

18 de marzo de 2022 | 11 páginas
Economía | Nota Especial

Nota Especial

Estanflación, ¿la nueva normalidad? Revisiones a nuestro marco macroeconómico en 2022 y más allá

- Ahora estimamos el crecimiento del PIB en 1.3% en 2022 y 2.0% en 2023 (1.7% y 2.1% anteriormente). Las revisiones se explican principalmente por posibles interrupciones en las cadenas de suministro y una menor demanda externa, con algunos efectos adicionales en el consumo y la inversión debido a inflación y tasas de interés más altas (ver más abajo).
- Respecto a las finanzas públicas, luego del choque R/U proyectamos ahora un aumento del déficit primario a 0.8% del PIB, mayor tanto que nuestra estimación anterior de 0.4% como que la meta de Hacienda de 0.3% del PIB. Eso considera el costo fiscal atribuido a los subsidios gubernamentales a la gasolina, que estimamos en 350 mil millones de pesos, o 1.2% del PIB.
- Ahora estimamos la inflación general y subyacente en 6.0% y 5.8% anual al cierre del año. Nuestras revisiones incorporan precios más altos esperados de las materias primas. A diferencia de otras economías, en México la inflación de los combustibles no es una gran preocupación debido a la política de subsidios del gobierno.
- Estimamos que Banxico continúe ajustando su tasa de política en incrementos de 50 pb, al menos mientras la inflación subyacente no alcance su pico. Así, vemos aumentos de 50 pb tanto en marzo como en mayo, y luego 25 pb en cada reunión posterior hasta diciembre. Esto dejaría la tasa terminal en 8.25%, pero los riesgos claramente son al alza.
- Pensamos que los factores clave para Banxico incluyen la evolución de la inflación subyacente y de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo. Las posibles turbulencias en los mercados financieros, y en particular en la cotización del peso, también serán relevantes. Consideramos que la trayectoria de la Fed será relativamente menos importante para las decisiones de Banxico sobre ajustes a la política monetaria reunión por reunión, si bien sí será importante en la determinación del nivel de la tasa terminal.
- Revisamos al alza nuestras expectativas de inflación de largo plazo a 4.0% desde el 3.7% anterior. Nuestras expectativas en torno a que las tasas mensuales de inflación se ubiquen por debajo de sus promedios históricos en el corto plazo no son optimistas —y al mismo tiempo pensamos que Banxico se mantendrá poco comprometido a hacer que la inflación efectivamente converja a su meta puntual, como ha sido históricamente el caso—. Las presiones inflacionarias se mantendrán elevadas durante mucho tiempo, en nuestra opinión.

Esta nota es una traducción libre realizada por el analista del texto original publicado en Citivelocity con el nombre: "Mexico Economics View: Stagflation, the new normal? Revisions to our macro outlook in 2022 and beyond."

Adrián de la Garza

+52-55-2262-9559

adrian.delagarza@citi.com

Raúl Álvarez Del Castillo

+52-55-2262-9512

raul.alvarezdelcastillo@citi.com

Ivan Arias

+52-55-2262-9503

ivan.arias@citi.com

Lucía Isabel Cárdenas

+52-55-2226-6250

lucia.isabel.cardenas@citi.com

Andrea Heredia

+52-55-2226-9565

andrea.heredia@citi.com

Estancflación, ¿la nueva normalidad? Revisiones a nuestro marco macroeconómico en 2022 y hacia adelante

Desde nuestro punto de vista, el conflicto entre Rusia y Ucrania (R/U) debilita aun más las perspectivas de recuperación económica de México, añade leña a una inflación ya muy elevada, probablemente impulse una mayor restricción monetaria por parte de Banxico y terminará deteriorando las finanzas públicas... pero ¿hasta qué punto? En las últimas semanas, hemos discutido nuestras opiniones preliminares sobre cómo las tensiones geopolíticas en Europa del Este podrían afectar las perspectivas macroeconómicas de México^{1,2}. A pesar de la gran cantidad de nueva información relevante —incluida la posibilidad de un avance en las negociaciones de R/U³ y cierta reversión en las alzas de precios de las materias primas⁴, el primer aumento por parte del Banco de la Reserva Federal y sus mensajes “halcones”⁵, así como la más reciente actualización de nuestros pronósticos económicos a nivel global⁶—, nuestras perspectivas permanecen sin cambios en lo general. A continuación, hacemos más precisas nuestras evaluaciones cuantitativas (y cualitativas) y presentamos con más detalle cómo vemos la evolución de las perspectivas macroeconómicas para 2022-23. Incluimos un resumen en el Cuadro 1 a continuación. También revisamos al alza nuestra expectativa de inflación a largo plazo a 4.0% desde 3.7% antes y explicamos con mayor detalle este ajuste hacia el final de la nota.

Cuadro 1. Nuestro marco macroeconómico revisado (2022-2023)

	Marco Macroeconómico			
	2022		2023	
	Anterior	Actualizado	Anterior	Actualizado
PIB (variación real anual, %)	1.7	1.3	2.1	2.0
Inflación (fp, %)	5.1	6.0	4.0	4.0
USDMXN (pesos por dólar, fp)	21.35	21.40	21.70	21.70
Tasa de política (fp, %)	7.75	8.25	7.75	8.25
Precio del petróleo (mezcla mexicana, dpb)	64	80	48	48
Balance primario (% del PIB)	-0.4	-0.8	-0.4	-0.4

Fuente: Citibanamex Estudios Económicos.

Impactos moderados en la actividad —principalmente por disrupciones a las cadenas de suministro y menor demanda externa—

Probablemente las exportaciones se vean negativamente afectadas por el conflicto. Hemos mencionado que los vínculos económicos directos entre México y R/U son muy pequeños, y por eso no esperamos efectos fuertes de un menor comercio con la región

¹ Ver nota especial: “Conflicto Rusia-Ucrania: implicaciones macroeconómicas para México”, publicada por Citibanamex Estudios Económicos (3 de marzo de 2022).

² Ver nota publicada en inglés: “Stagflation? Recession? Overcast conditions at the very least”, publicada por Citibanamex Estudios Económicos (11 de marzo de 2022).

³ Ver nota publicada en inglés en Citivelocity: “Light at the end of the tunnel?”, CEEMEA Economics & Strategy Daily (16 de marzo de 2022).

⁴ Ver nota publicada en inglés en Citivelocity: “BCB to hike, Banrep Expectations Survey, Argentina CPI”, LatAm Economics & Strategy Daily (16 de marzo de 2022).

⁵ Ver nota publicada en inglés en Citivelocity: “FOMC- Another hawkish shift”, US Economics (16 de marzo de 2022).

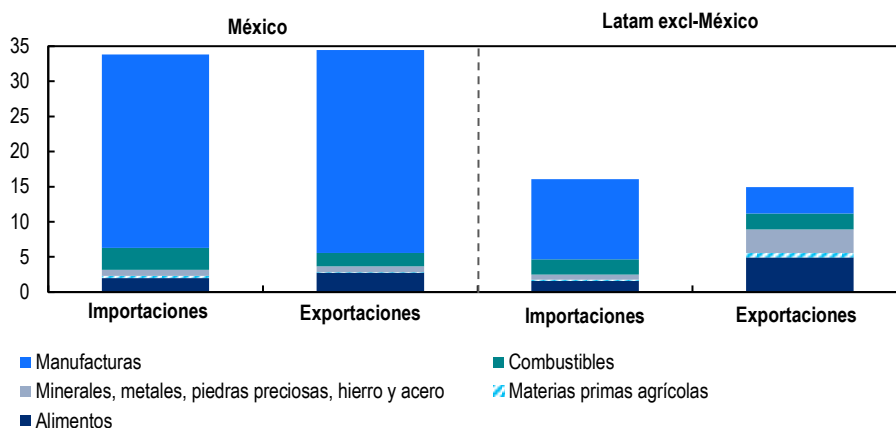
⁶ Ver nota publicada en inglés en Citivelocity: “The lasting consequences of the conflict for globalization”, Global Economic Outlook and Strategy (16 de marzo de 2022).

afectada o menor inversión de compañías de aquellos países, por ejemplo⁷. Sin embargo, cada vez nos preocupan más los posibles impactos negativos indirectos derivados de interrupciones en las cadenas de suministro. México tiene unas cuentas corriente y financiera muy abiertas, y su comercio internacional está muy concentrado en manufacturas, en comparación con otros países (Gráfica 1). En 2021, el monto de bienes comerciados por México ascendió a USD 1.057 Bn (o 79.5% del PIB), y las manufacturas representaron el 88% del total de exportaciones. Muchas de esas exportaciones dependen de la importación de bienes intermedios, la cual representa alrededor del 80% de todas las importaciones. Esperamos así que disrupciones moderadas en las cadenas de valor obstaculicen la producción (y las exportaciones) en los sectores automotriz, electrónicos y otros.

Estos efectos ligados a la oferta se suman a cierto debilitamiento previsto para la demanda externa. Nuestros colegas de Citi Research en Estados Unidos revisaron a la baja su pronóstico de PIB para 2022 a 3.3% desde 3.6%, principalmente como resultado de precios de energéticos más elevados⁸. Ahora proyectamos que la producción de manufacturas en ese país se expanda en 3.0% en 2022 (3.7% anterior), lo que, al considerar todo lo anterior, resultaría en un crecimiento de las exportaciones de México de 4.5% este año (vs. 5.8% esperado anteriormente).

Gráfica 1. México es mucho más abierto en términos comerciales que sus pares de Latinoamérica, con una proporción mucho mayor de su comercio vertida hacia las manufacturas

Exportaciones e importaciones de mercancías por tipo en México y Latinoamérica durante 2019, % del PIB



Fuente: Citibanamex Estudios Económicos con datos del Banco Mundial.

Vemos impactos directos limitados de las tensiones geopolíticas sobre la demanda interna, pero una mayor inflación y tasas de interés más altas debilitarán aún más tanto el consumo como la inversión. Los determinantes del consumo privado continúan mostrando resultados mixtos. Los flujos de remesas siguen registrando máximos históricos y algunos segmentos de la población continúan beneficiándose de los programas sociales. Sin embargo, la recuperación del crédito bancario al consumo sigue siendo muy lenta y, lo que es más importante, todavía estamos muy preocupados por la fragilidad de la recuperación del mercado laboral. A pesar del aumento en el empleo y los incrementos en el salario mínimo, la subutilización de la fuerza laboral sigue siendo muy amplia, con un número elevado de personas subocupadas o fuera del mercado laboral aun si están dispuestas a volver a trabajar (Gráfica 2). La tasas de empleo en el sector informal también

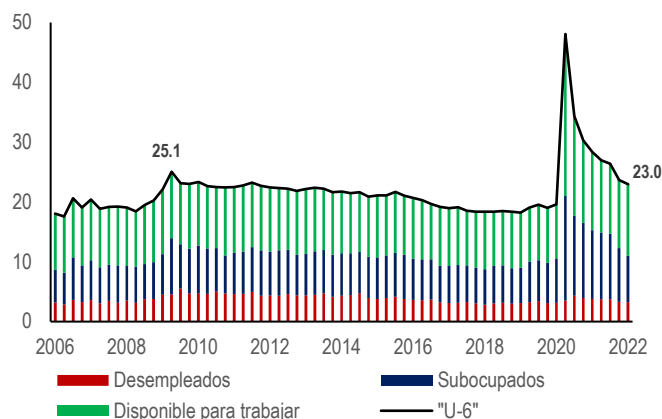
⁷ Ver nota especial: "Conflicto Rusia-Ucrania: implicaciones macroeconómicas para México", publicada por Citibanamex Estudios Económicos (3 de marzo de 2022).

⁸ Ver nota publicada en inglés en Citivelocity: "Inflation gets more gas as Fed taps the brakes", US Economics Weekly (11 de marzo de 2022).

se mantienen por arriba de los niveles previos a la pandemia. Tomando en consideración las aún aciagas perspectivas para los ingresos (nominales) de los hogares y las tasas de inflación muy elevadas, prevemos que la recuperación del consumo será a un ritmo todavía más moderado al que proyectábamos antes.

Por otro lado, la inversión tanto pública como privada permanece muy débil. La inversión fija bruta total se ubicó en 18.5% del PIB en 2021, su segundo nivel más bajo desde 1995 (Gráfica 3). Hemos argumentado que las perspectivas para la inversión en 2022 son sombrías a la luz de las incertidumbres sostenidas asociadas a la pandemia y varias políticas del gobierno, incluidas las diversas reformas constitucionales que propone el Ejecutivo. Las incertidumbres adicionales resultantes del panorama geopolítico, así como las presiones al alza sobre las tasas de interés (ver más abajo), deterioran las perspectivas para la inversión, en nuestra opinión. La necesidad de reforzar la resiliencia de las cadenas de suministro a nivel regional debería, en principio, generar incentivos para impulsar la inversión en México, pero seguimos sin ver que el gobierno mismo esté aprovechando estas oportunidades o que logre persuadir con éxito al sector privado para revertir las tendencias recientes.

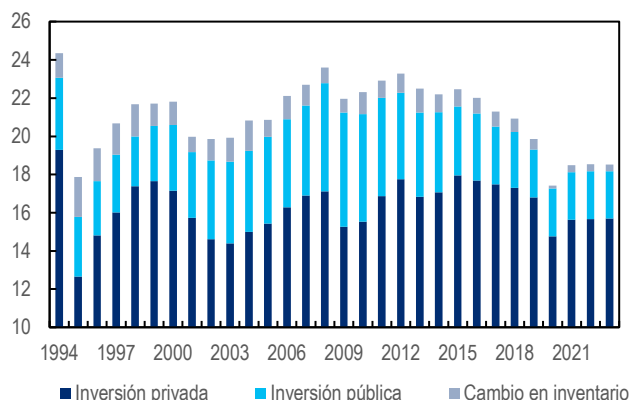
Gráfica 2. Tasa de Subutilización de la Fuerza de Trabajo (%)*



Nota: Considera a la población desempleada, subocupada y disponible para trabajar de la población económica inactiva.

Fuente: Citibanamex Estudios Económicos con datos de INEGI.

Gráfica 3. Inversión, % del PIB



Fuente: Citibanamex Estudios Económicos con datos de INEGI.

Por lo tanto, ahora estimamos un crecimiento del PIB de 1.3% y 2.0% en 2022 y 2023, respectivamente. Las disrupciones en las cadenas de suministro, el menor comercio mundial en general y los efectos negativos sobre la demanda interna de una mayor inflación y tasas de interés más elevadas probablemente resulten en un ritmo de recuperación económica más moderado. Proyectamos que el consumo privado y la inversión se expandan solo en 1.7% y 1.6% en 2022, respectivamente (2.0% y 2.2% antes), y 2.0% y 1.9% en 2023 (2.0% y 1.7% antes). Nuestras estimaciones para el crecimiento del PIB agregado en 2022-23 ahora son de 1.3% y 2.0%, respectivamente, por debajo de las de 1.7% y 2.1% anteriores. Eso implica que alcanzaríamos niveles de actividad pre-Covid hasta el 3T23, en marcado contraste con el resto de los pares de México en Latinoamérica, cuya recuperación ha sido evidentemente más rápida.

Las finanzas públicas aún lucen relativamente bien, pero sus perspectivas son ciertamente más sombrías

El choque R/U por sí solo probablemente habría terminado mejorando las finanzas públicas de México en el corto plazo... No hay duda de que un aumento en los precios del crudo debería generar mayores ingresos petroleros para Hacienda. Actualmente estimamos el precio de la mezcla mexicana de exportación en 80 dpb (y el impacto en las materias primas por los acontecimientos más recientes en R/U¹ aumentan los riesgos al alza de esta estimación). Esto es mucho más alto que los 64dpb que proyectamos hace un mes y los 55dpb estimados por Hacienda en el Presupuesto. Eso implicaría ingresos adicionales para el sector público por alrededor del 1.4% del PIB en comparación con los estimados en el Presupuesto. Por supuesto, las tensiones geopolíticas también afectan otras variables macro, como analizamos en esta nota y en otras publicaciones², pero incluso considerando un menor crecimiento económico, tasas de interés más altas y otros ajustes desde que se presentó el Presupuesto (los cuales incrementan el déficit en 0.8% del PIB), estimamos que el efecto neto en el balance del sector público sería un menor déficit de alrededor de 0.6% del PIB.

... de no haber sido por los importantes subsidios gubernamentales a los combustibles. En los últimos años, el gobierno ha utilizado el Impuesto Especial sobre los Combustibles (IEPS) para suavizar los impactos de las fluctuaciones de los precios internacionales de la gasolina y el diésel sobre sus cotizaciones en el mercado interno. Con el aumento de los precios de la energía, el IEPS efectivo cobrado se ha reducido a cero. Suponiendo que el gobierno mantenga esta política durante el resto del año, el faltante de ingresos ascendería a 1.0% del PIB. Pero la SHCP implementó un nuevo subsidio complementario a través de un esquema de compensación de impuestos para estaciones de servicio y distribuidores de combustible. Para la presente semana, los subsidios a la gasolina de bajo octanaje, alto octanaje y diésel quedaron fijados en 3.87, 2.75 y 5.24 pesos por litro. Los mensajes de AMLO y distintos funcionarios gubernamentales sugieren que esta medida se mantendrá en tanto los precios internacionales se mantengan altos, y estimamos que en lo que resta del año el subsidio promediará 1.1 pesos por litro. Eso implica un costo fiscal adicional de 0.2% del PIB, para un faltante total de ingresos atribuido a los subsidios a los combustibles de 1.2% del PIB o 351 mil millones de pesos. Restar este 1.2% del PIB al efecto neto positivo de cambios en el marco macro descrito anteriormente, implica un incremento del déficit público de 0.55% del PIB respecto al proyectado en el Presupuesto.

Por lo tanto, ahora estimamos un déficit primario de 0.8% del PIB y RFSP de 4.2% del PIB en 2022. Nuestra estimación revisada de déficit primario es 0.4pp superior a nuestra proyección anterior. Vale la pena hacer aquí dos comentarios relevantes. En primer lugar, el choque R/U y el uso de los ingresos excedentes del petróleo implican que los fondos de estabilización del gobierno no se repondrán y que el espacio fiscal se estrechará aún más, lo que contrasta fuertemente con las expectativas de la SHCP hace unos meses de que los precios más altos del petróleo beneficiarían las perspectivas de finanzas públicas. En segundo lugar, el gobierno aún podría ajustar su gasto en otros rubros para cumplir con sus objetivos definidos en el Presupuesto, lo que ha ocurrido en los últimos años. Aun así, como hemos argumentado antes, creemos que el espacio fiscal continúa reduciéndose y que las probabilidades de un mayor deterioro siguen aumentando. Para 2023, seguimos

¹ Ver Nota en inglés: "Russia/Ukraine and the Geopolitics of Energy", publicada en Citivelocity (17 de marzo de 2022).

² Ver Nota Especial: "Conflicto entre Rusia y Ucrania: Implicaciones macroeconómicas para México", publicada por Citibanamex Estudios Económicos (3 de marzo de 2022).

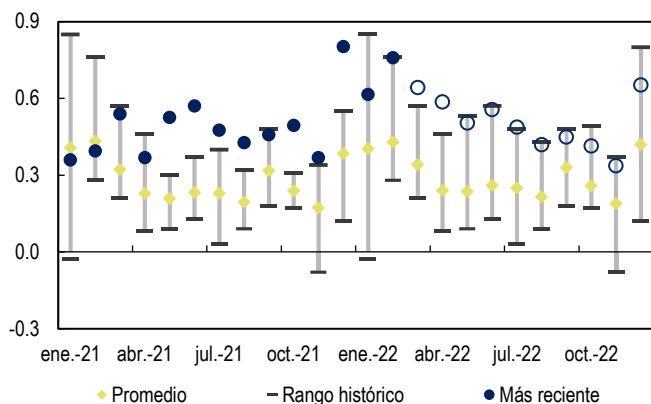
estimando el déficit primario en 0.4% del PIB, ya que nuestras proyecciones de precios del petróleo para ese año no varían y asumimos que los subsidios a la gasolina vigentes se habrían eliminado para entonces.

Banxico en pleno ciclo alcista, enfrenta una inflación que permanecerá a lo largo del año a más del doble de su meta

Las presiones sobre la inflación subyacente siguen siendo fuertes —y el choque global reciente a los precios de los commodities las intensifica—. En 11 de los últimos 12 meses, las tasas mensuales de la inflación subyacente se han ubicado cerca o muy por encima de sus máximos históricos (Gráfica 4). Hace un par de meses, vimos algunas señales incipientes de que las presiones podrían estar amainando. Sin embargo, la tendencia de la inflación subyacente en términos mensuales anualizados y ajustados por estacionalidad no ha dejado de subir (Gráfica 5). El choque a los precios de los commodities que derivó del conflicto R/U no hace más que empeorar esta mala inercia. Estimamos que los precios más elevados de energéticos, granos, y varios insumos metálicos y no metálicos impactarán los costos de producción tan pronto como este mes. Pensamos así que estos choques aumentarán los precios al productor, los cuales ya presentaban incrementos muy importantes previo al conflicto —y la evidencia estadística sugiere que hay un grado relevante de traspaso a los precios al consumidor, con un rezago de 1-2 meses (Gráfica 6)—. Nos preocupa en particular el alza en los precios internacionales de los alimentos, especialmente porque el INPC en México ya ha venido reflejando por varios meses que las alzas en los costos de producción para los establecimientos que venden alimentos han incidido de manera relevante sobre la inflación al consumidor en restaurantes, taquerías y fondas (Gráfica 7).

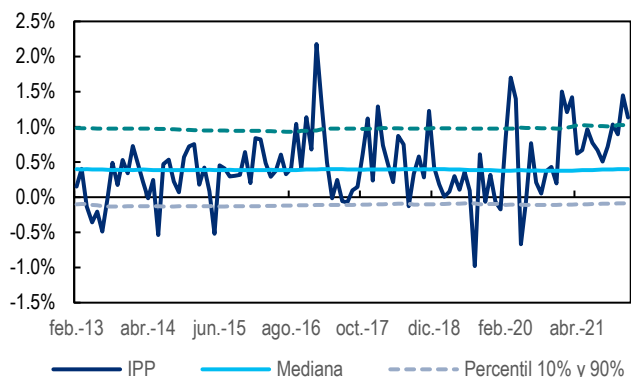
Las alzas en los precios de los energéticos inquietan, desde luego, aunque no por efectos inflacionarios provenientes de las gasolinas. No nos preocupa demasiado el incremento en los precios internacionales de los combustibles, al menos por sus posibles efectos inflacionarios directos en México. El gobierno ha anunciado ya subsidios que complementan su política de por sí benigna para la inflación de control de precios de las gasolinas y el diésel. Dicha política consiste en no permitir que los precios de los combustibles se incrementen más allá del aumento acumulado del INPC general desde el inicio de la administración de AMLO. Esto no solo mitiga el impacto directo que precios de combustibles más altos tendrían sobre la inflación general (dado que los precios de las gasolinas se incluyen en el componente no subyacente del INPC general), sino también limita posibles efectos de segunda ronda, por ejemplo, al implicar menores presiones a los costos del transporte tanto de individuos como de mercancías.

Gráfica 4. Inflación subyacente (mensual, %)



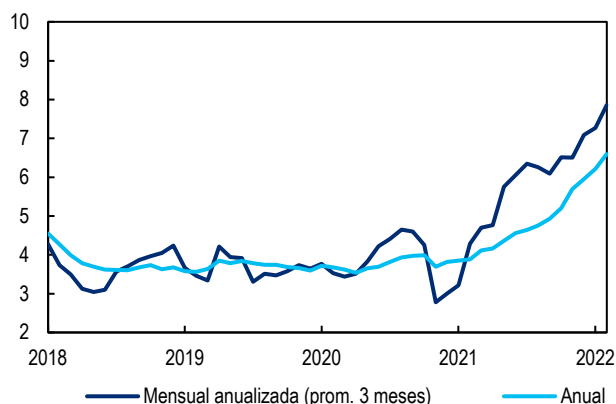
Nota: Pronósticos a partir de marzo 2022 (sin relleno).
Fuente: Citibanamex Estudios Económicos con datos de INEGI.

Gráfica 6. IPP para la demanda interna, mercancías y servicios finales (mensual, %)



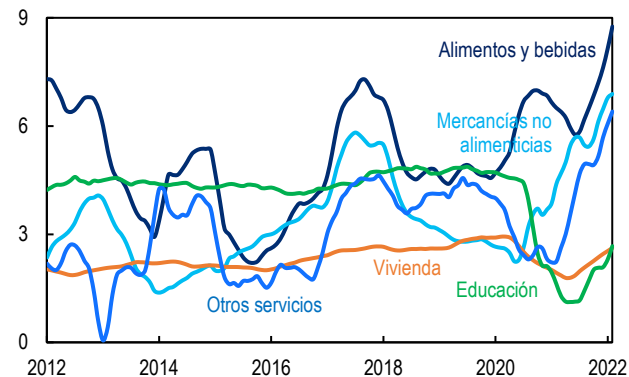
Fuente: Citibanamex Estudios Económicos con datos de INEGI.

Gráfica 5. Inflación subyacente, ajustada por estacionalidad (mensual %, anualizada, promedio móvil de 3 meses).



Fuente: Citibanamex Estudios Económicos con datos de INEGI.

Gráfica 7. Componentes de la inflación subyacente (anual %, promedio móvil de 3 meses)



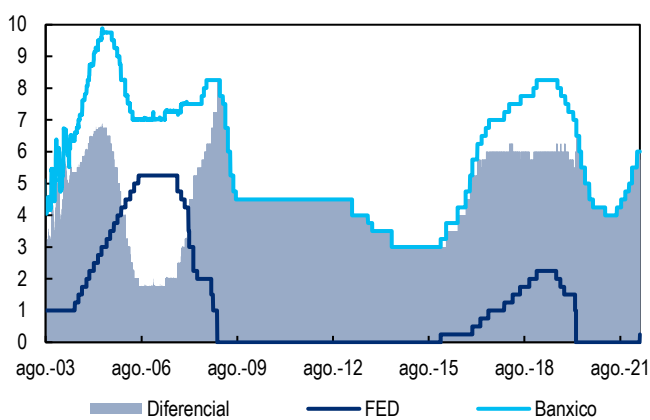
Fuente: Citibanamex Estudios Económicos con datos de INEGI.

Así, ahora estimamos la inflación general y la subyacente en 6.0% y 5.8%, respectivamente. Estas estimaciones son significativamente más elevadas que nuestros pronósticos previos de 5.1% y 5.0%. Y si bien hay efectos de base de comparación importantes que seguirán siendo favorables para las tasas anuales, sobre todo a partir de mayo en adelante, creemos que las tasas de inflación mensuales seguirán siendo altas por los próximos meses (Gráfica 4). Nuestras nuevas proyecciones consideran algunas interrupciones relativamente moderadas de las cadenas de suministro y consecuentes presiones sobre los costos de las empresas. No obstante, pensamos que en caso de una prolongación del conflicto R/U a, digamos más de unas 8-10 semanas, entonces enfrentaríamos choques a precios adicionales significativos en distintos rubros, desde frutas y verduras (por ejemplo, dada la importancia de Rusia y Ucrania en el abastecimiento de fertilizantes) hasta autos y electrónicos (dada su relevancia en la producción de gases raros, paladio, rodio, y otros insumos cruciales).

Banxico continuará con alzas de 50pb —al menos mientras la inflación subyacente anual no vea su pico—. Banxico se encuentra en una posición

particularmente compleja porque siguen acumulándose las presiones inflacionarias en México, como en muchos otros lugares, pero a diferencia de muchos otros países, la economía está estancada. Eso, aunado a que la política monetaria en México no se relajó tanto durante la pandemia como en otros países, explica por qué el ritmo de alzas a la tasa de interés ha sido relativamente moderado (en contraste con lo observado en economías pares de América Latina, por ejemplo). Hasta ahora, solo el Subgobernador Jonathan Heath ha puesto sobre la mesa la posibilidad de incrementos a la tasa más agresivos, pero en nuestra opinión hasta el momento esa idea no ha tenido mucha tracción entre otros miembros de la Junta de Gobierno. Por otro lado, con una inflación subyacente anual que sigue claramente al alza y expectativas inflacionarias de mediano plazo que continúan deteriorándose sin cesar, tampoco vemos a la mayoría de la Junta de Gobierno optando por moderar el ritmo y la frecuencia de los incrementos a la tasa.

Gráfica 8. Diferencial de tasas Banxico y Fed (%)



Fuente: Citibanamex Estudios Económicos con datos Banxico y Bloomberg.

Gráfica 9. Tasa real ex ante, %



Nota: Las líneas punteadas horizontales denotan el límite superior e inferior de la estimación de Banxico de la tasa neutral.

Fuente: Citibanamex Estudios Económicos con datos Banxico e INEGI.

Ahora esperamos que la tasa de política alcance 8.25% al cierre de 2022 y que se mantenga ahí a lo largo de 2023. Las presiones inflacionarias adicionales que surgen a raíz del conflicto R/U sin duda implicarán mayores alzas, en nuestra opinión. Como mencionamos antes, la trayectoria de la política monetaria dependerá principalmente de la evolución de la inflación observada y de sus expectativas —y, dadas nuestras nuevas estimaciones, anticipamos aumentos a la tasa de interés de 50pb en marzo y mayo, seguidos de incrementos de 25pb en cada una de las reuniones subsecuentes hasta diciembre—. Eso llevaría la tasa de política en términos reales ex ante a territorio restrictivo hacia finales del año (Gráfica 9). De verse presiones inflacionarias adicionales o turbulencia en los mercados financieros, particularmente en lo que toca al cambiario, podrían desencadenarse acciones más agresivas. Y como las probabilidades de que suceda cualquiera de esos dos eventos no son pequeñas, seguimos pensando que los riesgos a nuestros pronósticos de tasa objetivo siguen sesgados al alza.

Es poco probable que la inflación converja a un nivel menor a 4%

Nuestras expectativas en torno a que las tasas mensuales de inflación se ubiquen por debajo de sus promedios históricos en el corto plazo no son optimistas —y al mismo tiempo pensamos que Banxico se mantendrá poco comprometido a hacer que la inflación efectivamente converja a su meta puntual, como ha sido el históricamente el caso—. Eso significa que cualquier expectativa de inflación a largo plazo por debajo del 4% sería simplemente poco realista. Los analistas económicos hemos confiado durante mucho tiempo en que la inflación debería fluctuar de alguna manera, en algún momento futuro y por un periodo razonablemente no muy corto, alrededor de 0.4-0.6pp por arriba del objetivo del 3% del banco central. Esa confianza puede explicarse tanto por la buena voluntad de los analistas como por un grado razonablemente elevado de credibilidad en que Banxico, en general, “hace lo correcto”. Sin embargo, la evidencia dura para respaldar esta confianza es poca o incluso nula si consideramos que los promedios de inflación de largo plazo (digamos, para una ventana móvil de más 10 años o más) nunca han estado por debajo de 4% de manera sostenida. De hecho, otros participantes del mercado parecen ser en general más realistas, considerando que las expectativas de inflación estimadas a partir de los precios de los instrumentos financieros en general han estado más cerca o incluso bastante por arriba del 4%. Lo anterior explica en parte por qué mantuvimos nuestro pronóstico de inflación de largo plazo cerca del 4% hasta aproximadamente principios de 2019.

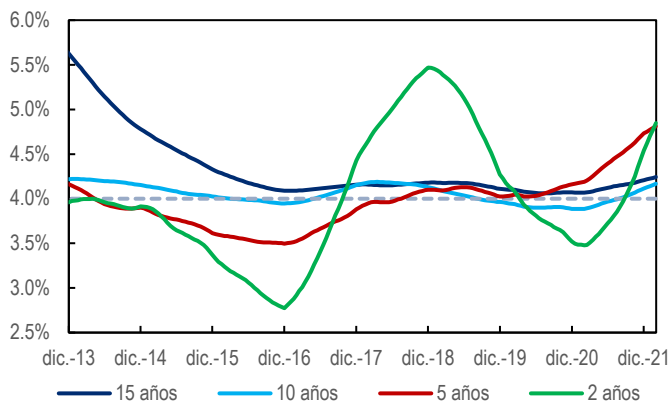
La política de precios de combustibles de AMLO beneficia la inflación, pero sigue siendo insuficiente para contrarrestar otros choques recurrentes y persistentes. Cuando AMLO inició su sexenio, se comprometió a mantener estables los precios de la gasolina en términos reales. Estimamos entonces que esto cambiaría la dinámica de la inflación de tal forma que implicaría menores presiones sobre los precios tanto subyacentes como no subyacentes, lo que contribuyó a reducir nuestras expectativas de inflación de largo plazo a 3.5%. Pero otros choques de oferta muy persistentes han reemplazado a los gasolinazos del pasado. Para empezar están los aumentos recurrentes del salario mínimo, que pensamos que hasta el momento podrían haber tenido efectos limitados en el crecimiento de los precios al consumidor, pero, dado el firme compromiso de AMLO al respecto, pensamos que hacia delante los impactos inflacionarios de esta política serán mayores. Presiones como esta nos llevaron a revisar hace unos meses nuestra expectativa de inflación de largo plazo a 3.7%.

En términos más generales, consideramos que la ineficiencia de distintas políticas y regulaciones gubernamentales, la menor competencia en varios sectores económicos, presiones duraderas sobre los precios globales y la inercia general sobre la evolución del nivel de precios local implican que las presiones inflacionarias se mantendrán elevadas durante un tiempo prolongado. Para ser más precisos, es obvio que para que la inflación converja a cualquier número por debajo de su promedio actual de largo plazo, que como dijimos es mayor que 4% anual, tendría que mostrar repetidamente tasas mensuales por debajo de sus propios promedios históricos. No obstante, las tendencias más recientes van exactamente en la dirección opuesta (Gráfica 10). Para complementar estas métricas de tendencia simples, también usamos una metodología de ondas o “wavelets”, similar al análisis de Banxico de 2018 que descompone la serie de tiempo de la inflación en varios elementos⁹, incluidos tendencias de largo plazo, componentes estacionales y cíclicos, y fluctuaciones de alta frecuencia. Si bien son

⁹ Ver: [“Análisis de la Dinámica de la Inflación mediante “Wavelets”](#). Extracto del Informe Trimestral Abril-Junio 2018.

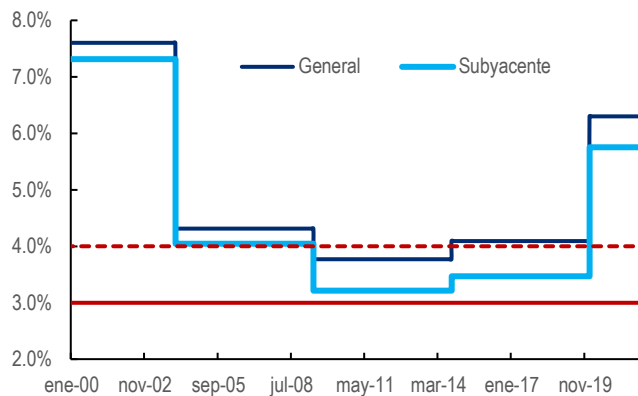
preliminares, nuestros resultados apuntan invariablemente a que el componente de mayor frecuencia (correspondiente a más de 5 años) aumentó significativamente hacia mediados de 2020, cuando incluso para el periodo de 5 años previos a la pandemia ya se ubicaba en niveles cercanos al 4% (Gráfica 11). Teniendo en cuenta todos los factores discutidos anteriormente, no vemos en este momento razón para esperar que la inflación de largo plazo converja a un nivel por debajo del 4%.

Gráfica 10. Tendencia de la inflación (promedio móvil)



Fuente: Citibanamex Estudios Económicos con datos de INEGI.

Gráfica 11. Análisis de "Wavelets", inflación 5 años



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

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”.