

RESULTADOS DE LA "ENCUESTA MENSUAL DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN Y DE VARIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO", REALIZADA EN JULIO 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 julio 2011, que se realizó entre el 5 y el 18 de ese mes, alcanzó una tasa de respuesta de 80,0% (48 respuestas), conformada por una tasa de respuesta de 75,8% de analistas financieros y un 72,2% del resto de informantes.

Los principales resultados de la encuesta son los siguientes:

- La inflación esperada para el periodo comprendido entre el 1 de julio de 2011 y el 30 de junio de 2012 es en promedio 6,8%, valor superior en 0,2 puntos porcentuales (p.p.) a la expectativa media de inflación recopilada en el mes de junio (6,6%).
- Los informantes continúan considerando el precio internacional del petróleo y otras materias primas como la principal variable para la formulación de la 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 1,5%, 2,8% y 4,4% respectivamente. Las variaciones anualizadas para los dos primeros horizontes son 6,3% y 5,8%.
- El principal elemento que consideran los informantes en la formulación de la expectativa de tipo de cambio para los tres horizontes consultados es el comportamiento observado del tipo de cambio.

RESULTADOS DE LA “ENCUESTA MENSUAL DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN Y DE VARIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO”, REALIZADA EN JULIO 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 5 y el 18 de julio de 2011, alcanzó una tasa de respuesta 80,0% y sus principales resultados se presentan a continuación:

EXPECTATIVA DE INFLACIÓN

De acuerdo con los resultados, la expectativa de inflación fue de 6,8% para un período de doce meses hacia adelante (t+12) comprendido para esta ocasión entre el 1 de julio de 2011 y el 30 de junio 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 julio 2011

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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En los primeros siete meses del 2011 la expectativa promedio es de 6,9%, la que se mantiene aún 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 julio 2011

Toman en cuenta para la formulación de la expectativa de inflación:	Promedio ^{1/}
Precios internacionales observados del petróleo y otras materias primas.	7,82
Precios internacionales esperados del petróleo y otras materias primas.	7,58
Expectativas de variación del tipo de cambio.	6,66
Evolución reciente del IPC.	6,48
Resultado fiscal observado.	6,02
Resultado fiscal esperado.	5,84
Evolución reciente del tipo de cambio.	5,51
Anuncio de la meta de inflación del Banco Central.	5,14
Política salarial vigente.	3,60
Otro	1,36

^{1/} 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 de 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, mayo y junio 2011¹.

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.

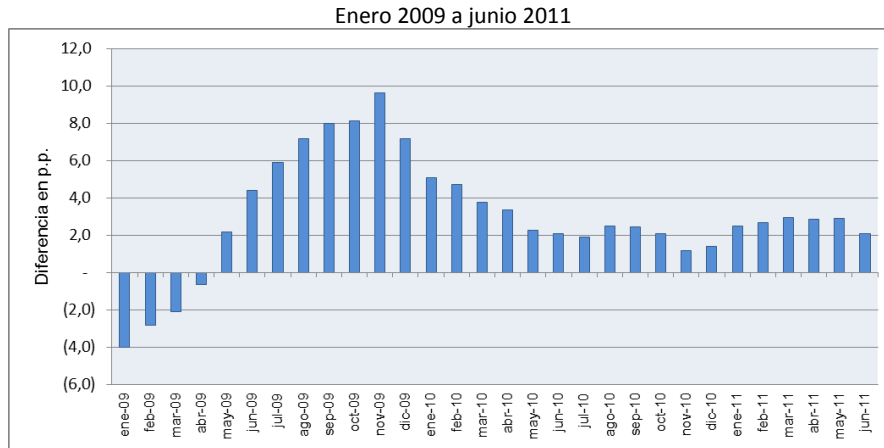
Los informantes tienen la posibilidad de indicar otras variables que consideran en la formación de sus expectativas y para esta ocasión mencionaron la política de determinación de precios de bienes y servicios regulados, la falta de coherencia en la política gubernamental, el entorno económico externo considerando Europa y Estados Unidos y las perspectivas de crecimiento de la economía de Estados Unidos.

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

¹ 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 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



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO

Las expectativas de tipo de cambio se consultan para tres horizontes de tiempo. Dado un nivel del tipo de cambio de referencia de compra de 498,61 colones por dólar observado al finalizar junio de 2011, en esta ocasión se solicitó la expectativa del tipo de cambio al finalizar cada una de las siguientes fechas:

- Al 30 de setiembre del 2011 (3 meses).
- Al 31 de diciembre del 2011 (6 meses).
- Al 30 de junio 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 julio 2011

	Niveles de tipo de cambio			Variaciones de tipo de cambio		
	3 meses	6 meses	12 meses	3 meses	6 meses	12 meses
Promedio	¢506,2	¢512,8	¢520,7	1,5%	2,8%	4,4%
<i>Analistas financieros</i>	¢506,2	¢513,7	¢524,1	1,5%	3,0%	5,1%
<i>Resto de consultados</i>	¢506,3	¢511,9	¢517,0	1,5%	2,7%	3,7%
Mediana	¢505,0	¢511,0	¢520,0	1,3%	2,5%	4,3%
Moda	¢510,0	¢510,0	¢520,0	2,3%	2,3%	4,3%
Desviación estándar	¢6,1	¢9,0	¢13,9	1,2 p.p.	1,8 p.p.	2,8 p.p.
Valor mínimo	¢497,6	¢495,0	¢500,0	-0,2%	-0,7%	0,3%
Valor máximo	¢520,0	¢535,0	¢550,0	4,3%	7,3%	10,3%
Decil 1	¢498,9	¢500,1	¢500,0	0,1%	0,3%	0,3%
Decil 9	¢515,0	¢526,5	¢540,0	3,3%	5,6%	8,3%
Cantidad de respuestas	46	46	46	46	46	46

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

A partir de los niveles promedio esperados por los informantes se calcularon las variaciones porcentuales, siendo de 1,5%, 2,8% y 4,4% para los horizontes de tres, seis y doce meses respectivamente. Las expectativas a tres y seis meses, anualizadas, fueron 6,3% y 5,8% 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.

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

Consulta realizada en julio 2011

A tres meses	A 6 meses	A 12 meses
Tipo de cambio observado	Tipo de cambio observado	Tipo de cambio observado
Precios internacionales de las materias primas	Tasas de interés internas	Déficit de cuenta corriente
Mercado de divisas	Déficit de cuenta corriente	Tasas de interés internas
Inversión Extranjera Directa	Déficit fiscal	Déficit fiscal
Déficit de cuenta corriente	Mercado de divisas	Expectativas de tipo de cambio
Tasas de interés internacionales	Inversión Extranjera Directa	Política monetaria del BCCR
Tasas de interés internas	Política monetaria del BCCR	Expectativas de la situación fiscal
Evolución de la economía internacional	Expectativas de tipo de cambio	Inflación observada
Política monetaria del BCCR	Política monetaria de EU	Inversión Extranjera Directa
	Expectativas de la situación fiscal	Entradas de capitales
	Entradas de capitales	Precios internacionales de las materias primas
		Tasas de interés internacionales
		Tasas de crecimiento del PIB de CR

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 julio 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 cambiaria 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 ^{1/}. 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

^{1/} El cálculo utiliza el promedio de 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 julio 2011 para los horizontes de seis y 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: 5,3%). “Costa Rica mantiene un crecimiento lento y desempleo persistente, principalmente en el sector servicios, por lo que resta del año y todo el 2012”.
2. (Expectativa de inflación: 10,5% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 10,3%). “Un síntoma de preocupación es la eventual alza en cargas patronales por la CCSS a fin de paliar su situación financiera”.
3. (Expectativa de inflación: 7,5% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 4,3%). “El último informe del FMI (revisión del WEO), señala que debido al bajo crecimiento de Estados Unidos y los problemas fiscales de Europa, y fiscal en Estados Unidos también, se esperan menores entradas de capital privado a los países en

desarrollo. Eso podría darse en CR y aumentar la devaluación. Entonces, podría aumentar también la inflación”.

4. (Expectativa de inflación: 5,5% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 0,3%). “Siguen sin observarse acciones concretas por parte de la Reserva Federal de los EE.UU. que indiquen que el dólar se fortalecerá en el corto plazo. En este momento se observa una expansión del crédito al sector privado que puede ser el resultado del "relajamiento" de la política monetaria durante el segundo semestre del año pasado. Los agregados monetarios están volviendo a tener tasas de crecimiento elevadas, lo cual podría comprometer el resultado de la inflación en los próximos meses”.
5. (Expectativa de inflación: 6,4% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 0,3%). “Pienso que la trágica situación fiscal, sin miras a ordenar gastos y con muestras de aumentos en los salarios de los más altos funcionarios, es una base para esperar aumento del problema”.
6. (Expectativa de inflación: 5,5% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 0,3%). “La política monetaria y cambiaria del BCCR tendrán impacto en el comportamiento del tipo de cambio y la inflación, particularmente se asume que el BCCR no eliminaría las bandas cambiarias en el periodo en consulta y continuará con una política monetaria activa para el control de la inflación. Las expectativas de los agentes económicos y decisiones de inversión y producción de dichos agentes influirán en el valor observado de las variables”.