

**RESULTADOS DE LA "ENCUESTA MENSUAL DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN Y DE VARIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO", REALIZADA EN AGOSTO 2011****RESUMEN EJECUTIVO**

La encuesta mensual de expectativas de inflación y variación del tipo de cambio que realiza el Banco Central de Costa Rica inició desde enero 2006, con el objetivo de dar seguimiento a estas variables y como parte de los esfuerzos en la adopción de un esquema de metas de inflación.

La encuesta de agosto 2011, que se realizó entre el 4 y el 17 de ese mes, alcanzó una tasa de respuesta de 86,7% (52 respuestas), conformada por una tasa de respuesta de 90,9% de analistas financieros y un 81,5% del resto de informantes.

Los principales resultados de la encuesta son los siguientes:

- La inflación esperada para el periodo comprendido entre el 1 de agosto de 2011 y el 31 de julio de 2012 es en promedio 6,4%, valor inferior en 0,4 puntos porcentuales (p.p.) a la expectativa media de inflación recopilada en el mes de julio (6,8%).
- Los informantes continúan considerando el precio internacional del petróleo y otras materias primas como la principal variable para la formulación de su expectativa de inflación.
- Con respecto a la variación esperada del tipo de cambio a tres, seis y doce meses, los resultados promedio fueron 1,1%, 2,0% y 3,4% respectivamente. Las variaciones anualizadas para los dos primeros horizontes son 4,6% y 4,0%.
- El principal elemento que consideran los informantes en la formulación de su expectativa de tipo de cambio para los horizontes de tres, seis y doce meses es el tipo de cambio observado, el mercado de divisas y el déficit fiscal, respectivamente.

**RESULTADOS DE LA “ENCUESTA MENSUAL DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN Y DE VARIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO”, REALIZADA EN AGOSTO 2011**

El total de la muestra está conformado por 60 personas clasificadas en dos estratos: analistas financieros y resto de informantes (incluye a consultores, académicos y empresarios). Las variables que se investigan en la encuesta son la expectativa de inflación con un horizonte a doce meses y las de tipo de cambio con tres horizontes diferentes (tres, seis y doce meses). La encuesta, realizada entre el 4 y el 17 de agosto de 2011, alcanzó una tasa de respuesta 86,7% y sus principales resultados se presentan a continuación:

**EXPECTATIVA DE INFLACIÓN**

De acuerdo con los resultados, la expectativa de inflación fue de 6,4% para un período de doce meses hacia adelante (t+12) comprendido para esta ocasión entre el 1 de agosto de 2011 y el 31 de julio de 2012. Los principales resultados de la encuesta se observan en el siguiente cuadro:

**Cuadro 1. Expectativa de inflación a doce meses**

Consultas realizadas entre enero y agosto 2011

	2011							
	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto
Promedio	6,8%	6,9%	7,2%	7,3%	6,9%	6,6%	6,8%	6,4%
Analistas financieros	6,8%	6,8%	7,2%	7,2%	7,2%	6,7%	7,0%	6,7%
Resto de consultados	6,7%	7,1%	7,2%	7,5%	6,5%	6,4%	6,6%	6,1%
Mediana	6,8%	6,8%	7,0%	7,0%	7,0%	6,5%	6,5%	6,0%
Moda	7,0%	6,0%	8,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Desviación estándar	1,2 p.p.	1,1 p.p.	1,4 p.p.	1,4 p.p.	1,4 p.p.	1,0 p.p.	1,2 p.p.	1,2 p.p.
Valor mínimo	4,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	5,0%	4,0%
Valor máximo	11,0%	10,0%	12,0%	12,0%	10,5%	9,0%	10,5%	12,0%
Decil 1	5,1%	5,6%	5,4%	5,7%	5,0%	5,5%	5,5%	5,0%
Decil 9	8,0%	8,5%	9,0%	9,2%	9,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Cantidad de respuestas	50	50	49	47	47	46	48	52

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Para el mes de agosto, la expectativa es la mínima observada desde que inició la encuesta, tanto la expectativa del grupo de analistas financieros como la del resto de informantes disminuyeron en 0,3 y 0,6 puntos porcentuales respectivamente. Igualmente, el valor más común se ha ubicado en los últimos meses en 6,0% pero se mantiene aún por encima del límite superior del rango meta de inflación establecido para el 2012 en la revisión del Programa Macroeconómico del Banco Central de Costa Rica para el 2011-2012 [4,0% ( $\pm 1$  p.p.)].

Los principales factores considerados en la formulación de la expectativa de inflación a doce meses se muestran en el cuadro 2.

**Cuadro 2. Factores que explican la expectativa de inflación a doce meses según orden de importancia**

Consulta realizada en agosto 2011

<b>Toman en cuenta para la formulación de la expectativa de inflación:</b>	<b>Promedio <sup>1/</sup></b>
Precios internacionales observados del petróleo y otras materias primas.	7,68
Precios internacionales esperados del petróleo y otras materias primas.	7,67
Expectativas de variación del tipo de cambio.	6,53
Evolución reciente del IPC.	6,47
Resultado fiscal esperado.	5,71
Evolución reciente del tipo de cambio.	5,69
Anuncio de la meta de inflación del Banco Central.	5,57
Resultado fiscal observado.	5,42
Política salarial vigente.	3,91
Otro	2,60

<sup>1/</sup> Este promedio indica la importancia media de cada variable. Para su cálculo se solicitó a los informantes que asignaran un valor de 0 a 10 a algunas variables según su importancia en la explicación de la expectativa de inflación. Si la variable no es considerada en la formación de la expectativa se le asigna un puntaje de cero.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La evolución y las expectativas sobre los precios internacionales del petróleo y de otras materias primas importadas son los principales factores que determinan la formación de la expectativa de inflación de acuerdo con los encuestados. Asimismo, estas variables fueron las principales causas, indicadas por los participantes en la encuesta, desde marzo 2011<sup>1</sup>.

Los informantes tienen la posibilidad de indicar otras variables que consideran en la formación de sus expectativas y para esta ocasión mencionaron la moderada expansión de la demanda interna por factores internos y externos, la situación fiscal en los Estados Unidos, la política de determinación de precios de bienes y servicios regulados, la relación déficit balanza comercial e inversión extranjera directa, las pérdidas del banco central, la desaceleración de la actividad económica, las condiciones económicas internacionales y expectativas inflacionarias, entre otros.

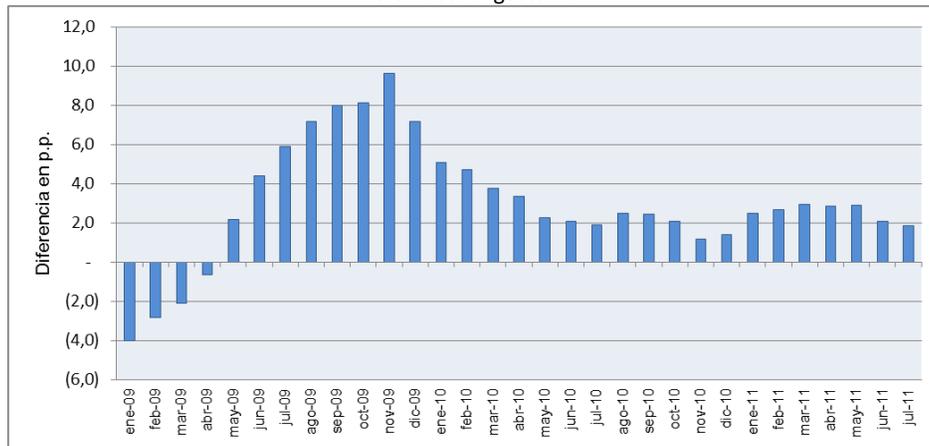
Según el gráfico 1, en agosto 2010, los informantes esperaban que la inflación en julio 2011 se ubicara en 7,1%, en tanto la inflación observada fue de 5,2%, con una diferencia de 1,9 p.p., lo cual

<sup>1</sup> La encuesta separa la evolución y las expectativas sobre los precios internacionales del petróleo y otras materias primas desde marzo 2011.

ocurre en un contexto en el que la inflación acumulada a julio es de 3,1% y la variación interanual promedio de enero 2010 a julio 2011 se ubica en 5,4%.

**Gráfico 1. Diferencias absolutas entre la expectativa media de inflación a doce meses obtenida en el mes t-12 y la inflación observada en t**

Enero 2009 a agosto 2011



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

### **EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO**

Las expectativas de tipo de cambio se consultan para tres horizontes de tiempo, en esta ocasión se solicitó, dado un nivel del tipo de cambio de referencia de compra de 499,72 colones por dólar observado al finalizar julio de 2011, la expectativa del tipo de cambio al finalizar cada una de las siguientes fechas:

- Al 31 de octubre del 2011 (3 meses).
- Al 31 de enero del 2012 (6 meses).
- Al 31 de julio del 2012 (12 meses).

Los estadísticos de la expectativa del tipo de cambio de referencia de compra para cada uno de los horizontes se aprecian en el cuadro 3.

**Cuadro 3. Expectativa del nivel y variación de tipo de cambio para los tres horizontes consultados**

Consulta realizada en agosto 2011

	Niveles de tipo de cambio			Variaciones de tipo de cambio		
	3 meses	6 meses	12 meses	3 meses	6 meses	12 meses
Promedio	¢505,3	¢509,6	¢516,6	1,1%	2,0%	3,4%
<i>Analistas financieros</i>	¢504,3	¢509,7	¢517,9	0,9%	2,0%	3,6%
<i>Resto de consultados</i>	¢506,7	¢509,4	¢514,8	1,4%	1,9%	3,0%
Mediana	¢505,0	¢509,9	¢515,0	1,1%	2,0%	3,1%
Moda	¢500,0	¢510,0	¢520,0	0,1%	2,1%	4,1%
Desviación estándar	¢6,3	¢8,6	¢12,5	1,3 p.p.	1,7 p.p.	2,5 p.p.
Valor mínimo	¢497,5	¢495,0	¢494,0	-0,4%	-0,9%	-1,1%
Valor máximo	¢530,0	¢540,0	¢550,0	6,1%	8,1%	10,1%
Decil 1	¢500,0	¢500,0	¢500,2	0,1%	0,1%	0,1%
Decil 9	¢512,0	¢520,9	¢530,0	2,5%	4,2%	6,1%
Cantidad de respuestas	50	50	50	50	50	50

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

A partir de los niveles promedio esperados por los informantes se calcularon las variaciones porcentuales, siendo de 1,1%, 2,0% y 3,4% para los horizontes de tres, seis y doce meses respectivamente. Las expectativas a tres y seis meses, anualizadas, fueron 4,6% y 4,0% para cada caso.

Los principales elementos que tomaron en consideración los encuestados para la formulación de las expectativas de tipo de cambio se indican en el cuadro 4, en orden de importancia de mayor a menor, según la frecuencia citada por los informantes.

**Cuadro 4. Elementos considerados en la formulación de las expectativas de tipo de cambio**

Consulta realizada en agosto 2011

A tres meses	A 6 meses	A 12 meses
Tipo de cambio observado	Mercado de divisas	Déficit fiscal
Mercado de divisas	Evolución de la economía internacional	Evolución de la economía internacional
Evolución de la economía internacional	Déficit fiscal	Mercado de divisas
Déficit fiscal	Política monetaria del BCCR	Déficit de cuenta corriente
Política monetaria del BCCR	Evolución de la economía nacional	Política monetaria del BCCR
Entradas de capitales	Déficit de cuenta corriente	Entradas de capitales
Inversión Extranjera Directa	Impacto de situación internacional	Expectativas de la evolución económica de USA
Tasas de interés internacionales	Tipo de cambio observado	Tasas de crecimiento del PIB de CR
Evolución de la economía nacional	Entradas de capitales	Tipo de cambio observado
	Inversión Extranjera Directa	Inversión Extranjera Directa
	Tasas de interés internacionales	Inflaciones de otros países
	Expectativas de la evolución económica de USA	Precios internacionales de las materias primas
		Evolución de las exportaciones

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Las expectativas de variación de tipo de cambio también pueden derivarse del comportamiento del mercado financiero por medio de la información contenida en el tipo de cambio “spot” o tipo

de cambio de contado<sup>2</sup> y los diferenciales de tasas de interés, el cálculo y la comparación con las expectativas que se obtienen de la encuesta en el período enero a agosto 2011 se puede apreciar en el cuadro 5.

**Cuadro 5. Variación del tipo de cambio esperado a partir del cálculo de tipo de cambio futuro y de la encuesta <sup>1/</sup>.  
Enero a agosto del 2011.**

Mes de la encuesta	Encuesta mensual de expectativas			Variación implícita tipo de cambio futuro			Diferencial entre ambas expectativas		
	A 3 meses	A 6 meses	A 12 meses	A 3 meses	A 6 meses	A 12 meses	A 3 meses	A 6 meses	A 12 meses
ene-11	0,87%	2,36%	3,76%	1,01%	2,54%	5,68%	0,15	0,18	1,92
feb-11	1,36%	2,63%	4,43%	1,01%	2,54%	5,68%	-0,35	-0,10	1,25
mar-11	1,77%	3,12%	5,11%	1,02%	2,57%	5,71%	-0,75	-0,55	0,60
abr-11	1,78%	2,97%	4,77%	1,02%	2,57%	5,71%	-0,75	-0,40	0,94
may-11	1,78%	3,20%	5,09%	1,03%	2,58%	5,72%	-0,75	-0,61	0,63
jun-11	1,98%	2,78%	4,91%	0,98%	2,63%	5,10%	-1,00	-0,15	0,19
jul-11	1,53%	2,85%	4,44%	0,24%	0,88%	2,63%	-1,29	-1,97	-1,81
ago-11	1,12%	1,97%	3,38%	0,24%	0,89%	2,64%	-0,87	-1,08	-0,74

<sup>1/</sup> El cálculo utiliza las tasas de interés pasivas de los bancos estatales en colones y en dólares y el tipo de cambio de referencia de compra.

Fuente: Banco Central de Costa Rica

Ambas expectativas muestran variaciones esperadas con diferencias alrededor de 1,0 p.p. como se observa en el cuadro anterior, todas las expectativas de ambos cálculos reflejan desde enero 2011 depreciaciones esperadas en la moneda nacional y las mayores diferencias se observan en julio 2011 para los horizontes de seis y doce meses y en enero 2011 para el horizonte de doce meses.

Adicionalmente algunos informantes agregaron los siguientes comentarios:

1. (Expectativa de inflación: 12,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 6,1%). “Es preocupante la aparente falta de rumbo en las decisiones del Gobierno y las externalidades a que está sometido el País (eventual caída en las exportaciones)”.
2. (Expectativa de inflación: 5,5% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 5,1%). “Costa Rica mantiene un crecimiento lento y desempleo persistente, principalmente en el sector servicios, por lo que resta del año y todo el 2012. Asume política fiscal contractiva por parte de principales socios comerciales”.
3. (Expectativa de inflación: 8,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 4,1%). “Difícil predicción ante el panorama internacional, hay muchos "puede ser" en estos momentos”.
4. (Expectativa de inflación: 6,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 1,3%). “En mucho, lo que pueda suceder dependerá de que no se vuelva a dar una crisis

<sup>2</sup> El cálculo se puede observar en el recuadro 1 del informe de expectativas de junio y julio 2011.

como la experimentada en 2008 - 2009, que ciertamente podría volver a dimensionar los números planteados”.

5. (Expectativa de inflación: 5,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 0,9%). “Los flujos de inversión extranjera directa serán determinantes del tipo de cambio, debido a su papel en financiar el déficit comercial. Las expectativas de los agentes económicos y decisiones de inversión también podrían afectar el indicador. Se asume que el BCCR mantenga su política de bandas cambiarias el próximo año”.
6. (Expectativa de inflación: 6,2% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 3,0%). “Situación actual de los mercados internacionales podría generar presión sobre la inflación y el tipo de cambio en un lapso de tiempo de seis meses a un año, todo dependerá de la capacidad de reacción que tenga el país”.
7. (Expectativa de inflación: 8,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 4,1%). “Expectativas sobre la economía mundial deprimidas. Ingovernabilidad del país CR es preocupante. Afectación a la CCSS es un impacto psicológico muy fuerte para el común de la población”.
8. (Expectativa de inflación: 5,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 2,5%). “Con la incertidumbre actual es difícil estimar precios”.
9. (Expectativa de inflación: 6,5% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 3,1%). “Llamar al consenso para coordinar políticas que protejan a la economía ante la vulnerabilidad del entorno externo”.
10. (Expectativa de inflación: 5,3% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 0,1%). “El dólar parece que se mantendrá débil durante los próximos 18 o tal vez 24 meses. La FED ha anunciado que no espera cambios en la tasa de interés por los próximos dos años. Adicionalmente, el ajuste en la calificación de riesgo de la deuda soberana, no contribuye al fortalecimiento del dólar como moneda de reserva”.
11. (Expectativa de inflación: 5,2% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 4,1%). “Los pronósticos se fundamentan en los supuestos (modelo) que asuma el pronosticador. En esta época de tan alta incertidumbre, he asumido como supuestos que el Banco Central estará en capacidad de controlar la inflación durante el próximo año, en forma similar a como lo ha hecho a lo largo de los últimos 12 meses. En cuanto al tipo de cambio, ante la posible disminución en el ingreso de divisas (turismo, inversión extranjera,

exportaciones), he estimado que el colón tenderá a devaluarse, aunque no de una manera especialmente fuerte. Insisto en el problema para la elaboración de pronósticos dada la extraordinaria incertidumbre que vive la economía internacional, especialmente en estos días”.

12. (Expectativa de inflación: 7,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 5,3%). “Con la reciente crisis del mercado bursátil norteamericano, debería monitorearse el comportamiento de la colocación de crédito nacional, esto con el fin de si los bancos de representación internacional estuviesen asumiendo una posición más conservadora en sus colocaciones, lo que podría tener efectos depresivos sobre la demanda interna y consecuentemente aminoraría los efectos de presión inflacionaria local”.