



Informe de la encuesta mensual de expectativas de inflación y tipo de cambio, octubre 2010

División Económica

Resumen ejecutivo

La encuesta mensual de expectativas de inflación y tipo de cambio, aplicada por la División Económica del BCCR a una muestra de 60 agentes económicos, entre el 5 y el 19 de octubre, presentó una tasa de respuesta del 85% para el total de la muestra (51 respuestas de 60).

La consulta está dirigida a dos estratos: analistas financieros y resto de informantes. Este último grupo conformado por consultores, académicos y empresarios. El estrato de analistas financieros registró una tasa de respuesta de 81,8%; en tanto que en el segundo grupo respondieron el 88,9% de los consultados.

Los encuestados esperan en promedio una tasa interanual de inflación de 6,6% al finalizar setiembre del 2011, la expectativa más baja desde que inició la encuesta en enero del 2006 y, por primera vez, inferior al 7%.

Si bien los encuestados ajustaron la expectativa de inflación a doce meses a la baja, ésta aún se mantiene por encima de la inflación interanual observada a setiembre 2010 (5%) y del punto medio del rango meta ($4\% \pm 1$ p.p.) del 2011, anunciado en el Programa Macroeconómico 2010-2011.

Lo anterior a pesar de que los indicadores de precios (IPC, ISI, IPPI) muestran que se ha ido consolidando el proceso de desinflación de la economía. Además, durante el 2010 la inflación ha permanecido dentro del rango meta para el 2010 establecido por el BCCR (4%-6%), con excepción de los meses de mayo y junio.

En cuanto a la expectativa media de tipo de cambio a doce meses, ésta se ubicó en ¢538,30 por dólar, lo que representa una variación de 7,1%, menor en 0,6 puntos porcentuales a la encuesta de setiembre. En este caso, la razón que citan los informantes que explica esta expectativa es la recuperación económica.

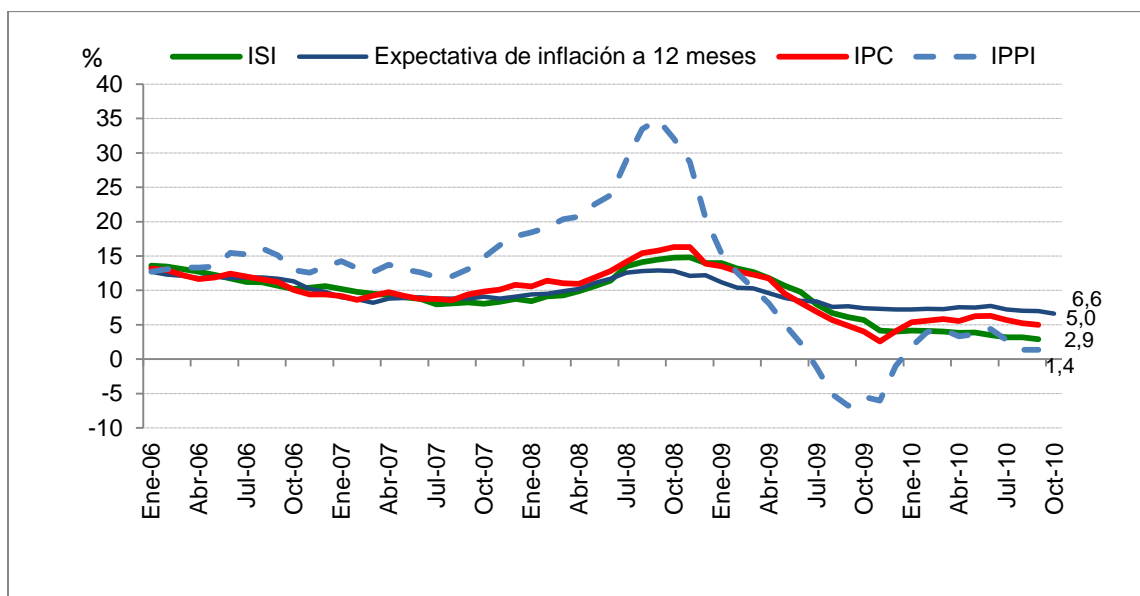
Las expectativas a tres y seis meses, anualizadas, fueron de 12,6% y 9,7% respectivamente, mientras que el valor esperado a doce meses fue de 7,1%, lo que indica una desaceleración en la tasa de crecimiento del tipo de cambio conforme se amplía el horizonte.

Expectativas de inflación

Los encuestados esperan en promedio una tasa de inflación de 6,6% para el periodo comprendido entre el 1 de octubre del 2010 y el 30 de setiembre del 2011, este es el menor valor para la expectativa de inflación a 12 meses desde que inició la encuesta en enero del 2006 y, por primera vez, inferior al 7%. No obstante, es mayor en 1,6 puntos porcentuales al límite superior del rango meta de inflación del 2011, de acuerdo con lo establecido en el Programa Macroeconómico 2010-2011.

Esta baja en la expectativa de inflación está acorde con el comportamiento del indicador de inflación, medido a partir de la variación interanual del Índice de precios del consumidor (IPC), calculado por el Instituto Nacional de Estadística y Censos, el cual muestra una desaceleración desde octubre 2008, con respecto al promedio histórico del 2000 al 2008 (11,2%). Al finalizar setiembre del 2010 la tasa de variación interanual fue de 5%. Los indicadores adicionales de precios que calcula el BCCR, el Índice de precios al productor industrial (IPPI) y el Índice subyacente de inflación (ISI) igualmente muestran una reducción y se ubican en setiembre en 1,4% y 2,9%, respectivamente (Gráfico 1).

Gráfico 1. Expectativas de inflación a 12 meses e indicadores de precios.



Llama la atención la relativa lentitud de la convergencia de la expectativa de inflación a la meta inflacionaria establecida por el Banco Central, toda vez que se ha ido consolidando la desinflación de la economía. En efecto, el promedio de la tasa interanual de inflación para el período

comprendido entre enero y setiembre del 2010 (5,6%) es menor al promedio del año 2009 (8,0%) y representa la mitad del lapso 2000-2008 (11,2%). Además, durante los primeros 9 meses del 2010 la inflación permaneció dentro del rango meta para el 2010 establecido en el Programa Macroeconómico del BCCR (4%-6%), con excepción de los meses de mayo y junio.

Si bien los encuestados ajustaron la expectativa de inflación a doce meses a la baja, aún se mantiene por encima de la inflación observada a setiembre (5,0%) y de punto medio del rango meta para el 2011 (4% ± 1 p.p.); según lo establecido en el Programa antes mencionado. Para formar de sus expectativas de inflación a doce meses, en orden de importancia, los informantes toman en cuenta los precios internacionales del petróleo y otras materias primas, la inflación observada y las expectativas de tipo de cambio. (Cuadro 1).

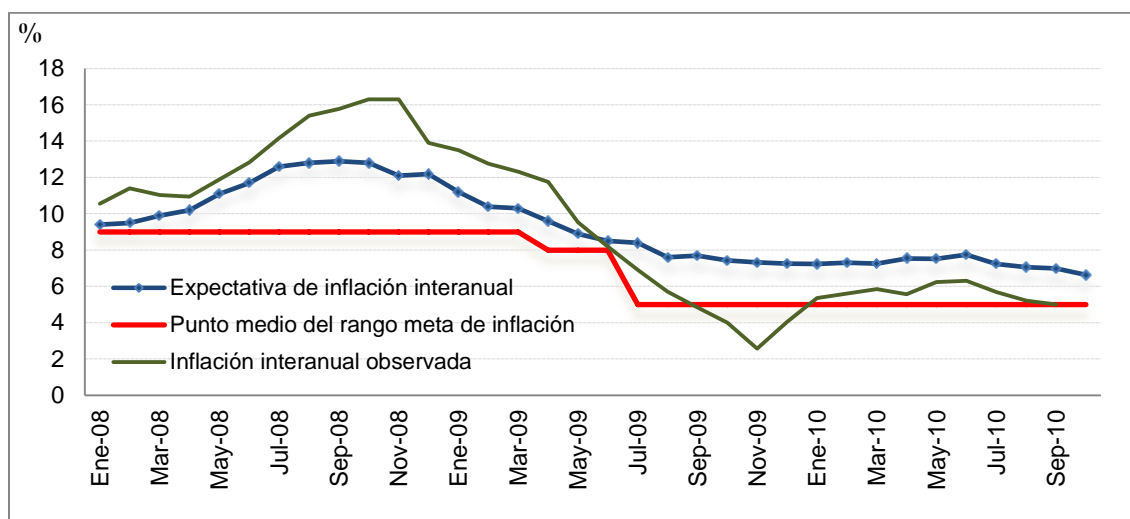
**Cuadro 1. Factores que explican la expectativa de inflación
Según orden de importancia**

Variable	Promedio ^{1/} (en unidades)
Precios internacionales del petróleo y otras materias primas	4.7
Evolución reciente del IPC	4.1
Expectativa de variación del tipo de cambio	3.9
Resultado Fiscal	3.1
Anuncio de la meta de inflación del Banco Central	2.9
Política Salarial	2.4

^{1/} Este promedio indica la importancia media de cada variable; puede variar de 0 a 6 según la importancia que el informante asigne a cada variable en la formulación de su expectativa de inflación, donde 6 es la mayor importancia. Si la variable no es considerada del todo en la formación de la expectativa se le asigna un puntaje de cero.

Fuente: Resultados de la “Encuesta mensual de expectativas de inflación y tipo de cambio”, octubre 2010.

Gráfico 2. Comportamiento de expectativa, inflación observada y la meta de inflación



Fuente: Resultados de la Encuesta mensual de expectativas de inflación y tipo de cambio, octubre 2010 y Departamento de Investigación Económica del Banco Central.

Del total de respuestas (51), dos corresponden a una expectativa de dos dígitos, excluyendo estos valores la expectativa media se ubicaría en 6,5%. Si se analizan los resultados por estratos, la diferencia entre la expectativa media de inflación a 12 meses de los analistas financieros y el resto de consultados es de 0,3 puntos porcentuales, mostrándose levemente más optimistas los analistas financieros (6,5%) (Cuadro 2).

Cuadro 2. Estadísticos de la expectativa de inflación

	2010		
	Agosto	Septiembre	Octubre
Promedio	7.1%	7.0%	6.6%
Analistas financieros	7.0%	7.0%	6.5%
Resto de consultados	7.1%	7.0%	6.8%
Mediana	7.0%	7.0%	6.5%
Moda	7.0%	7.0%	6.0%, 7.0% ^{1/}
Desviación estándar	1,2 p.p.	1,5 p.p.	1.4 p.p.
Valor mínimo	4.5%	4.3%	4.0%
Valor máximo	10.0%	12.0%	12.0%
Decil 1	6.0%	5.0%	5.0%
Decil 9	8.5%	9.0%	8.0%
No. de respuestas	52	52	51

^{1/} El resultados de la expectativa de inflación a 12 meses es bimodal: 6% y 7%.

Fuente: Resultados de la Encuesta mensual de expectativas de inflación y tipo de cambio, octubre 2010

La desviación estándar de la expectativa de inflación, que mide la variabilidad de los datos, se mantiene en un nivel relativamente bajo con respecto a las encuestas anteriores. Además, la diferencia entre el decil inferior y superior es de 3 puntos porcentuales, a pesar de la gran diferencia en los valores extremos.

Cabe mencionar que hace un año, en la encuesta de octubre del 2009, los informantes esperaban que la inflación media en setiembre del 2010 fuera de 7,4% cuando la meta era 5%, lo que indica una brecha similar (2,4% hace un año y 2,5 p.p. en octubre 2010) entre la expectativa de inflación y la meta anunciada por el BCCR.

Expectativas de tipo de cambio

Desde que se adoptó el régimen de banda cambiaria, hace cuatro años (17 de octubre del 2006), se incluyó en la encuesta la consulta de las expectativas de tipo de cambio a tres, seis y doce meses.

Al igual que en las encuestas anteriores, la consulta sobre expectativas de tipo de cambio la responden menos encuestados que la pregunta sobre expectativas de inflación. En esta oportunidad, la contestaron 45 de los 51 informantes.

En esta encuesta la expectativa media de tipo de cambio a tres meses es de ¢517,68 por dólar, lo que representa una variación de 3,0% en el periodo comprendido entre el 1 de octubre y el 31 de diciembre del 2010 (Cuadro 3). El tipo de cambio que citaron más frecuentemente los informantes para este horizonte temporal fue ¢520,00.

Entre los factores que consideran los informantes en la formación de sus expectativas de tipo de cambio a tres meses se encuentran, en orden de importancia: aumento en la demanda por dólares para fin de año o estacionalidad y el comportamiento reciente del tipo de cambio.

La expectativa media de tipo de cambio a seis meses es de ¢526,27 por dólar, lo que representa una variación de 4,7% (9,7% en términos anualizados). El tipo de cambio que citaron más comúnmente los encuestados para este horizonte también fue ¢520,00, igual que a tres meses. Llama la atención que si se comparan los valores modales a tres y seis meses, el cambio en la expectativa de tipo de cambio es 0%.

El factor que más indican los informantes para explicar el impacto en la expectativa de tipo de cambio a seis meses es la reactivación económica, seguido por “la presión de los exportadores”.

La expectativa media de tipo de cambio a doce meses es de ¢538,30 por dólar, lo que representa una variación de 7,1%, menor en 0,6 puntos porcentuales a la encuesta de setiembre. El valor modal para este horizonte fue ¢525,00. En este caso, las razones que, según los encuestados, explican esta expectativa son numerosas y no se encuentra concentración en alguna, entre otros se citan recuperación económica y entrada de capitales.

Doce meses atrás, la variación esperada del tipo de cambio por los encuestados era de 6,7% lo que suponía un tipo de cambio de ¢621,50 al finalizar setiembre del 2010, cuando en realidad el dato observado fue de ¢502,55, es decir una reducción de -13.7%.

Cuadro 3. Estadísticos de la expectativa de variación de tipo de cambio

	3 meses	6 meses	12 meses
Promedio	3.0%	4.7%	7.1%
Analistas financieros	2.6%	4.3%	6.6%
Resto de consultados	3.5%	5.4%	7.8%
Mediana	3.1%	3.5%	6.8%
Moda	3.5%	3.5%	4.5%
Desviación estándar	2,5 p.p.	3,5 p.p.	4,6 p.p.
Valor mínimo	-0.5%	-0.5%	-0.5%
Valor máximo	11.1%	15.4%	19.4%
Decil 1	0.4%	1.2%	0.7%
Decil 9	6.6%	10.1%	12.9%
No. de respuestas	45	45	45

Fuente: Resultados de la Encuesta mensual de expectativas de inflación y tipo de cambio, octubre 2010

Los analistas financieros opinan que la variación en el tipo de cambio será menor a la prevista por el resto de consultados, la diferencia entre ambos grupos consultados es de 1,2 puntos porcentuales. El estrato conformado por los analistas financieros muestra en promedio una depreciación del colón menor que la que indica el grupo que incluye al resto de informantes (consultores, académicos y empresarios).

El coeficiente de variación Cv de esta expectativa¹, a los diferentes horizontes temporales (3, 6 y 12 meses) se mantiene elevado, mayor que el que muestra la expectativa de inflación a doce meses, en concordancia con la volatilidad mostrada por el tipo de cambio observado, como se mencionó en el informe de la encuesta realizada en agosto.

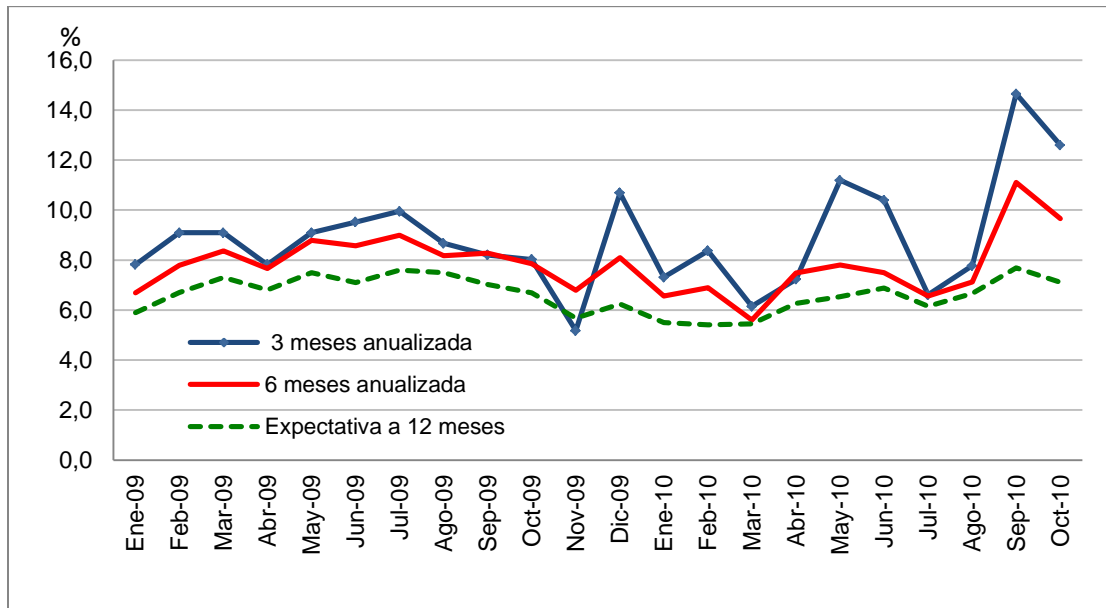
Las expectativas a tres y seis meses, anualizadas, fueron de 12,6% y 9,7% para cada caso, mientras que el valor esperado a doce meses fue de 7,1%, lo que indica una desaceleración esperada en la tasa de crecimiento del tipo de cambio conforme se amplía el horizonte (Gráfico 3), lo cual se podría explicar, según lo indicado por los informantes, por la entrada de capitales internacionales durante el próximo año.

Es importante destacar que en esta oportunidad, los informantes no mencionan que hayan considerado, en el conjunto de información para formular las expectativas de tipo de cambio, el

¹ $Cv = \frac{S}{x} \times 100$, donde S es la desviación estándar y x es el promedio.

efecto del Programa de fortalecimiento de reservas internacionales netas del Banco Central, como si lo indicaron el mes anterior, lo cual es concordante con las menores expectativas de depreciación formuladas por los agentes económicos a los distintos plazos consultados (3, 6 y 12 meses) en esta nueva encuesta.

Gráfico 3. Tasas anualizadas de las expectativas de tipo de cambio a 3 y 6 meses y expectativas de tipo de cambio a 12 meses



Comentarios de los encuestados

Finalmente, se presentan los comentarios de los informantes respecto a sus expectativas inflacionarias y cambiarias:

1. (Expectativa de inflación: 6,3% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 6,8%): “Me gusta esta forma de formular las expectativas, son más concretas, se evitan problemas de interpretación y ustedes pueden inferir más”.
2. (Expectativa de inflación: 6,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 4,5%): “Prepararse ante un largo periodo de bajo crecimiento económico, fortaleciendo la finanzas públicas, las reservas de divisas y llamar a la austeridad en todas las áreas. Cuidarse de emisiones inorgánicas.”
3. (Expectativa de inflación: 7,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 4,5%): “Felicitaciones. La encuesta está muy bien diseñada”.

4. (Expectativa de inflación: 8,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 13,4%): “La sección de tipo cambio es muy especulativa, no hay elementos que hoy permitan realizar un ejercicio con bases creíbles”.
5. (Expectativa de inflación: 7,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 8,4%): “Recuerden que el proceso de desdolarización del sistema bancario nacional primero produce una apreciación y después una depreciación por la diferencia de velocidades de conversión de pasivos de la banca y activos de la banca”.
6. (Expectativa de inflación: 5,5% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 0,1%): “Veó bien las mejoras en la encuesta. Me pregunto si las expectativas de uno en el tipo de cambio son de utilidad, frente a la realidad del mercado cambiario en si mismo”.
7. (Expectativa de inflación: 4,5% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 0,5%): “En realidad no me atrevo a hacer un pronóstico del tipo de cambio. Me parece que las presiones en el mercado cambiario serán más bien hacia la apreciación. La política monetaria en EE.UU parece que seguirá siendo expansiva durante el próximo año, así que no creo que el tipo de cambio sea significativamente diferente de los C500 por dólar”.
8. (Expectativa de inflación: 8,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 0,5%): “Se está en la etapa de credibilidad y transición, en torno a las políticas monetarias y fiscales; de ello también se relaciona la política económica”.
9. (Expectativa de inflación: 7,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 6,9%): “En lo personal estimo que la caída en los rendimientos de los activos a nivel internacional, junto con la entrada de capitales internacionales, le está quitando presión al ajuste cambiario. Tal tendencia se podría ver comprometida si el otro año, sobre todo si al final de mismo, no se ha llegado a concretizar una reforma tributaria sustancial.”
10. (Expectativa de inflación: 6,5% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 5,5%): “Vaivenes del BC (Ej. compra de reservas y oscilaciones en tasas de interés), que denotan vacilaciones de la política monetaria, y las tasas de interés”.
11. (Expectativa de inflación: 5,0% y expectativa de variación del tipo de cambio: n.d.): “Se espera recuperación del sector real de la Economía estadounidense a partir del segundo semestre del año 2010, Costa Rica mantiene un crecimiento lento y desempleo persistente, principalmente en el sector servicios, por lo que resta del año y todo el 2010.”