

**RESULTADOS DE LA “ENCUESTA MENSUAL DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN Y DE VARIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO”, REALIZADA EN JUNIO 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 importantes variables y como parte de los esfuerzos para implementar el esquema de metas de inflación.

La encuesta de junio 2011, que se realizó entre el 3 y el 15 de ese mes, alcanzó una tasa de respuesta de 76,7% (46 respuestas), conformada por un 78,8% de analistas financieros y un 74,1% del resto de informantes.

Los principales resultados de la encuesta son los siguientes:

- La inflación esperada para el periodo comprendido entre el 1 de junio de 2011 y el 31 de mayo de 2012 es en promedio 6,6%, valor inferior en 0,3 puntos porcentuales (p.p.) a la expectativa media de inflación recopilada en el mes de mayo (6,9%), posiblemente influenciado como lo mencionan algunos informantes, por la definición del nuevo esquema de control monetario comunicado por el BCCR el pasado 3 de junio.
- 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 de la expectativa de tipo de cambio a tres, seis y doce meses, los resultados promedio fueron 2,0%, 2,8% y 4,9% respectivamente. Las variaciones anualizadas para los dos primeros horizontes son 8,1% y 5,6%.
- Entre los elementos que consideran los informantes en la formulación de su expectativa de tipo de cambio según el horizonte consultado se encuentran: a tres meses, el tipo de cambio observado y a seis y doce meses el déficit de cuenta corriente.

**RESULTADOS DE LA “ENCUESTA MENSUAL DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN Y DE VARIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO”, REALIZADA EN JUNIO 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 3 y el 15 de junio de 2011, alcanzó una tasa de respuesta 76,1% y sus principales resultados se presentan a continuación:

**EXPECTATIVA DE INFLACIÓN**

De acuerdo con los resultados, la expectativa de inflación fue de 6,6% para un período de doce meses hacia adelante (t+12) comprendido para esta ocasión entre el 1 de junio de 2011 y el 31 de mayo 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 junio 2011

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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Cabe resaltar que para esta encuesta, la expectativa de inflación promedio de los analistas financieros se redujo en 0,3 p.p. siendo la más baja desde enero 2011, lo que está influenciado, por la definición del nuevo esquema de control monetario anunciado por el BCCR, de acuerdo con los comentarios de los participantes de la encuesta.

En junio 2011, un 58,7% de los informantes espera variaciones de la inflación para mayo 2012 entre 6% y 7%, sin embargo, a pesar que las expectativas han venido mostrado una reducción sistemática desde setiembre 2008 (12,9%), el promedio de los primeros seis meses (6,9%) se

mantiene por encima del límite superior del rango meta de inflación, lo que muestra que la convergencia de la expectativa hacia el objetivo establecido por el Banco Central para el 2012 podría ser muy lenta.

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 junio 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.	8,12
Precios internacionales esperados del petróleo y otras materias primas.	7,67
Expectativas de variación del tipo de cambio.	6,41
Evolución reciente del IPC.	6,29
Resultado fiscal esperado.	6,06
Resultado fiscal observado.	5,88
Evolución reciente del tipo de cambio.	5,73
Anuncio de la meta de inflación del Banco Central.	4,81
Política salarial vigente.	3,19
Otro	4,17

<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 las encuestas de marzo, abril y mayo 2011<sup>1</sup>.

Al igual que en meses anteriores, el anuncio de la meta de inflación del Banco Central no ha sido un factor relevante dentro del proceso de formación de las expectativas de inflación de los informantes de esta encuesta, puesto que desde que se incluyó la pregunta, se ubica consistentemente en los últimos lugares.

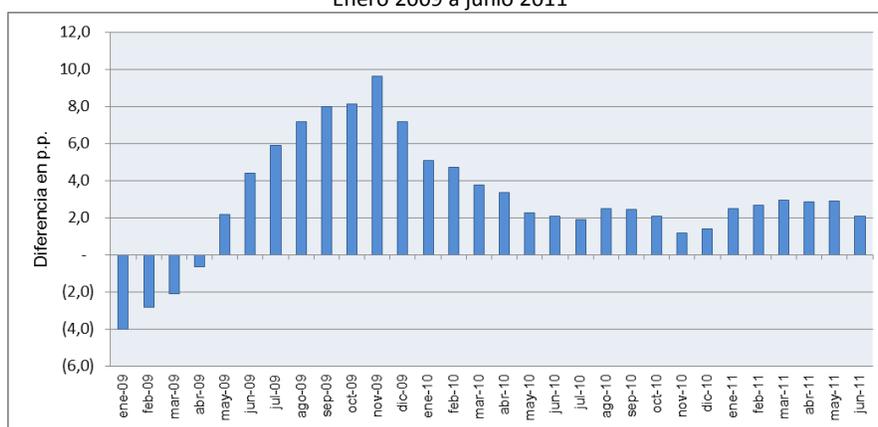
<sup>1</sup> La encuesta separa la evolución y las expectativas sobre los precios internacionales del petróleo y otras materias primas desde marzo 2011.

Los informantes tienen la posibilidad de indicar otras variables que consideran en la formación de sus expectativas y para esta ocasión mencionaron el comportamiento del Índice de precios al productor industrial (IPPI) y del Índice subyacente de inflación (ISI), política de determinación de precios de bienes y servicios regulados, reactivación del crédito a nivel nacional, perspectivas de evolución de las tasas de interés en el exterior, llegada de capitales por medio de inversión extranjera directa, entre otros.

Según el gráfico 1, en julio 2010, los informantes esperaban que la inflación en junio 2011 se ubicara en 7,2%, en tanto la inflación observada fue de 5,2%, con una diferencia de 2,0 p.p., lo cual ocurre en un contexto en el que desde noviembre 2008 la inflación interanual muestra una clara tendencia descendente.

**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 junio 2011



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Si bien la evolución reciente del IPC es uno de los principales elementos que consideran los agentes económicos al formular su expectativa de inflación, ésta se mantiene en valores promedio cercanos al 7%, a pesar de que en los últimos 23 meses la inflación ha estado consistentemente por debajo del 6%.<sup>2</sup>

### **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 499,98 colones por dólar

<sup>2</sup> Únicamente en los meses mayo, junio y noviembre 2010, la inflación interanual observada fue superior al 6%.

observado al finalizar mayo de 2011, la expectativa del tipo de cambio al finalizar cada una de las siguientes fechas:

- Al 31 de agosto del 2011 (3 meses).
- Al 30 de noviembre del 2011 (6 meses).
- Al 31 de mayo 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 junio 2011

	Niveles de tipo de cambio			Variaciones de tipo de cambio		
	3 meses	6 meses	12 meses	3 meses	6 meses	12 meses
Promedio	¢509,8	¢513,9	¢524,5	2,0%	2,8%	4,9%
<i>Analistas financieros</i>	¢508,8	¢513,2	¢524,7	2,0%	2,6%	4,9%
<i>Resto de consultados</i>	¢509,9	¢514,7	¢524,3	2,0%	3,0%	4,9%
Mediana	¢510,0	¢515,0	¢520,0	2,0%	3,0%	4,0%
Moda	¢510,0	¢515,0	¢520,0	2,0%	3,0%	4,0%
Desviación estándar	¢7,0	¢10,2	¢17,0	1,4 p.p.	2,0 p.p.	3,4 p.p.
Valor mínimo	¢496,0	¢495,0	¢501,0	-0,8%	-1,0%	0,2%
Valor máximo	¢525,0	¢540,0	¢580,0	5,0%	8,0%	16,0%
Decil 1	¢501,0	¢501,0	¢505,5	0,2%	0,2%	1,1%
Decil 9	¢520,5	¢528,0	¢550,0	4,1%	5,6%	10,0%
Cantidad de respuestas	44	44	44	44	44	44

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

A partir de los niveles promedio esperados por los informantes se calcularon las variaciones porcentuales, siendo de 2,0%, 2,8% y 4,9% para los horizontes de tres, seis y doce meses respectivamente. Las expectativas a tres y seis meses, anualizadas, fueron 8,1% y 5,6% para cada caso.

Los principales elementos que tomaron en consideración los encuestados para la formulación de las expectativas de tipo de cambio se observan en el cuadro 4. Para el horizonte de tres meses se presenta el 69,2% de los elementos que tomaron en cuenta para formular las expectativas en orden de importancia, para el horizonte de seis meses se menciona el 68,4% y para el de doce meses el 71,4%.

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

Consulta realizada en junio 2011

A tres meses	A 6 meses	A 12 meses
Tipo de cambio observado	Déficit de cuenta corriente	Déficit de cuenta corriente
Mercado de divisas	Mercado de divisas	Déficit fiscal
Déficit de cuenta corriente	Déficit fiscal	Tasas de interés internas
Tasas de interés internas	Tipo de cambio observado	Tasas de interés internacionales
Precios internacionales de las materias primas	Tasas de interés internas	Mercado de divisas
Diferenciales de tasas de interés	Precios internacionales de las materias primas	Política monetaria de EU
Déficit fiscal	Evolución de las exportaciones	Política del BCCR
	Política del BCCR	Tasas de crecimiento del PIB
		Inflación observada
		Tasas de crecimiento del PIB de USA

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 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 junio 2011 se puede apreciar en el recuadro 1. Como puede verse, ambas estimaciones presentan similar evolución.

#### Recuadro 1. Variación esperada del tipo de cambio a partir del tipo de cambio de contado y los diferenciales de tasas de interés.

Las variaciones del tipo de cambio implícitas en el tipo de cambio *spot* o tipo de cambio de contado y los diferenciales de tasas de interés permiten calcular lo que se denomina tipo de cambio *forward* o tipo de cambio futuro a partir de la siguiente ecuación:

$$TCF = TCS * \frac{(1 + i \text{ ₡})^{n/360}}{(1 + i \$)^{n/360}}$$

Donde, el TCF se refiere al tipo cambio futuro, TCS es el tipo cambio contado,  $i \text{ ₡}$  tasa de interés en moneda nacional y  $i \$$  tasa de interés en moneda extranjera.

Las variaciones implícitas en el cálculo del tipo de cambio futuro permiten obtener una expectativa cambiara que se compara en el siguiente cuadro con las expectativas obtenidas de la encuesta.

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

Mes	Encuesta mensual de expectativas			Variación implícita tipo de cambio futuro		
	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
feb-11	1,36	2,63	4,43	1,01	2,54	5,68
mar-11	1,77	3,12	5,11	1,02	2,57	5,71
abr-11	1,78	2,97	4,77	1,02	2,57	5,71
may-11	1,78	3,20	5,09	1,03	2,58	5,72
jun-11	1,98	2,78	4,91	0,98	2,63	5,10

<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 similares para los tres horizontes de tiempo consultados en la encuesta, todas reflejan desde enero 2011 depreciaciones esperadas en la moneda nacional y las mayores diferencias se observan en enero y febrero para el horizonte de doce meses, lo que concuerda con el hecho de que a horizontes más largos, mayor incertidumbre en el comportamiento del tipo de cambio.

Adicionalmente algunos informantes agregaron los siguientes comentarios:

1. (Expectativa de inflación: 6,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 5,0%). “Costa Rica mantiene un crecimiento lento y un desempleo persistente, principalmente en el sector servicios, para lo que resta del año y todo el 2012”.
2. (Expectativa de inflación: 8,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 7,2%). “Expectativas de inflación ajustadas al efecto cambiario, sobre precios regulados, falta por ver los efectos del manejo de tasas de intereses en los próximos meses desde el Banco Central en expectativas y de Hacienda para segundo semestre como efectos sobre el precio y la generación de inflación”.
3. (Expectativa de inflación: 6,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 3,2%). “Persuadir al gobierno a no aumentar el precio de la gasolina para recaudar por medio de impuestos es incentivar la violencia a los ciudadanos”.
4. (Expectativa de inflación: 5,5% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 1,0%). “Es poco conveniente que el mercado cambiario sea tan largo a nivel de horario. Por ejemplo, en otros países los horarios son considerablemente más cortos (aproximadamente 4 horas). Mientras las tasas de interés CRC se mantengan altas, el colon se mantendrá cerca del piso. Para evitar volatilidades en tasas cuando hay cambio de tendencia al alza, es importante que los bancos puedan tomar sensibilidad positiva (posiciones cortas en bonos)”.
5. (Expectativa de inflación: 5,5% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 1,0%). “El comportamiento de las tasas de interés a nivel local e internacional también afectará el comportamiento de la inflación y del tipo de cambio, también las expectativas de los agentes económicos sobre estas variables influirán en los valores reales, de acuerdo a las decisiones de inversión y negocios que tomen las personas y empresas”.
6. (Expectativa de inflación: 6,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 5,6%). “Para próximos periodos hay que ver el comportamiento de las tasas de interés de captación de mercado ante la nueva política de tasas de interés del Banco Central y su impacto sobre las expectativas de tipo de cambio. Adicionalmente, sigue siendo crítico el impacto de las entradas de capital por la vía de inversión extranjera directa, y no tanto por los diferenciales de tasas de interés de corto plazo”.

7. (Expectativa de inflación: 5,5% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 2,0%). “Sigo sin observar cambios que justifiquen un despegue permanente del tipo de cambio del piso de la banda. Con la implementación del corredor de tasas de interés, se debe pensar seriamente en la ampliación o eliminación del piso, para pasar formalmente a la flotación administrada”.
8. (Expectativa de inflación: 6,5% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 8,0%). “Es de esperar un ajuste en las tasas de intereses internacionales a fin de sostener la expectativa de ajuste en la inflación de USA y Europa. Esta situación influye en el efecto de las salidas de capitales de corto plazo buscando esos nuevos rendimientos a menores riesgos, sobre todo por el deterioro de las finanzas públicas nacionales”.
9. (Expectativa de inflación: 7,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 3,0%). “El BCCR debe generar volatilidad en el tipo de cambio para que el mercado no tenga una expectativa futura uniforme del tipo de cambio. Debe el BCCR hacer todo lo posible para que no se pegue en el piso de la banda”.