



BC BANCO
CR CENTRAL DE
COSTA RICA

División Económica
Departamento Gestión de Información Económica
Área de Encuestas Económicas

**Informe de la Encuesta de expectativas de inflación y de
variación del tipo de cambio, realizada
en abril de 2012**

Junio, 2012

Síntesis metodológica

La encuesta mensual de expectativas de inflación y tipo de cambio la ejecuta periódicamente el Banco Central de Costa Rica, desde enero de 2006, a partir del tercer día hábil de cada mes, una vez publicado el Índice de Precios al Consumidor (IPC) por el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC).

La información consultada incluye la opinión sobre las expectativas de inflación y tipo de cambio de un grupo de agentes económicos que en el proceso de toma de decisiones en sus actividades cotidianas formulan expectativas de inflación o de tipo de cambio. Esto con la finalidad de contar con una serie que permita evaluar el alineamiento de esta variable con la meta inflacionaria que públicamente anuncia el BCCR en su Programa Macroeconómico.

La población de estudio está conformada por los gerentes de entidades financieras, consultores económicos, empresarios del sector real y académicos de las escuelas de economía de las diversas universidades del país.

La encuesta utiliza un muestreo estratificado con afijación proporcional con un total de muestra de 60 personas clasificadas en dos estratos: analistas financieros (conforman el 55% de la muestra) y resto de informantes (incluye a consultores, académicos y empresarios). El error de muestreo de la encuesta de abril 2012 es de 0,14 puntos porcentuales para la expectativa de inflación a doce meses.

1. Principales resultados

La Encuesta mensual de expectativas de inflación y de variación del tipo de cambio realizada en abril de 2012, tuvo un 81,7% de respuesta de un total de 60 personas.

Los principales resultados de la encuesta indicaron:

- Una expectativa de inflación de 6,2%, correspondiente al horizonte del 1 de abril de 2012 al 31 de marzo de 2013. El dato de este mes es superior al de la encuesta de marzo de 2012 (6,1%) y superior en 1,2 puntos porcentuales con respecto al punto medio del rango meta de inflación establecido por el Banco Central para el 2013 (5,0%±1 p.p.)¹.
- Expectativas de variación del tipo de cambio fueron 1,2%, 2,1% y 3,0% al 30 de junio de 2012, al 30 de setiembre de 2012 y al 31 de marzo de 2013, en cada caso.
- La expectativa de variación de tipo de cambio a tres y seis meses anualizadas fueron de 5,0% y 4,3%, mayores a la expectativa a doce meses (3,0%).

Los resultados para cada una de las variables son:

1.1 Expectativa de inflación

La expectativa promedio de inflación a doce meses fue de 6,2% en abril 2012, dato que se ha mantenido en promedio en 6,3% desde junio 2011 y que continúa presentando diferencias respecto al punto medio del rango meta de inflación (5%) establecido para el 2013, en la encuesta de abril, esa diferencia fue de 1,2 p.p. Por otro lado, cabe mencionar que el valor con mayor frecuencia en la distribución de los datos es 5%, dato igual al punto medio del rango meta de inflación.

Los principales resultados de la expectativa se observan en el siguiente cuadro:

Cuadro 1. Expectativa de inflación a doce meses
Consultas realizadas entre abril 2011 y abril 2012

| | 2011 | | | | | | | | | | 2012 | | | |
|------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|----------|-----------|-----------|----------|----------|----------|----------|--|
| | Abril | Mayo | Junio | Julio | Agosto | Setiembre | Octubre | Noviembre | Diciembre | Enero | Febrero | Marzo | Abril | |
| Promedio | 7,3% | 6,9% | 6,6% | 6,8% | 6,4% | 6,3% | 6,2% | 6,2% | 6,3% | 6,2% | 6,3% | 6,1% | 6,2% | |
| Analistas financieros | 7,2% | 7,2% | 6,7% | 7,0% | 6,7% | 6,4% | 6,3% | 6,2% | 6,3% | 6,0% | 6,2% | 6,2% | 6,3% | |
| Resto de consultados | 7,5% | 6,5% | 6,4% | 6,6% | 6,1% | 6,1% | 6,0% | 6,3% | 6,4% | 6,4% | 6,4% | 6,1% | 6,1% | |
| Mediana | 7,0% | 7,0% | 6,5% | 6,5% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | |
| Moda | 7,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 5,0% | |
| Desviación estándar | 1,4 p.p. | 1,4 p.p. | 1,0 p.p. | 1,2 p.p. | 1,2 p.p. | 1,0 p.p. | 1,0 p.p. | 1,1 p.p. | 1,4 p.p. | 1,2 p.p. | 1,2 p.p. | 1,2 p.p. | 1,3 p.p. | |
| Valor mínimo | 5,0% | 5,0% | 4,0% | 5,0% | 4,0% | 5,0% | 5,0% | 4,0% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,0% | 4,5% | |
| Valor máximo | 12,0% | 10,5% | 9,0% | 10,5% | 12,0% | 10,0% | 9,5% | 10,0% | 12,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | |
| Decil 1 | 5,7% | 5,0% | 5,5% | 5,5% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | |
| Decil 9 | 9,2% | 9,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 7,4% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 7,4% | 8,0% | 7,9% | 8,0% | |
| Cantidad de respuestas | 47 | 47 | 46 | 48 | 52 | 51 | 51 | 53 | 52 | 55 | 53 | 51 | 49 | |

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

¹ Según el Programa Macroeconómico del Banco Central de Costa Rica para el 2012-2013.

Los resultados indican que aún existe un 10% de los encuestados que esperan inflaciones mayores al 8% a pesar de que la variación interanual de la inflación observada se ha ubicado en un 4,2% para los tres primeros meses del 2012 y en un 4,9% en promedio para el año 2011.

Asimismo se consulta sobre las variables tomadas en consideración por los informantes para formular su expectativa de inflación acumulada a 12 meses, las cuales son planteadas en orden de importancia en el cuadro 2, una vez codificadas y ponderadas. Los tres principales factores mencionados son los precios internacionales del petróleo y otras materias primas, el déficit fiscal, y la inflación observada².

Cuadro 2. Factores que explican la expectativa de inflación a doce meses según orden de importancia
Consulta realizada en abril 2012

| Factores mencionados | Promedio ^{1/} |
|---|------------------------|
| Precios internacionales del petróleo, otras materias primas | 3,7 |
| Déficit fiscal | 1,4 |
| Inflación observada | 1,0 |
| Tarifas de servicios públicos (precios regulados) y alimentos | 1,0 |
| Tipo de cambio | 0,8 |
| Tasas de interés internas | 0,7 |
| Plan fiscal | 0,6 |
| Meta de inflación | 0,5 |
| Expectativas del tipo de cambio | 0,4 |
| Demanda Interna | 0,3 |
| Liquidez total en colones o dólares | 0,3 |
| Crédito interno | 0,3 |
| Política monetaria | 0,3 |
| Situación económica interna | 0,3 |
| Otros ^{2/} | 1,7 |

^{1/} Este promedio indica la importancia media de cada variable (ver Recuadro 1 del informe de febrero de 2012).

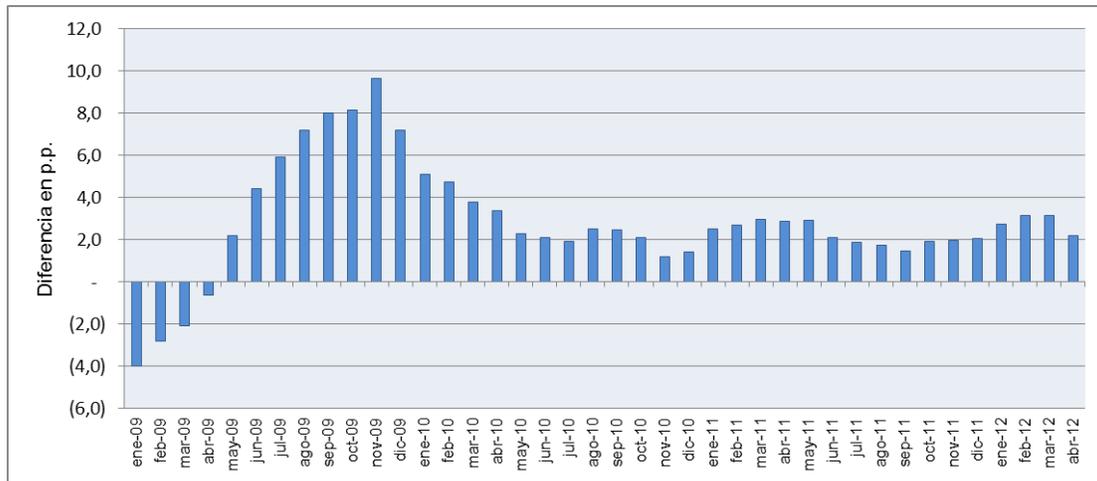
^{2/} Intervenciones del BCCR en mercado cambiario, déficit en cuenta corriente, situación fiscal, gasto en consumo, situación económica internacional, entre otros.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Según el gráfico 1, en mayo de 2011, los informantes esperaban que la inflación interanual en abril 2012 se ubicara en 6,9%, en tanto la inflación interanual observada fue de 4,7%, con una diferencia de 2,2 p.p. Esta diferencia se ha ubicado en 2,4 p.p. en promedio desde enero 2011, ello a pesar de que el BCCR ha realizado un esfuerzo en cuanto al control de la inflación y ha proporcionado una mayor información al público sobre la política monetaria, manteniendo durante los últimos 33 meses la inflación interanual dentro del rango meta establecido por el BCCR en su programación macroeconómica, excepto algunos desvíos en tres meses del 2010.

² A partir de la encuesta de enero de 2012 se consulta esta pregunta en forma abierta.

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 marzo 2012



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El Banco Central de Costa Rica adicionalmente calcula expectativas de inflación implícitas en las transacciones de títulos de deuda costarricense por medio de dos metodologías, la de inflación de equivalencia (IE) y la de compensación de inflación (CI)³. En abril de 2012 no hubo transacciones de títulos de deuda pública⁴ nominales e indexados transados en fechas similares con vencimientos similares lo que impidió realizar el cálculo.

Finalmente, es preciso indicar que en el tanto existan desvíos positivos entre la expectativa de inflación y el objetivo inflacionario de la Autoridad Monetaria (1,2 p.p. en el presente caso) se dificulta el control de la inflación, ya que los agentes económicos tenderán a incorporar en sus decisiones (contratos, fijaciones de precios de los bienes y servicios que producen, negociaciones salariales) un valor de la inflación superior a la meta del Banco Central, por lo que este tendrá que adoptar una postura de política monetaria que reafirme su compromiso con el objetivo inflacionario para evitar que se materialicen las opiniones del público en la inflación.

1.2 Expectativas de tipo de cambio

Dado un nivel de tipo de cambio de referencia de compra de $\text{¢}502,58^5$, las expectativas para dicha variable son:

- $\text{¢}508,7$ por dólar al 30 de junio de 2012 (3 meses).
- $\text{¢}513,4$ por dólar al 30 de setiembre de 2012 (6 meses).
- $\text{¢}517,6$ por dólar al 31 de marzo de 2013 (12 meses).

³ En el informe de enero 2012 se detalla el cálculo de ambas metodologías.

⁴ Títulos de deuda pública en las que el emisor es el BCCR o el Gobierno Central.

⁵ Tipo de cambio de referencia de compra al 31 de marzo del 2012.

En términos porcentuales las variaciones esperadas son de 1,2%, 2,1% y 3,0% respectivamente. Al anualizar para los horizontes de tres y seis meses se obtienen valores de 5,0% y 4,3% en cada caso.

Los principales resultados de la expectativa se observan en el siguiente cuadro:

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

Consulta realizada en abril 2012

| | Niveles de tipo de cambio | | | Variaciones de tipo de cambio | | |
|------------------------------|---------------------------|---------|----------|-------------------------------|----------|----------|
| | 3 meses | 6 meses | 12 meses | 3 meses | 6 meses | 12 meses |
| Promedio | ¢508,7 | ¢513,4 | ¢517,6 | 1,2% | 2,1% | 3,0% |
| <i>Analistas financieros</i> | ¢507,9 | ¢512,6 | ¢517,1 | 1,1% | 2,0% | 2,9% |
| <i>Resto de consultados</i> | ¢509,7 | ¢514,5 | ¢518,2 | 1,4% | 2,4% | 3,1% |
| Mediana | ¢507,0 | ¢510,0 | ¢515,0 | 0,9% | 1,5% | 2,5% |
| Moda | ¢505,0 | ¢510,0 | ¢520,0 | 0,5% | 1,5% | 3,5% |
| Desviación estándar | ¢5,6 | ¢8,0 | ¢10,5 | 1,1 p.p. | 1,6 p.p. | 2,1 p.p. |
| Valor mínimo | ¢497,8 | ¢499,6 | ¢502,0 | -1,0% | -0,6% | -0,1% |
| Valor máximo | ¢520,0 | ¢530,0 | ¢540,0 | 3,5% | 5,5% | 7,4% |
| Decil 1 | ¢503,0 | ¢503,9 | ¢504,2 | 0,1% | 0,3% | 0,3% |
| Decil 9 | ¢520,0 | ¢526,0 | ¢533,6 | 3,5% | 4,7% | 6,2% |
| Cantidad de respuestas | 47 | 47 | 47 | 47 | 47 | 47 |

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

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 abril 2012

| A tres meses | A 6 meses | A 12 meses |
|---|---|---|
| Comportamiento observado del tipo de cambio | Comportamiento observado del tipo de cambio | Déficit fiscal |
| Mercado de divisas | Déficit de cuenta corriente | Comportamiento observado del tipo de cambio |
| Precios internacionales de materias primas | Mercado de divisas | Déficit de cuenta corriente |
| Déficit fiscal | Déficit fiscal | Inversión extranjera directa |
| Evolución de las exportaciones | Entradas de capitales | Precios internacionales de materias primas |
| Evolución de la economía internacional | Precios internacionales de materias primas | Mercado de divisas |
| Expectativas de la situación fiscal | Inflación observada | Reservas internacionales |
| Política monetaria del BCCR | Reservas internacionales | Evolución de la economía internacional |
| Entradas de capitales | Expectativas de la situación fiscal | Paridad de poder de compra |
| | Política monetaria del BCCR | Expectativas de la situación fiscal |
| | Inversión extranjera directa | Política monetaria del BCCR |
| | | Entradas de capitales |

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Las expectativas de variación de tipo de cambio también puede derivarse del comportamiento del mercado financiero por medio de la información contenida en el 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 de 2011 a abril de 2012 se puede apreciar en el cuadro 5⁶.

⁶ En los informes de junio y julio 2011 se incluye un recuadro que detalla la metodología para el cálculo de las expectativas de mercado del tipo de cambio.

Tanto los resultados obtenidos en la encuesta como los derivados del mercado financiero, reflejan desde enero de 2011 hasta abril de 2012, depreciaciones esperadas en la moneda nacional.

Cuadro 5. Variación del tipo de cambio esperado a partir del cálculo de tipo de cambio futuro y de la encuesta.

Enero 2011 a abril 2012

| Mes de la encuesta | Encuesta mensual de expectativas | | | Variación implícita tipo de cambio futuro ^{1/} | | | 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 | 0,9% | 2,4% | 3,8% | 1,0% | 2,5% | 5,7% | 0,1 | 0,2 | 1,9 |
| feb-11 | 1,4% | 2,6% | 4,4% | 1,0% | 2,5% | 5,7% | -0,3 | -0,1 | 1,2 |
| mar-11 | 1,8% | 3,1% | 5,1% | 1,0% | 2,6% | 5,7% | -0,7 | -0,5 | 0,6 |
| abr-11 | 1,8% | 3,0% | 4,8% | 1,0% | 2,6% | 5,7% | -0,7 | -0,4 | 0,9 |
| may-11 | 1,8% | 3,2% | 5,1% | 1,0% | 2,6% | 5,7% | -0,7 | -0,6 | 0,6 |
| jun-11 | 2,0% | 2,8% | 4,9% | 1,0% | 2,6% | 5,1% | -1,0 | -0,1 | 0,2 |
| jul-11 | 1,5% | 2,8% | 4,4% | 0,2% | 0,9% | 2,6% | -1,3 | -1,9 | -1,7 |
| ago-11 | 1,1% | 2,0% | 3,4% | 0,2% | 0,9% | 2,6% | -0,9 | -1,1 | -0,7 |
| sep-11 | 1,0% | 1,6% | 3,0% | 0,2% | 0,9% | 2,7% | -0,8 | -0,7 | -0,4 |
| oct-11 | 1,7% | 2,1% | 3,7% | 0,3% | 1,0% | 2,8% | -1,4 | -1,1 | -0,8 |
| nov-11 | 0,8% | 2,0% | 3,6% | 0,2% | 0,9% | 2,8% | -0,6 | -1,0 | -0,8 |
| dic-11 | 1,7% | 2,8% | 4,3% | 0,6% | 1,3% | 3,0% | -1,0 | -1,5 | -1,3 |
| ene-12 | 1,2% | 2,0% | 3,5% | 0,3% | 0,9% | 2,9% | -0,8 | -1,1 | -0,6 |
| feb-12 | 1,2% | 2,0% | 3,2% | 0,3% | 0,9% | 3,1% | -0,9 | -1,1 | -0,1 |
| mar-12 | 1,1% | 2,0% | 3,3% | 0,3% | 1,0% | 3,0% | -0,8 | -1,0 | -0,3 |
| abr-12 | 1,2% | 2,1% | 3,0% | 0,3% | 1,0% | 3,0% | -0,9 | -1,1 | 0,0 |

^{1/} 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

Según el cuadro 5, desde febrero de 2011 las expectativas a 3 y 6 meses de la encuesta tienden a ser mayores que las expectativas implícitas de los diferenciales de tasas de interés en colones y en dólares (0,9 p.p. en promedio). Por otro lado, las expectativas a 12 meses de la encuesta tienden a ser menores que las expectativas de mercado desde enero de 2011 hasta junio de 2011 (0,9 p.p. en promedio), situación que se revierte a partir de julio (0,7 p.p. en promedio).

Ambas expectativas de tipo de cambio (encuesta y mercado), presentan errores de pronóstico. La raíz del error cuadrático medio que se observa en el cuadro 6 indica que el error obtenido según las expectativas de mercado tiende a ser levemente menor para los tres horizontes que el obtenido de la encuesta mensual.

Cuadro 6. Raíz del error cuadrático medio de la expectativa de variación del tipo de cambio a tres, seis y doce meses para la encuesta mensual y para el cálculo de tipo de cambio futuro

| | A tres meses ^{1/} | A seis meses ^{2/} | A doce meses ^{3/} |
|----------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| Encuesta | 0,3 | 0,7 | 2,1 |
| Mercado | 0,2 | 0,5 | 1,6 |

^{1/} Contiene información de errores porcentuales de marzo 2011 a abril 2012

^{2/} Contiene información de errores porcentuales de junio 2011 a abril 2012

^{3/} Contiene información de errores porcentuales de diciembre 2011 a abril 2012

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

2. Comentarios de los encuestados

Los comentarios indicados por los informantes son:

1. (Expectativa de inflación: 5,5% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 3,5%). “El tema fiscal vuelve a la palestra esta semana con las repentinas salidas de Fernando Herrero y Francisco Villalobos. Indistintamente que haya más claridad alrededor de la reforma, con el visto bueno de la Sala Constitucional, el proyecto pierde a sus dos principales implementadores”.
2. (Expectativa de inflación: 6,5% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 1,7%). “Costa Rica mantiene un crecimiento lento y desempleo persistente, principalmente en el sector servicios, por todo el 2012. Asume política fiscal y monetaria moderadamente contractiva en el corto plazo”.
3. (Expectativa de inflación: 8,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 1,5%). “Al final de los próximos doce meses, el factor de las finanzas públicas va a afectar expectativas de tipo de cambio y esto se manifestará en la inflación”.
4. (Expectativa de inflación: 7,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 1,5%). “Contexto externo mejora y tiende a estabilizarse y pareciera se aleja posibilidad de crisis global. Economía crece a tasas satisfactorias. Es muy probable que se llegue a aprobar el proyecto de sostenibilidad fiscal, lo cual sería un excelente mensaje hacia el exterior”.
5. (Expectativa de inflación: 6,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 5,5%). “La inflación y el tipo de cambio están sujetos a la efectividad fiscal y la posible aplicación de la reforma fiscal”.
6. (Expectativa de inflación: 7,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 5,9%). “Después del fallo de la sala IV que declaró inconstitucional el paquete fiscal, queda por analizar si el gobierno focalizaría la financiación del déficit por medio de colocación de bonos en el mercado local, podría suponer presiones de alza de tasa de interés local que lleguen a estimular una entrada de capital y suavice, consecuentemente, el nivel devaluación y frene un crecimiento en la inflación esperada”.
7. (Expectativa de inflación: 8,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 3,5%). “Hay incertidumbre en el ambiente por inseguridad en rumbo de la economía. Eso puede afectar las expectativas”
8. (Expectativa de inflación: 9,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 1,5%). “Con inflación controlada, y presión al alza en las tasas de inflación, por qué no correr un modelo que me indique la posibilidad de emisión de moneda que permita cumplir con las metas de inflación”.
9. (Expectativa de inflación: 6,5% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 0,3%). “Los acontecimientos del último mes en materia fiscal generan gran incertidumbre y preocupación por la evolución de la economía”.
10. (Expectativa de inflación: 6,5% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 4,5%). “El segundo semestre se vislumbra, según la última publicación del Ministerio de Hacienda, un poco halagador para los emisores ya que se pasa a subastas quincenales, lo

cual podría generar una estabilidad en tasas, sin embargo con la no aprobación del plan fiscal esto podría no ser así”.