.3	2.0	1.5	1.5	1.5	2.2	2.9	2.3	2.0	2.0	2.0
República Checa	2.5	-0.6	3.7	3.4	2.5	2.2	15.8	10.3	3.7	0.5	2.0	2.1	6.1	6.9	4.3	3.3	3.0	2.8
Hungría	4.4	-0.7	3.1	3.3	3.8	3.1	14.4	17.0	6.3	4.4	5.1	3.6	8.6	12.2	6.8	5.5	5.2	4.3
Polonia	4.9	0.6	3.6	3.4	3.4	3.4	14.4	13.3	7.6	3.6	2.6	2.5	5.4	6.8	5.9	4.5	4.0	4.0
Rumanía	4.7	1.9	3.8	3.2	3.0	3.0	13.6	10.7	5.6	4.7	4.2	3.7	4.7	7.5	6.3	5.3	5.3	4.8
Rusia	-2.9	-1.0	2.5	2.5	2.5	2.5	13.7	4.8	4.0	4.0	4.3	4.1	11.0	7.2	6.6	6.5	6.5	6.5
Turquía	5.4	1.9	3.7	3.5	3.4	3.2	72.1	42.3	24.2	14.8	11.0	9.2	13.0	27.8	25.0	15.0	14.6	12.3
Egipto	3.7	4.7	5.6	5.5	5.5	6.2	14.2	21.2	8.3	6.3	5.6	6.7	10.9	13.3	11.8	9.6	8.7	8.8
Nigeria	3.2	2.6	3.2	3.6	4.0	3.2	20.1	21.5	10.5	8.5	8.4	8.5	13.0	15.1	12.6	12.0	11.7	10.8
Sudáfrica	1.8	1.4	1.9	1.7	2.0	2.0	6.8	5.4	4.3	4.5	4.5	4.2	5.3	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3
Argentina	4.0	-0.5	1.0	1.5	1.5	1.5	73.1	108.2	102.7	85.0	75.0	65.0	56.5	75.0	71.5	54.0	37.0	31.0
Brasil	2.9	0.3	1.5	1.5	1.5	1.5	9.4	4.3	3.5	3.0	3.1	3.1	12.63	12.96	9.25	8.00	8.00	8.00
México	3.0	1.4	2.2	1.8	2.0	2.0	8.0	6.4	4.3	4.0	4.0	4.0	7.88	10.50	8.38	6.77	6.75	6.75

1. Los países se ponderan con tipo de cambio de mercado. 2. Los países se ponderan con el tipo de cambio de paridad de poder de compra.

Fuente: Citi / Citibanamex Estudios Económicos.

## Pronósticos

### INTERNACIONALES

Porcentaje	Cuenta Corriente (% del PIB)						Balance Fiscal (% del PIB)						Deuda Pública Bruta (% del PIB) <sup>3</sup>					
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Global <sup>1</sup>	0.6	0.2	0.3	0.1	0.1	0.0	-7.8	-4.6	-3.7	-3.3	-3.1	-2.9	102.3	101.5	101.8	101.3	101.0	102.0
Global <sup>2</sup>	0.4	0.1	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-7.0	-4.7	-3.9	-3.7	-3.5	-3.4	95.9	96.7	98.0	98.2	98.0	97.9
<b>Países Industriales</b>	<b>-0.4</b>	<b>-1.1</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.4</b>	<b>-0.4</b>	<b>-11.0</b>	<b>-5.7</b>	<b>-4.0</b>	<b>-3.5</b>	<b>-3.2</b>	<b>-2.8</b>	<b>129.3</b>	<b>129.1</b>	<b>128.9</b>	<b>127.4</b>	<b>126.5</b>	<b>125.7</b>
Estados Unidos	-3.6	-2.9	-2.6	-2.5	-2.4	-2.4	-16.5	-6.7	-5.3	-5.5	-5.5	-5.5	138.0	140.0	141.0	141.0	141.0	141.0
Japón	2.8	0.6	1.0	1.5	1.5	1.5	-10.0	-9.3	-4.0	-2.5	-2.0	-1.8	276.0	278.0	276.0	275.0	275.0	275.0
Zona Euro	2.3	1.3	2.0	2.0	1.9	1.7	-6.5	-4.6	-3.2	-1.7	-0.9	-0.1	98.9	99.2	97.8	94.5	91.8	88.3
Canadá	0.0	1.4	1.5	1.0	0.4	-0.3	-4.4	-1.5	-1.2	-0.8	-0.4	-0.1	104.7	102.5	102.0	101.2	100.1	99.5
Australia	3.5	0.9	1.6	2.1	1.9	1.4	-6.5	-2.9	-2.4	-2.0	-1.6	-1.2	48.4	48.6	52.3	52.8	52.7	52.2
Nueva Zelanda	-5.8	-7.3	-8.1	-7.4	-6.5	-5.2	-1.3	-5.1	-1.7	-0.7	0.6	1.7	36.9	43.3	47.4	47.6	42.2	39.1
Alemania	7.6	4.4	7.0	6.9	5.9	4.9	-3.7	-3.4	-1.9	-0.5	0.2	1.0	69.5	69.5	66.2	63.4	60.0	56.9
Francia	-0.8	-0.8	-0.7	-0.8	-0.9	-1.0	-6.5	-5.3	-4.8	-3.7	-3.2	-2.3	113.3	111.4	112.5	112.2	112.2	111.2
Italia	2.4	0.7	0.9	1.2	1.6	1.9	-7.2	-5.2	-4.8	-4.2	-3.9	-3.7	151.0	148.3	146.2	145.0	144.5	144.5
España	0.9	-0.5	0.9	1.2	1.2	1.2	-6.9	-4.4	-4.1	-3.7	-3.4	-3.0	118.4	115.1	112.6	111.1	110.3	109.4
Bélgica	-0.4	-0.9	0.0	-0.3	-0.8	-1.2	-5.5	-3.7	-3.0	-2.9	-2.9	-2.0	108.2	104.2	102.5	100.3	99.4	97.9
Noruega	17.3	14.2	11.6	10.3	8.9	7.7	-0.6	5.3	4.0	3.0	2.5	2.6	-	-	-	-	-	-
Suecia	5.3	1.5	1.7	2.5	2.5	2.6	-0.2	0.8	1.2	1.3	1.3	1.4	36.2	33.5	30.8	28.3	25.7	23.1
Suiza	9.3	6.7	6.4	6.3	6.1	5.9	-3.0	-1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	35.2	33.8	31.2	28.5	26.7	25.1
Reino Unido	-2.6	-6.9	-4.6	-4.3	-4.0	-3.6	-5.9	-5.4	-4.5	-3.9	-3.8	-3.6	101.0	99.2	98.9	97.4	96.1	96.1
<b>Mercados Emergentes</b>	<b>1.8</b>	<b>1.8</b>	<b>1.3</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>0.4</b>	<b>-3.9</b>	<b>-3.4</b>	<b>-3.3</b>	<b>-3.1</b>	<b>-3.0</b>	<b>-3.0</b>	<b>68.6</b>	<b>69.4</b>	<b>70.8</b>	<b>72.4</b>	<b>72.9</b>	<b>78.3</b>
China	1.8	1.6	1.1	0.3	0.2	0.1	-3.2	-2.8	-2.8	-2.8	-2.8	-2.8	92.8	97.4	99.4	101.4	102.4	103.4
Taiwán	14.8	12.5	12.0	11.0	11.0	10.2	-1.9	-1.2	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	36.0	36.6	37.6	37.6	37.6	37.6
India	-1.5	-3.4	-1.9	-0.8	-0.7	-0.7	-9.7	-9.4	-8.1	-7.5	-7.2	-6.9	85.0	82.7	83.2	82.7	82.1	81.2
Indonesia	0.3	0.6	-0.9	-0.2	-1.3	-0.6	-4.7	-4.3	-2.9	-2.7	-2.5	-2.2	40.8	42.1	42.1	41.5	41.0	42.0
Corea	4.9	2.9	3.4	3.1	3.2	3.3	-1.5	-2.4	-2.6	-2.6	-2.6	-2.3	49.8	50.5	53.2	55.7	58.2	60.2
República Checa	-0.8	-4.0	-1.7	-0.2	-0.2	-0.1	-5.9	-4.6	-3.1	-2.3	-1.9	-1.2	41.9	42.0	41.5	41.3	40.9	40.9
Hungría	-2.9	-7.2	-4.9	-3.4	-3.0	-2.1	-6.8	-4.9	-3.5	-3.0	-2.9	-2.9	76.8	75.9	75.8	73.7	71.1	68.7
Polonia	-0.6	-4.1	-3.1	-2.4	-2.1	-1.8	-1.9	-3.6	-6.0	-3.6	-3.2	-3.4	41.4	37.8	38.7	36.6	34.5	33.4
Rumanía	-7.0	-7.5	-6.2	-5.5	-5.3	-5.0	-6.8	-6.3	-5.2	-4.0	-3.7	-2.9	-	-	-	-	-	-
Rusia	6.9	9.4	6.7	5.3	4.6	3.8	-0.8	0.3	0.4	0.6	0.4	0.4	16.6	15.2	14.5	14.1	13.6	13.1
Turquía	-1.7	-5.9	-4.1	-3.6	-3.5	-3.2	-2.7	-4.5	-6.3	-5.0	-2.9	-3.2	42.0	38.7	41.2	41.2	41.0	40.4
Egipto	-3.9	-3.9	-3.6	-2.6	-2.3	-2.0	-6.2	-6.2	-5.4	-5.1	-4.5	-4.6	83.3	77.5	74.3	72.2	70.6	69.6
Nigeria	1.1	1.0	0.2	-3.1	-2.8	-2.1	-4.8	-5.1	-4.9	-4.7	-4.5	-4.0	20.1	19.5	21.0	21.9	22.4	22.1
Sudáfrica	3.7	1.7	0.6	-0.1	-0.7	-1.3	-5.2	-4.1	-3.6	-3.7	-4.0	-4.9	70.0	69.9	71.6	73.4	75.2	77.6
Argentina	1.4	-0.2	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-3.6	-4.9	-4.9	-3.3	-3.1	-2.3	74.2	74.0	74.0	72.9	73.8	73.9
Brasil	-1.7	-0.8	-1.2	-1.1	-1.1	-1.1	-4.3	-8.1	-7.3	-5.0	-4.1	-3.9	80.3	79.8	83.5	86.7	89.3	91.4
México	-0.4	-0.6	-0.7	-0.9	-1.0	-1.1	-3.8	-4.1	-3.9	-3.8	-3.6	-3.6	56.1	56.4	56.3	56.2	56.2	56.2

Nota: Las cifras de deuda y el déficit estadounidenses son solamente del gobierno federal. Las cifras de todos los otros países son de deudas y déficits de los gobiernos generales.

Fuente: Citi / Citibanamex Estudios Económicos.

# Pronósticos

## INTERNACIONALES

	Variables Financieras																	
	Tasa de interés 10 años						Tipo de cambio vs. Dólar*						Tipo de cambio vs. Euro					
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Paises Industriales</b>																		
Estados Unidos	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	ND	ND	ND	ND	ND	ND	1.03	1.11	1.11	1.13	1.18	1.23
Japón	0.24	0.16	0.19	0.70	0.89	1.18	134.78	134.38	137.11	126.13	108.08	90.44	138.40	148.75	152.67	143.13	127.92	111.36
Zona Euro	1.21	2.49	2.55	2.40	2.30	2.10	1.03	1.11	1.11	1.13	1.18	1.23	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Canadá	2.78	3.11	2.86	2.86	2.86	2.86	1.33	1.28	1.25	1.22	1.18	1.14	1.37	1.42	1.39	1.39	1.40	1.41
Australia	3.35	3.90	3.78	3.65	3.65	3.65	0.68	0.72	0.75	0.78	0.80	0.82	1.51	1.54	1.48	1.46	1.48	1.50
Nueva Zelanda	2.38	-	-	-	-	-	0.62	0.65	0.67	0.67	0.66	0.65	1.66	1.71	1.67	1.71	1.80	1.89
Alemania	1.21	2.49	2.55	2.40	2.30	2.10												
Francia	2.01	3.13	3.01	2.86	2.76	2.70												
Italia	3.05	4.99	5.05	4.90	4.80	4.60												
España	2.15	3.65	3.70	3.55	3.45	3.25												
Bélgica	2.05	3.18	3.06	2.91	2.81	-												
Noruega	2.85	3.69	3.06	3.00	3.00	3.00	10.06	9.05	8.61	8.13	7.48	6.89	10.33	10.02	9.59	9.23	8.85	8.49
Suecia	1.50	3.19	2.88	2.50	2.50	2.50	10.47	9.59	9.42	8.82	7.89	7.07	10.75	10.61	10.49	10.01	9.34	8.70
Suiza	0.73	2.19	2.50	2.50	2.50	2.50	0.97	0.93	0.91	0.91	0.90	0.90	0.99	1.03	1.01	1.03	1.07	1.11
Reino Unido	2.36	3.43	3.01	2.75	1.75	1.50	1.19	1.23	1.28	1.34	1.43	1.52	0.86	0.90	0.87	0.84	0.83	0.81
<b>Mercados Emergentes</b>																		
China	2.83	3.06	3.20	3.20	3.20	3.20	6.84	6.96	6.82	6.73	6.63	6.53	7.02	7.70	7.60	7.64	7.85	8.04
Taiwán	1.29	1.98	2.00	2.10	2.10	2.10	30.28	30.13	29.23	28.52	27.86	27.21	31.09	33.35	32.55	32.37	32.97	33.50
India	7.35	7.25	6.80	6.38	6.25	6.25	79.77	80.03	80.52	81.48	82.14	82.79	81.91	88.59	89.66	92.46	97.22	101.94
Indonesia	7.02	7.38	7.25	7.13	7.00	7.00	15096	15307	14826	14771	14871	14969	15502	16945	16507	16762	17602	18431
Corea	3.47	2.60	2.50	2.50	2.50	2.50	1335	1313	1224	1188	1171	1155	1371	1453	1363	1348	1387	1422
República Checa	4.45	5.01	4.07	3.27	2.91	2.49	23.9	21.9	21.6	21.1	20.1	19.2	24.6	24.3	24.0	23.9	23.8	23.6
Hungría	7.61	7.39	5.74	5.40	5.31	5.04	392.9	375.2	382.1	388.3	385.0	382.0	403.5	415.4	425.4	440.7	455.7	470.4
Polonia	6.16	6.96	6.28	5.78	5.32	5.30	4.6	4.3	4.3	4.2	4.0	3.9	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
Rumanía	-	-	-	-	-	-	4.8	4.6	4.6	4.5	4.4	4.2	5.0	5.0	5.1	5.1	5.2	5.2
Rusia	10.62	10.96	8.96	8.89	8.06	8.06	65.14	67.70	71.04	72.71	73.71	74.69	66.89	74.94	79.09	82.51	87.25	91.97
Turquía	11.50	24.50	20.50	17.00	16.00	14.00	17.24	21.49	20.26	20.21	21.21	22.19	17.70	23.79	22.56	22.94	25.11	27.32
Egipto							19.24	25.88	26.50	27.00	27.50	28.43	19.76	28.65	29.51	30.63	32.55	35.01
Nigeria	11.97	16.44	14.91	12.18	11.50	11.50	425.17	588.92	706.25	724.58	740.00	751.25	436.60	651.92	786.37	822.25	875.86	925.01
Sudáfrica	#N/D	#N/D	#N/D	#N/D	#N/D	#N/D	16.52	16.26	16.19	16.25	16.25	16.25	16.96	18.00	18.02	18.44	19.23	20.01
Argentina	-	-	-	-	-	-	133.02	250.88	474.62	871.46	1495.21	2417.90	136.59	277.72	528.46	988.93	1769.73	2977.15
Brasil	12.69	12.88	10.00	8.75	8.75	8.75	5.19	5.31	5.26	5.21	5.16	5.12	5.33	5.87	5.86	5.92	6.11	6.30
México	8.39	9.18	8.80	8.60	8.60	8.60	20.06	20.56	20.98	21.41	21.87	22.32	20.60	22.76	23.36	24.29	25.88	27.48

\*Por dólar, excepto Zona Euro, Australia, Nueva Zelanda, Reino Unido. Para China usamos tasa de bono a 5 años.

Fuente: Citi / Citibanamex Estudios Económicos.

---

**Adrián de la Garza**  
*adrian.delagarza@citi.com*

**Sergio Kurczyn Bañuelos**  
*sergio.kurczyn@citibanamex.com*

**Iván Arias**  
*ivan.arias@citi.com*

**Andrea Heredia**  
*andrea.heredia@citi.com*

**Nydia Iglesias**  
*nydia.iglesias@citibanamex.com*

**Fernando Monreal**  
*fernando.monreal@citibanamex.com*

**Guillermina Rodríguez**  
*guillermina.rodriguez@citibanamex.com*

---

Las estimaciones, pronósticos o proyecciones referidos en esta publicación se realizan tomando en cuenta, entre otras cosas, el comportamiento histórico de diversas variables tanto económicas como financieras de origen nacional e internacional y los supuestos para su comportamiento futuro. Estos supuestos toman el escenario internacional propuesto, principalmente de las publicaciones mensuales "Global Economic Outlook and Strategy" y "Emerging Markets Economic Outlook and Strategy" publicados por Citi Research en la plataforma de Citivelocity así como sus posibles actualizaciones publicadas en la misma plataforma. Para el escenario local, nuestros estimados consideran principalmente la información publicada en la tabla "Pronósticos Anuales" y "Pronósticos Macroeconómicos" de nuestra publicación semanal "Perspectiva Semanal" así como sus actualizaciones publicadas por nuestra dirección.

#### Nota Legal

El presente reporte ha sido elaborado por analistas miembros del Departamento de Estudios Económicos de Banco Nacional de México, S.A, integrante del Grupo Financiero Banamex, S.A. de C.V. que lo suscribe, con base en información de acceso público no verificada de forma independiente por parte de Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. En este reporte se incluyen opiniones y/o juicios personales del analista que lo suscribe, a la fecha del reporte, los que no necesariamente representan, reflejan, expresan, divulgan o resumen el punto de vista, opinión o postura de Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. respecto de los temas o asuntos tratados o previstos en el presente. Asimismo, la información contenida en este reporte se considera veraz y precisa. No obstante lo anterior, Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. no asume responsabilidad alguna respecto de su veracidad, precisión, exactitud e integridad, ni de las opiniones y/o juicios personales del analista que se incluyen en el presente reporte. Las opiniones y cotizaciones contenidas en el presente reporte corresponden a la fecha de este texto y están sujetas a cambios sin previo aviso como resultado de la volatilidad del mercado o por cualquier otra razón. El presente reporte tiene carácter únicamente informativo y Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. no asume responsabilidad alguna por el contenido del mismo. Las opiniones y cotizaciones de mercado aquí contenidas y los criterios utilizados para la elaboración de este reporte no deben interpretarse como una oferta de venta o compra de valores, asesoría o recomendación, promesa o contrato alguno para realizar operación alguna. Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. no asume compromiso u otorga garantía alguna, ya sea expresa o tácitamente, acerca de ninguna de las opiniones aquí contenidas, por ello, Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. no será responsable en ningún caso por daños y perjuicios de cualquier tipo o naturaleza, derivados de o relacionados con la información contenida en este reporte o uso de este sitio de Internet. La información contenida en este reporte no puede entenderse ni interpretarse, bajo ninguna circunstancia, como un servicio de inversión toda vez que este documento se proporciona con fines informativos exclusivamente y no constituye ni puede considerarse como una oferta o recomendación para comprar o vender alguno de los valores que aquí se mencionan. Asimismo, la información contenida en este reporte no está basada en circunstancias particulares de ninguno de los clientes de las entidades que conforman al Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. y no debe considerarse como una estrategia de inversión idónea y particular para algún cliente en específico y no constituye una recomendación o asesoría de inversión, así como tampoco implica de forma alguna recomendación en cuanto a la idoneidad de cualquiera de los productos o las transacciones mencionadas. Corresponde de forma exclusiva al lector del presente reporte, tomar cualquier decisión de inversión sobre la base de la propia evaluación (interna o a través de un asesor profesional independiente) de los beneficios económicos y riesgos inherentes (legales, financieros y de cualquier otra naturaleza), así como los aspectos legales y fiscales asociados a la operación de que se trate, y determinar con base en dicha evaluación si es capaz de aceptar y asumir dichos riesgos. Los empleados de las entidades que conforman al Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. no pueden proporcionar asesoría fiscal o legal alguna, por lo que sus clientes deben solicitar asesoría sobre la base de circunstancias particulares de un asesor independiente. Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. se reserva invariablemente el derecho de modificar en cualquier tiempo el contenido del presente reporte. La información contenida en el presente reporte, es propiedad exclusiva de Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V., por lo que no podrá ser objeto de reproducción o distribución total o parcial alguna, sin la previa autorización por escrito de Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. El presente reporte se distribuye por Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. exclusivamente en los Estados Unidos Mexicanos. Por ello, está prohibida su distribución o transmisión por cualquier medio a aquellos países y jurisdicciones en los que la difusión del presente reporte se encuentre restringida o prohibida por las leyes aplicables. El incumplimiento a esta prohibición podría ser objeto de sanciones conforme a la legislación aplicable. Los analistas que contribuyen con la presente publicación pueden o no mantener inversiones, directa o por interpósita persona, en los valores o instrumentos financieros derivados cuyo subyacente sean valores objeto de este reporte de análisis. El análisis contenido en el presente reporte refleja exclusivamente el punto de vista de los analistas responsables de su elaboración, a su vez, estos últimos no perciben compensación alguna de personas distintas a Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. o personas morales que pertenezcan al mismo Grupo financiero. El presente reporte tiene como destinatarios a clientes, autoridades gubernamentales, miembros de la academia, prensa y público en general. El presente reporte, en adición a otros elaborados por nuestra Dirección, se encuentra disponible en <https://www.banamex.com/sitios/analisis-financiero/>.

CITIBANAMEX y CITIBANAMEX y diseño son marcas registradas propiedad de Citigroup Inc y Banco Nacional de México, S.A., integrante del Grupo Financiero Banamex".