



---

**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 setiembre de 2011**

**Diciembre, 2011**

---

## Nota Técnica

**Objetivo de la encuesta.** Solicitar mensualmente la opinión sobre las expectativas de inflación y tipo de cambio a un grupo de especialistas 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.

**Aspectos metodológicos y diseño de la muestra.** La encuesta la ejecuta el Banco Central de Costa Rica de forma periódica, desde enero 2006, a partir del tercer día hábil de cada mes, una vez publicado el Índice de Precios al Consumidor (IPC) por el INEC.

La población bajo 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. El total de la muestra está conformado por 60 personas clasificadas en dos estratos: analistas financieros (conforman el 55% de la muestra) y resto de informantes (incluye a consultores, académicos y empresarios).

## 1. Principales resultados

La encuesta, realizada entre el 5 y el 14 de setiembre de 2011, alcanzó una tasa de respuesta de 85,0% y sus principales resultados se presentan a continuación<sup>1</sup>:

### 1.1 Expectativa de inflación

De acuerdo con los resultados, los informantes esperan una inflación interanual de 6,3% al 31 de agosto del 2012, lo que comparado con el rango meta de inflación de 4,0% ( $\pm 1$  p.p.)<sup>2</sup>, establecido por el Banco Central para ese año, indica que las expectativas se encuentran un 1,3 p.p. sobre el límite superior del rango meta. Este resultado es coherente con lo manifestado por los informantes, en el sentido de que la meta anunciada no es uno de los principales factores que toman en cuenta al formular la expectativa 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 enero y setiembre 2011

	2011								
	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Setiembre
Promedio	6,8%	6,9%	7,2%	7,3%	6,9%	6,6%	6,8%	6,4%	6,3%
Analistas financieros	6,8%	6,8%	7,2%	7,2%	7,2%	6,7%	7,0%	6,7%	6,4%
Resto de consultados	6,7%	7,1%	7,2%	7,5%	6,5%	6,4%	6,6%	6,1%	6,1%
Mediana	6,8%	6,8%	7,0%	7,0%	7,0%	6,5%	6,5%	6,0%	6,0%
Moda	7,0%	6,0%	8,0%	7,0%	6,0%	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.	1,0 p.p.
Valor mínimo	4,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	5,0%	4,0%	5,0%
Valor máximo	11,0%	10,0%	12,0%	12,0%	10,5%	9,0%	10,5%	12,0%	10,0%
Decil 1	5,1%	5,6%	5,4%	5,7%	5,0%	5,5%	5,5%	5,0%	5,0%
Decil 9	8,0%	8,5%	9,0%	9,2%	9,0%	8,0%	8,0%	8,0%	7,4%
Cantidad de respuestas	50	50	49	47	47	46	48	52	51

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

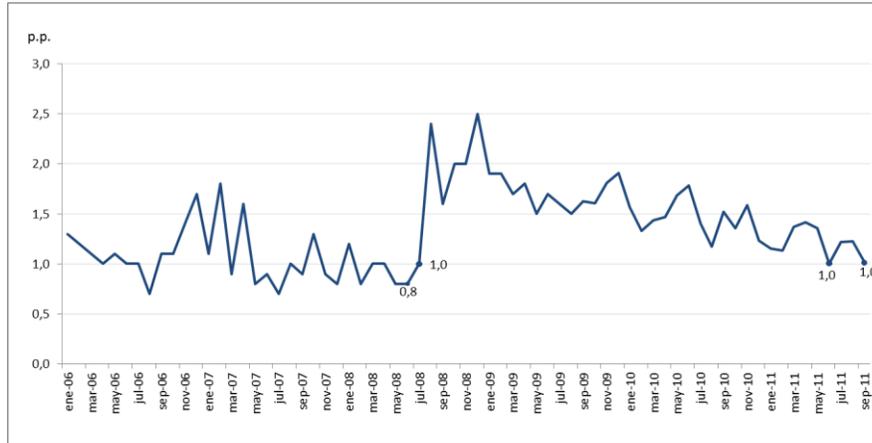
Para el mes de setiembre, la expectativa es la mínima observada desde que inició la encuesta, lo que favorece el rumbo hacia un esquema de metas de inflación, donde la expectativa del grupo de analistas financieros disminuyó en 0,3 puntos porcentuales con respecto al mes anterior e igualmente es la mínima inflación esperada por este grupo desde que inició la encuesta.

Si se obtiene la media truncada de los datos excluyendo el 10%, 15% y aún el 20%, la expectativa media es de 6,2%, asociado a una desviación con respecto a la media de 1,0 p.p., que es la mínima desde setiembre 2008, lo que indica una mayor concentración de los datos alrededor del valor (6,3%).

<sup>1</sup> En esta encuesta se realizó una rotación o sustitución del 15% de la muestra.

<sup>2</sup> Según la revisión del Programa Macroeconómico del Banco Central de Costa Rica para el 2011-2012.

**Gráfico 1. Desviación estándar de la expectativa media de inflación a doce meses**  
Enero 2006 a setiembre 2011



Fuente: Banco Central de Costa Rica

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 setiembre 2011

Toman en cuenta para la formulación de la expectativa de inflación:	Promedio <sup>1/</sup>
Precios internacionales esperados del petróleo y otras materias primas.	7,34
Precios internacionales observados del petróleo y otras materias primas.	7,24
Expectativas de variación del tipo de cambio.	6,91
Evolución reciente del IPC.	6,71
Evolución reciente del tipo de cambio.	6,26
Resultado fiscal observado.	5,98
Anuncio de la meta de inflación del Banco Central.	5,46
Resultado fiscal esperado.	5,26
Política salarial vigente.	3,43
Otro	1,75

<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.

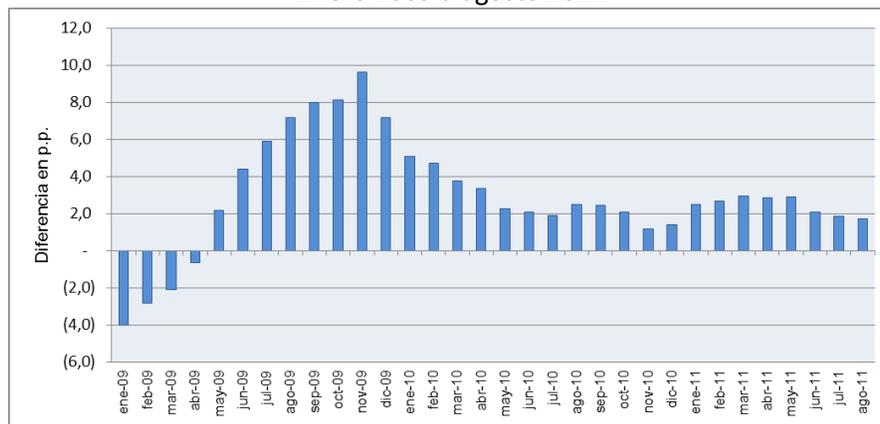
La evolución observada y esperada sobre los precios internacionales del petróleo y de otras materias primas importadas son los principales factores que determinan la formación de la expectativa de inflación de acuerdo con los encuestados. Asimismo, estas variables fueron las principales causas, indicadas por los participantes en la encuesta, desde marzo 2011<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> La encuesta separa la evolución y las expectativas sobre los precios internacionales del petróleo y otras materias primas desde marzo 2011.

Entre las otras variables indicadas por los informantes en la formación de sus expectativas están: las pérdidas del Banco Central, la evolución del diferencial de tasas de interés internas y externas, el crecimiento moderado de la demanda interna, el entorno económico externo considerando a Estados Unidos y Europa, la inversión extranjera directa, la política de determinación de precios de bienes y servicios regulados así como las menores presiones inflacionarias a nivel internacional.

Según el gráfico 2, en setiembre 2010, los informantes esperaban que la inflación interanual en agosto 2011 se ubicara en 7,0%, en tanto la inflación interanual observada fue de 5,3%, con una diferencia de 1,7 p.p., lo cual ocurre en un contexto en el que la inflación acumulada a agosto es de 3,4% y la variación interanual promedio de enero 2010 a agosto 2011 se ubica en 5,4%.

**Gráfico 2. 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.

## 1.2 Expectativas de tipo de cambio

La encuesta consulta expectativas a 3, 6 y 12 meses a partir del 31 de agosto del 2011, dado un nivel del tipo de cambio de referencia de compra de 505,91<sup>4</sup> colones por dólar. Los resultados indican que se esperan incrementos en el tipo de cambio de 1,0%, 1,6% y 3,0% respectivamente. Las expectativas a tres y seis meses, anualizadas, fueron 4,1% y 3,2% para cada caso.

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.

<sup>4</sup> Tipo de cambio de referencia de compra al 31 de agosto del 2011.

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

Consulta realizada en setiembre 2011

	Niveles de tipo de cambio			Variaciones de tipo de cambio		
	3 meses	6 meses	12 meses	3 meses	6 meses	12 meses
Promedio	¢511,0	¢513,9	¢521,3	1,0%	1,6%	3,0%
<i>Analistas financieros</i>	¢510,1	¢513,2	¢522,1	0,8%	1,4%	3,2%
<i>Resto de consultados</i>	¢512,3	¢514,8	¢520,3	1,3%	1,8%	2,9%
Mediana	¢510,0	¢514,0	¢520,0	0,8%	1,6%	2,8%
Moda	¢510,0	¢510,0	¢530,0	0,8%	0,8%	4,8%
Desviación estándar	¢7,2	¢9,2	¢12,0	1,4 p.p.	1,8 p.p.	2,4 p.p.
Valor mínimo	¢500,0	¢499,0	¢498,0	-1,2%	-1,4%	-1,6%
Valor máximo	¢513,2	¢530,0	¢550,9	5,0%	4,8%	8,9%
Decil 1	¢502,0	¢500,0	¢506,0	-0,8%	-1,2%	0,0%
Decil 9	¢520,0	¢525,9	¢538,4	2,8%	4,0%	6,4%
Cantidad de respuestas	49	49	49	49	49	49

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 setiembre 2011

A tres meses	A 6 meses	A 12 meses
Tipo de cambio observado	Tipo de cambio observado	Déficit fiscal
Mercado de divisas	Déficit fiscal	Evolución de la economía internacional
Precios internacionales de las materias primas	Mercado de divisas	Tipo de cambio observado
Evolución de la economía nacional	Precios internacionales de las materias primas	Tasas de interés internas
Déficit fiscal	Evolución de la economía internacional	Déficit de cuenta corriente
Inversión Extranjera Directa	Déficit de cuenta corriente	Mercado de divisas
	Inversión Extranjera Directa	Precios internacionales de las materias primas
	Diferencial inflacionario	Inversión Extranjera Directa
	Entradas de capitales	Política monetaria de Costa Rica y de Estados Unidos
	Política monetaria del BCCR	Impacto de situación internacional
		Expectativas de la situación fiscal
		Evolución de la economía nacional
		Tasas de crecimiento del PIB de CR y de Estados Unidos

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 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 setiembre 2011 se puede apreciar en el cuadro 5<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> En los informes de junio y julio se incluye un recuadro que detalla la metodología.

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

**Enero a setiembre del 2011**

Mes de la encuesta	Encuesta mensual de expectativas (%)			Expectativas de mercado (%)			Diferencial entre ambas expectativas (p.p.)		
	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	5.69	0.15	0.18	1.93
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	5.73	-0.75	-0.61	0.64
jun-11	1.98	2.78	4.91	0.98	2.63	5.10	-1.00	-0.15	0.18
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
sep-11	1.01	1.58	3.05	0.25	0.89	2.65	-0.76	-0.68	-0.40

<sup>17</sup> El cálculo utiliza las tasas de interés pasivas de los bancos estatales en colonos 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 menores de 1,0 p.p. en el mes de setiembre, 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.

**2. Comentarios de los encuestados**

Adicionalmente algunos informantes agregaron los siguientes comentarios:

1. (Expectativa de inflación: 6,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 2,8%). “La situación externa es difícil por la evolución de la crisis en Europa y en EE.UU. se empieza a complicar. Internamente nos preocupa el tema fiscal, el nivel de gastos del Gobierno y que no haya más ingresos a los que podamos echar mano, salvo más impuestos, que en épocas recesivas no debiera ser la solución”.
2. (Expectativa de inflación: 9,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 1,8%). “La economía mundial vive momentos de incertidumbre los cuales podrían afectar a nuestro país”.
3. (Expectativa de inflación: 5,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 0,8%). “Si la situación económica mundial no se deteriora tanto como se está previendo, ello podría presionar al alza los precios de petróleo y alimentos, lo cual también presionará más la inflación interna, la cual podría situarse más cerca del 6%”.
4. (Expectativa de inflación: 7,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 0,8%). “Posiblemente habría una ligera tendencia al alza del tipo de cambio conforme las señales de la apreciación del colón son asimiladas y se aclara el panorama de escaso dinamismo de exportaciones. Las perspectivas poco favorables de crecimiento mundial causarían un movimiento de regreso al dólar, el cual eventualmente se estabilizará”.
5. (Expectativa de inflación: 7,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 6,1%). “Me parece importante -a nivel personal- y para el mes en estudio que las estimaciones propuestas van a estar influenciadas por el comportamiento que en las próximas semanas se tenga sobre los siguientes aspectos. 1. La estabilización financiera y económica, la que en caso de no darse podría provocar el ingreso de capitales y una desaceleración en la demanda externa que podría afectar el nivel de consumo y consecuentemente los niveles estimados de inflación. 2. Va a ser determinante la

concretización de una posible reforma fiscal, porque si no existe un acuerdo antes de 3 meses sería factible prever presiones sobre la tasa de interés local, lo que podría tener presiones mayores sobre el nivel actual del tipo de cambio”.

6. (Expectativa de inflación: 5,3% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: -1,2%). “La coyuntura económica mundial y de Estados Unidos en particular, junto con la política monetaria de la FED, no parecen favorecer un dólar más fuerte”.
7. (Expectativa de inflación: 6,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 3,8%). “Deberían permitir que Gobierno y entidades públicas acudan al MONEX como todo el mundo puede”.
8. (Expectativa de inflación: 5,5% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 1,8%). “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”.
9. (Expectativa de inflación: 5,3% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 0,2%). “Las expectativas de los agentes económicos sobre la inflación y el tipo de cambio afectarán las variables. La política cambiaria, monetaria y otras medidas del BCCR también influirán en las variables, así como la situación de la economía internacional”.
10. (Expectativa de inflación: 6,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 2,8%). “Considerar el manejo de tasas bajas, dado el menor flujo de dólares, podría golpear al sector financiero un alza de tasas en poco tiempo”.
11. (Expectativa de inflación: 5,2% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 1,8%). “Continúa dándose un alto grado de incertidumbre respecto a la situación económica internacional, así como con relación a la economía doméstica en aspectos tales como déficit fiscal, entre otros”.