

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

**RESUMEN EJECUTIVO**

La aplicación de la encuesta mensual de expectativas de inflación y de variación del tipo de cambio de febrero 2011 se realizó entre el 3 y el 14 del mismo mes; se obtuvo una tasa de respuesta de 83,3% (50 respuestas), un 78,8% de analistas bursátiles y financieros y un 88,9% del resto de informantes de la muestra.

Los principales resultados de la encuesta son los siguientes:

- La inflación esperada para el periodo 1 de febrero del 2011 al 31 de enero del 2012 es en promedio 6,9%, valor superior en 0,1 p.p. sobre las expectativa de inflación recopilada en el mes de enero (6,8%) y 2,9 p.p. superior al punto medio del rango meta de inflación establecido para el 2012 en el Programa Macroeconómico del Banco Central de Costa Rica para el 2011-2012 [4,0% ( $\pm 1$  p.p.)].
- La principal variable considerada por los informantes para la formulación de la expectativa de inflación a doce meses es el precio internacional del petróleo y otras materias primas.
- La expectativa de variación del tipo de cambio a tres, seis y doce meses es 1,4%, 2,6% y 4,4% respectivamente. Las variaciones anualizadas para los dos primeros horizontes son 5,6% y 5,3%.
- La principal variable considerada por los informantes para la formulación de su expectativa de tipo de cambio según el horizonte consultado es: a tres y doce meses, las tasas de interés internacionales: diferenciales en tasas de interés, expectativas, arbitraje, mientras que a seis meses consideran el déficit fiscal.

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

La muestra total de esta encuesta está conformada por 60 personas clasificadas en dos estratos: analistas financieros y resto de informantes (este segundo grupo conformado por consultores, académicos y empresarios).

El porcentaje de respuesta alcanzado en la encuesta realizada entre el 3 y el 14 de febrero del 2011, que recopilan las expectativas de los agentes económicos en las variables inflación y tipo de cambio, fue de un 83,3%<sup>1</sup>. Los principales resultados se presentan a continuación:

**EXPECTATIVA DE INFLACIÓN**

De acuerdo con los resultados, la expectativa de inflación fue de 6,9% para un período de doce meses hacia adelante (t+12) comprendido para esta ocasión entre el 1 de febrero del 2011 y el 31 de enero del 2012, valor mayor al registrado en los cuatro meses anteriores.

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

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

Consultas realizadas entre diciembre 2010 y febrero 2011

	2010	2011	
	Diciembre	Enero	Febrero
Promedio	6,5%	6,8%	6,9%
Analistas financieros	6,4%	6,8%	6,8%
Resto de consultados	6,7%	6,7%	7,1%
Mediana	6,3%	6,8%	6,8%
Moda	6,0%	7,0%	6,0%
Desviación estándar	1,2 p.p.	1,2 p.p.	1,1 p.p.
Valor mínimo	4,5%	4,5%	5,0%
Valor máximo	11,0%	11,0%	10,0%
Decil 1	5,0%	5,1%	5,6%
Decil 9	8,0%	8,0%	8,5%
Cantidad de respuestas	48	50	50

Fuente: Elaboración propia.

<sup>1</sup> Desde enero 2009 a la fecha el tamaño de la muestra se ha venido incrementando y los porcentajes de respuesta han oscilado entre 63,3% y 87,0%.

Para esta ocasión, el estrato “resto de informantes”, ajustó su propia expectativa al alza con respecto a los pasados cinco meses, en tanto los analistas financieros mantuvieron su expectativa con respecto a enero 2011.

Cabe mencionar que en general, el valor mínimo citado pasó de un 4,5% a un 5,0% mientras que el punto medio del rango meta de inflación establecido para el 2012 en el Programa Macroeconómico del Banco Central de Costa Rica para el 2011-2012 se mantuvo en 4,0%.

Desde octubre 2010 se consultan los principales factores considerados por los informantes para la formulación de su expectativa enmarcados en las opciones mencionadas en el cuadro 2. En esta ocasión la principal variable a la que se hace referencia como un factor determinante para la formación de la expectativa de inflación fue el precio internacional del petróleo y otras materias primas. Sin embargo, es importante considerar que desde noviembre 2010 lo que señalaban los informantes como elemento considerado para formular su expectativa de inflación fue la evolución reciente del IPC.

Por su parte, el anuncio de la meta de inflación del Banco Central de Costa Rica hasta ahora no ha sido un factor relevante dentro del proceso de formulación de las expectativas de inflación de los informantes de esta encuesta, puesto que desde que se incluyó la pregunta, se ubica consistentemente en quinto lugar.

El resto de factores que explican la expectativa de inflación a doce meses se muestran en el cuadro 2 donde, en primer lugar con un promedio de 6,4 se ubican los precios internacionales del petróleo y otras materias primas, en segundo lugar con un promedio de 4,9 la evolución reciente del IPC y el resultado fiscal.

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

Consulta realizada en febrero 2011

Toman en cuenta para la formulación de la expectativa de inflación:	Promedio <sup>1/</sup>
Precios internacionales del petróleo y otras materias primas	6,4
Evolución reciente del IPC	4,9
Resultado fiscal	4,9
Expectativa de variación del tipo de cambio	4,1
Anuncio de la meta de inflación del Banco Central	3,7
Política salarial	2,8
Otro	1,8

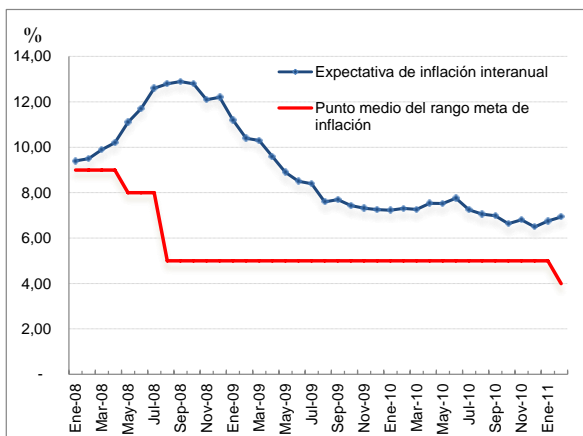
<sup>1/</sup> Este promedio indica la importancia media de cada variable. Para su cálculo se solicitó a los informantes que asignaran un valor de 0 a 6 a algunas variables según su importancia en la explicación de la expectativa de inflación. Si la variable no es considerada en la formación de la expectativa se le asigna un puntaje de cero.

Fuente: Elaboración propia.

Los informantes tienen la posibilidad de indicar qué otras variables consideran en la formación de sus expectativas y para esta ocasión mencionaron la desconfianza en el futuro económico nacional e internacional, los ajustes de precios de bienes y servicios regulados y la política monetaria del BCCR, entre otros.

**Gráfico 1a. Comportamiento de la expectativa de inflación y la meta de inflación establecida para t+12**

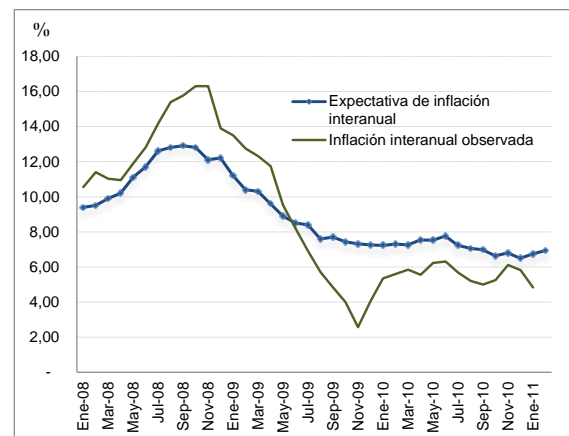
Enero 2008 a febrero 2011



Fuente: Elaboración propia.

**Gráfico 1b. Comportamiento de la expectativa de inflación y la inflación observada**

Enero 2008 a febrero 2011



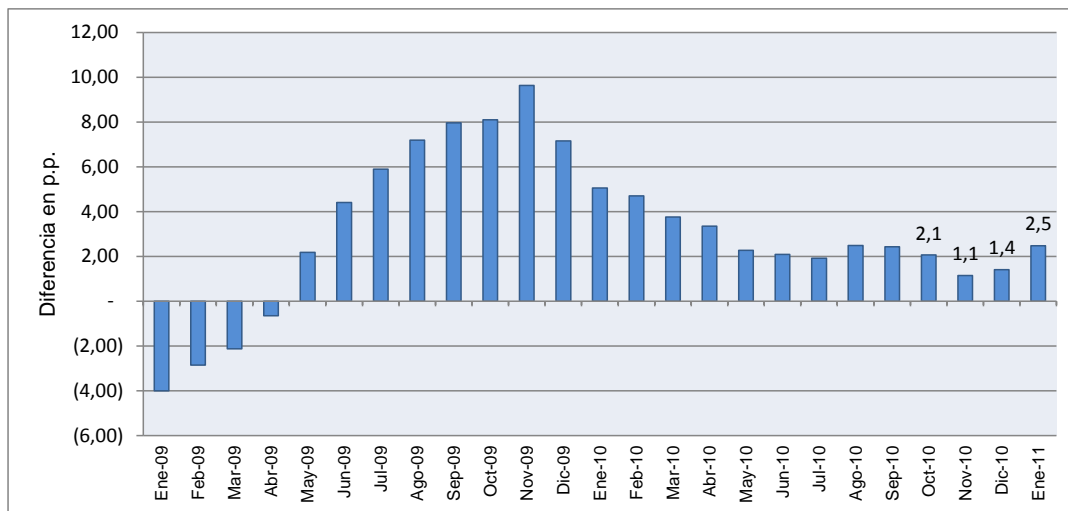
Fuente: Elaboración propia.

El Programa Macroeconómico del Banco Central de Costa Rica para el 2011-2012, estableció una meta de inflación del 4,0% ( $\pm 1$  p.p.) para el 2012 y como se observa en el gráfico 1a, la expectativa de inflación que indicaron los informantes al 31 de enero del 2012 fue de 6,9%, lo que muestra una diferencia respecto a la meta del BCCR de 2,9 p.p. Asimismo la diferencia entre la inflación interanual observada y la expectativa de inflación de enero 2011 fue de 1,9 p.p. (gráfico 1b).

Para el cierre de enero 2011 los informantes habían manifestado una expectativa de inflación de 7,3% (en t-12), en tanto la inflación observada fue de 4,8%, diferencia de 2,5 p.p. (gráfico 2).

**Gráfico 2. Diferencias absolutas entre la expectativa media de inflación a doce meses obtenida en el mes t-12 y la inflación interanual observada en t**

Enero 2009 a enero 2011



Fuente: Elaboración propia.

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

Las expectativas de tipo de cambio se consultan para tres horizontes de tiempo, en esta aplicación se solicitó, dado un nivel de 500,85 colones por dólar, la expectativa del tipo de cambio al finalizar cada una de las siguientes fechas:

- Al 30 de abril del 2011 (3 meses).

- Al 31 de julio del 2011 (6 meses).
- Al 31 de enero 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 febrero 2011

	Niveles de tipo de cambio			Variaciones de tipo de cambio		
	3 meses	6 meses	12 meses	3 meses	6 meses	12 meses
Promedio	¢507,7	¢514,0	¢523,0	1,4%	2,6%	4,4%
<i>Analistas financieros</i>	¢509,16	¢514,6	¢523,5	1,7%	2,7%	4,5%
<i>Resto de consultados</i>	¢506,0	¢513,4	¢522,5	1,0%	2,5%	4,3%
Mediana	¢508,0	¢512,0	¢520,0	1,4%	2,2%	3,8%
Moda	¢510,0	¢510,0	¢520,0	1,8%	1,8%	3,8%
Desviación estándar	¢6,7	¢10,7	¢13,9	1,3 p.p.	2,1 p.p.	2,8 p.p.
Valor mínimo	¢489,0	¢480,0	¢500,0	-2,4%	-4,2%	-0,2%
Valor máximo	¢530,0	¢540,0	¢560,0	5,8%	7,8%	11,8%
Decil 1	¢500,0	¢501,6	¢505,0	-0,2%	0,1%	0,8%
Decil 9	¢516,2	¢526,0	¢540,0	3,1%	5,0%	7,8%
Cantidad de respuestas	47	47	47	47	47	47

Fuente: Elaboración propia

A partir de los niveles promedio esperados por los informantes se calcularon las variaciones porcentuales, siendo de 1,4%, 2,6% y 4,4% para los horizontes de tres, seis y doce meses respectivamente. Las expectativas a tres y seis meses, anualizadas, fueron de 5,6% y 5,3% para cada caso. Se observa desde la consulta de setiembre 2010 que la expectativa de variación anual en los horizontes de seis y de doce meses se ha reducido.

Si se toma como referencia únicamente el valor mínimo para cada horizonte, se observan apreciaciones de la moneda nacional, según el cuadro 3, siendo el horizonte de tres meses donde más informantes consideran que se va a presentar una apreciación en el colón respecto al dólar (cinco observaciones), seguido del horizonte de seis meses (cuatro observaciones) y solamente una persona considera que se va a apreciar el colón al horizonte de doce meses.

Los principales elementos que tomaron en consideración los encuestados para la formulación de las expectativas de tipo de cambio, que se observan en el cuadro 4, para los tres horizontes

consultados, son las tasas de interés internacionales: diferenciales en tasas de interés, expectativas y arbitraje; el tipo de cambio observado o evolución del tipo de cambio; la recuperación de la economía internacional (Estados Unidos y/o resto del mundo); la intervención del BCCR y control monetario; y la aceleración de la Inversión Extranjera Directa (IED). En el cuadro 4 se muestra para el horizonte de tres meses el 63,6% de los elementos que tomaron en cuenta para formular las expectativas en orden de importancia. Para el horizonte de seis meses se menciona el 62,7% y para el de doce meses el 61,2%.

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

Consulta realizada en febrero 2011

Tres meses	Seis meses	Doce meses
Tasas de interés internacionales: diferenciales en tasas de interés, expectativas, arbitraje.	Déficit fiscal.	Tasas de interés internacionales: diferenciales en tasas de interés, expectativas, arbitraje.
Tipo de cambio observado o evolución del tipo de cambio.	Tasas de interés internacionales: diferenciales en tasas de interés, expectativas, arbitraje.	Intervención del BCCR y control monetario.
Cuentas de la balanza de pagos.	Aceleración de la Inversión Extranjera Directa (IED).	Tasas de crecimiento de la economía y expectativas de la evolución económica.
Recuperación de la economía internacional (Estados Unidos y/o resto del mundo)	Crecimiento de las importaciones: valor de las importaciones e importación de petróleo y materias primas	Mayor flujo de capitales.
Ingreso de dólares a la economía y/o mayor oferta de divisas.	Recuperación de la economía internacional (Estados Unidos y/o resto del mundo)	Déficit fiscal.
Intervención del BCCR y control monetario.	Intervención del BCCR y control monetario.	Aceleración de la Inversión Extranjera Directa (IED).
Mayor flujo de capitales.	Política monetaria y cambiaria de CR.	Recuperación de la economía internacional (Estados Unidos y/o resto del mundo)
Política monetaria y cambiaria de CR.	Tasas de crecimiento de la economía y expectativas de la evolución económica.	Inflación nacional e internacional.
Aceleración de la Inversión Extranjera Directa (IED).	Inflación nacional e internacional.	
Oferta y demanda de divisas.	Expectativas del tipo de cambio.	
<b>Acumula el 63,6%</b>	<b>Acumula el 62,7%</b>	<b>Acumula el 61,2%</b>

Fuente: Elaboración propia

Adicionalmente algunos informantes agregaron los siguientes comentarios:

1. (Expectativa de inflación: 8,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 8,8%). “A mediano plazo, el alza en las tasas internacionales de interés disminuirá entradas de capital y afectará tipo de cambio, el desequilibrio macro también (fiscal)”.

2. (Expectativa de inflación: 6,0% 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”.
3. (Expectativa de inflación: 6,5% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 6,8%). “En lo personal, aparte de la velocidad de ajuste en los precios de los alimentos e hidrocarburos, la velocidad de recuperación del sector exportador, tendrán un impacto cada vez mayor a lo largo del año. Esta situación podría administrarse con la llegada de capitales internacionales. Sin embargo el tema de fondo de las proyecciones de este y los próximos meses, está basado, en mi caso, en la aprobación de una reforma fiscal, que le quite presión al mercado financiero. Caso contrario, los ajustes en tasas de interés podrían empezar a provocar un aceleramiento de la inflación y consecuentemente del tipo de cambio, además de que podría ocasionar algún temor a la traída de capitales”.
4. (Expectativa de inflación: 6,5% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 3,8%). “Es de esperar una situación en el mercado cambiario que mantenga el tipo de cambio cercano a los 520 colones por dólar. Pues el financiamiento del gobierno central, el ingreso de capitales de corto plazo por el ajuste al alza de las tasas de interés locales y mayores flujos de IED hace pensar que la moneda local se mantenga cerca de los 520”.
5. (Expectativa de inflación: 8,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 5,8%). “Es imperativo que abandonen las bandas de tipo de cambio, BC intervenga en el tipo de cambio cuando no le gusta cómo se mueva y los flujos compradores de (ICE, RECOPE, Gobierno y CAJA) deben ir al mercado para que el mercado los vea y los tomen en cuenta para sus expectativas. El BCCR debe de dejar de usar el FX para controlar la inflación”.
6. (Expectativa de inflación: 7,5% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 3,8%). “La expectativa de tipo de cambio no tiene fondo técnico, no hay elementos que impliquen un ajuste en el tipo de cambio real”.
7. (Expectativa de inflación: 5,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: -0,2%). “Me parece que el BCCR debió mantener su meta de inflación para el 2011 en 4%. Creo que cedió ante las presiones para sacrificar la meta inflacionaria con el fin de promover una mayor devaluación del colón. Sin embargo, me parece que tiene poco



margen de acción para lograr alguna depreciación del colón dadas las condiciones monetarias del resto del mundo”.

8. (Expectativa de inflación: 7,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 2,8%). “No se debe considerar el beneficio de pocos, en perjuicio de otros, si las fuerzas del mercado indican que el piso de la banda está alto y esto ayuda a reducir la inflación, utilicemos las herramientas que nos indique hasta dónde se estaría dispuesto a bajar esta banda, ya que lo necesita como política es crear incertidumbre, incluso por qué no el efecto podría ser de un aumento en el TC, estamos prediciendo en el corto plazo, y ya pocos están haciendo su dinero de forma fácil”.