



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 diciembre de 2011**

Febrero, 2012

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 mensual de expectativas de inflación y de variación del tipo de cambio realizada en diciembre 2011, tuvo un 86,7% de respuesta de un total de 60 personas.

Los principales resultados de la encuesta indicaron:

- Expectativa de inflación de 6,3%, correspondiente al horizonte del 1 de diciembre 2011 al 30 de noviembre 2012, mayor a la expectativa de las últimas dos encuestas (ambas de 6,2%), cifra superior en 0,3 puntos porcentuales (p.p.) al límite superior del rango meta de inflación establecido por el Banco Central para 2012 (5,0%±1 p.p.)¹.
- En un régimen monetario de metas de inflación, el anclaje o convergencia de las expectativas de los agentes económicos al objetivo de precios de la Autoridad Monetaria es de importancia crítica. En la medida en que exista un desvío entre el objetivo inflacionario del Banco Central y la percepción sobre la inflación futura por parte de los agentes económicos le será más difícil al Banco Central el control de la inflación en el mediano plazo. Esto porque los agentes tenderán a incorporar en sus decisiones (contratos) su expectativa de inflación y no la meta del Banco Central, por lo que este tendrá que mantener una postura de política monetaria que reafirme su compromiso con la meta inflacionaria a pesar de las opiniones del público.
- Expectativas de variación del tipo de cambio de 1,7%, 2,8% y 4,3% al 29 de febrero, al 31 de mayo y al 30 de noviembre del 2012, en cada caso.

Los resultados para cada una de las variables son:

1.1 Expectativa de inflación

La expectativa promedio de inflación a doce meses fue de 6,3%, lo que comparado con el rango meta de inflación de 5,0% (±1 p.p.), establecido para el 2012, indica que las expectativas se encuentran un 0,3 p.p. sobre el límite superior del rango meta.

Tanto la expectativa de inflación del grupo de analistas financieros como la del resto de informantes, se incrementaron en 0,1 p.p. con respecto a las dos encuestas anteriores. Al mismo tiempo el valor central y el valor más común de la muestra continúan ubicándose en 6,0%, igual al límite superior de la meta de inflación establecida por el BCCR para el 2012.

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

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

Cuadro 1. Expectativa de inflación a doce meses
Consultas realizadas entre enero y diciembre 2011

	2011											
	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Setiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre
Promedio	6,8%	6,9%	7,2%	7,3%	6,9%	6,6%	6,8%	6,4%	6,3%	6,2%	6,2%	6,3%
Analistas financieros	6,8%	6,8%	7,2%	7,2%	7,2%	6,7%	7,0%	6,7%	6,4%	6,3%	6,2%	6,3%
Resto de consultados	6,7%	7,1%	7,2%	7,5%	6,5%	6,4%	6,6%	6,1%	6,1%	6,0%	6,3%	6,4%
Mediana	6,8%	6,8%	7,0%	7,0%	7,0%	6,5%	6,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Moda	7,0%	6,0%	8,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	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.	1,0 p.p.	1,1 p.p.	1,4 p.p.
Valor mínimo	4,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	5,0%	4,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,5%
Valor máximo	11,0%	10,0%	12,0%	12,0%	10,5%	9,0%	10,5%	12,0%	10,0%	9,5%	10,0%	12,0%
Decil 1	5,1%	5,6%	5,4%	5,7%	5,0%	5,5%	5,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Decil 9	8,0%	8,5%	9,0%	9,2%	9,0%	8,0%	8,0%	8,0%	7,4%	8,0%	8,0%	8,0%
Cantidad de respuestas	50	50	49	47	47	46	48	52	51	51	53	52

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Los principales factores considerados en la formulación de la expectativa de inflación a doce meses por parte de los informantes 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 diciembre 2011

Toman en cuenta para la formulación de la expectativa de inflación:	Promedio ^{1/}
Evolución reciente del IPC.	7,2
Precios internacionales esperados del petróleo y otras materias primas.	7,0
Precios internacionales observados del petróleo y otras materias primas.	7,0
Expectativa de variación del tipo de cambio.	6,3
Resultado fiscal esperado.	6,3
Resultado fiscal observado.	6,2
Evolución reciente del tipo de cambio.	5,8
Anuncio de la meta de inflación del Banco Central.	5,7
Política salarial vigente.	3,6
Otro	1,9

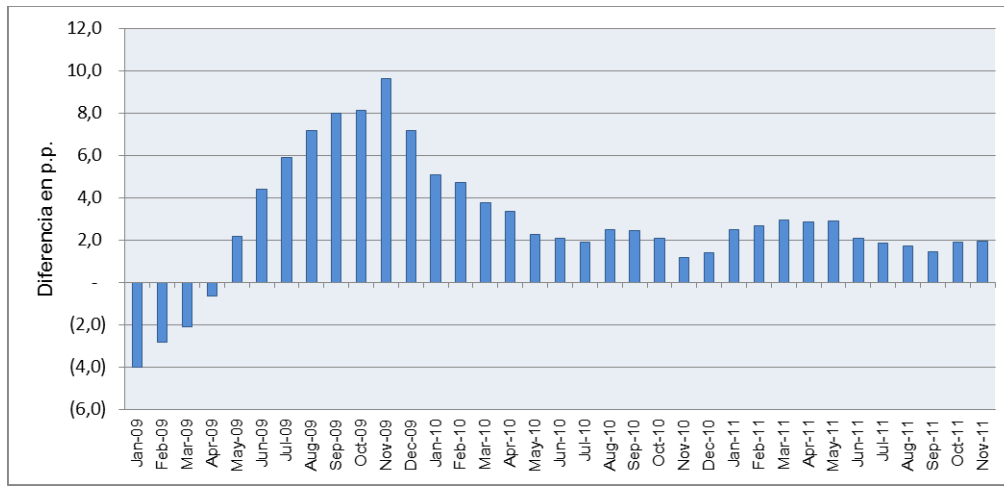
^{1/} Este promedio indica la importancia media de cada variable. Para su cálculo se solicitó a los informantes que asignaran un valor de 0 a 10 a algunas variables según su importancia en la explicación de la expectativa de inflación. Si la variable no es considerada en la formación de la expectativa se le asigna un puntaje de cero.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La evolución reciente del IPC es para esta encuesta, el principal factor que determina la formación de la expectativa de inflación de acuerdo con los encuestados. Entre otros elementos indicados por los informantes en la formación de sus expectativas están: la demanda interna, la brecha entre la producción observada y la potencial, el comportamiento del entorno económico internacional (Europa y Estados Unidos), crecimiento económico local e internacional esperado, el nivel de reservas internacionales, política de determinación de precios de bienes y servicios regulados, así como la reactivación de la demanda interna y expansión esperada del crédito.

Según el gráfico 1, en diciembre 2010, los informantes esperaban que la inflación interanual en noviembre 2011 se ubicara en 6,5%, en tanto la inflación interanual observada fue de 4,6%, con una diferencia de 1,9 p.p., lo cual ocurre en un contexto en el que la inflación acumulada a noviembre es de 3,8% y la variación interanual promedio de noviembre 2011 respecto a noviembre 2010 se ubica en 4,6%.

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 noviembre 2011



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

1.2 Expectativas de tipo de cambio

Dado un nivel de tipo de cambio de referencia de compra de 501,0², las expectativas para dicha variable son:

- ₡509,4 por dólar al 29 de febrero del 2012 (3 meses).
- ₡515,2 por dólar al 31 de mayo del 2012 (6 meses).
- ₡522,8 por dólar al 30 de noviembre del 2012 (12 meses).

En términos porcentuales son variaciones de 1,7%, 2,8% y 4,3% respectivamente. Al anualizar para los horizontes de tres y seis meses se obtienen valores de 6,9% y 5,7% en cada caso.

² Tipo de cambio de referencia de compra al 30 de noviembre del 2011.

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

Consulta realizada en diciembre 2011

	Niveles de tipo de cambio			Variaciones de tipo de cambio		
	3 meses	6 meses	12 meses	3 meses	6 meses	12 meses
Promedio	¢509,4	¢515,2	¢522,8	1,7%	2,8%	4,3%
<i>Analistas financieros</i>	¢509,7	¢516,4	¢524,2	1,7%	3,1%	4,6%
<i>Resto de consultados</i>	¢509,2	¢513,7	¢521,1	1,6%	2,5%	4,0%
Mediana	¢510,0	¢514,5	¢520,0	1,8%	2,7%	3,8%
Moda	¢510,0	¢510,0	¢520,0	1,8%	1,8%	3,8%
Desviación estándar	¢6,9	¢10,6	¢16,1	1,4 p.p.	2,1 p.p.	3,2 p.p.
Valor mínimo	¢498,0	¢496,0	¢495,0	-0,6%	-1,0%	-1,2%
Valor máximo	¢527,0	¢550,0	¢580,0	5,2%	9,8%	15,8%
Decil 1	¢501,64	¢503,1	¢503,2	0,1%	0,4%	0,4%
Decil 9	¢520,0	¢530,0	¢540,0	3,8%	5,8%	7,8%
Cantidad de respuestas	50	50	50	50	50	50

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 diciembre 2011

A tres meses	A 6 meses	A 12 meses
Tipo de cambio observado	Tipo de cambio observado	Tipo de cambio observado
Mercado de divisas	Déficit de cuenta corriente	Déficit fiscal
Déficit de cuenta corriente	Déficit fiscal	Déficit de cuenta corriente
Evolución de la economía internacional	Evolución de la economía internacional	Evolución de la economía internacional
Expectativas de la situación fiscal	Flujos de capital	Inversión extranjera directa
Inversión Extranjera Directa	Inversión extranjera directa	Reforma tributaria
Expectativas de la evolución económica de USA	Mercado de divisas	Expectativas de la situación fiscal
Déficit fiscal	Expectativas de la situación fiscal	Política monetaria del BCCR
Política monetaria del BCCR	Política monetaria del BCCR	Flujos de capital
Flujos de capitales	Política monetaria de EU	Reservas internacionales
	Tasas de interés internas	Precios internacionales de las materias primas
	Expectativas de inflación	
	Demanda interna	

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 diciembre 2011 se puede apreciar en el cuadro 5³.

Tanto las expectativas obtenidas en la encuesta como las derivadas del mercado financiero, reflejan desde enero 2011 hasta diciembre 2011, depreciaciones en la moneda nacional.

³ 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 diciembre del 2011

Mes de la encuesta	Encuesta mensual de expectativas			Variación implícita tipo de cambio futuro			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	0,87%	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%	2,97%	4,38%	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
oct-11	1,73%	2,11%	3,69%	0,26%	0,98%	2,84%	-1,47	-1,13	-0,86
nov-11	0,80%	2,01%	3,63%	0,25%	0,95%	2,76%	-0,56	-1,06	-0,86
dic-11	1,68%	2,83%	4,35%	0,64%	1,28%	3,04%	-1,05	-1,54	-1,31

^{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 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 (0,8 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 2011 hasta junio 2011 (0,9 p.p. en promedio), situación que se revierte a partir de julio (1,0 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 horizontes de tres y seis meses 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 y seis meses para la encuesta mensual y para el cálculo de tipo de cambio futuro

	A tres meses ^{1/}	A seis meses ^{2/}
Encuesta	0,4	0,7
Mercado	0,2	0,6

^{1/} Contiene información de marzo a diciembre 2011.

^{2/} Contiene información de junio a diciembre 2011.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

2. Comentarios de los encuestados

Los comentarios indicados por los informantes son:

1. (Expectativa de inflación: 5,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 0,8%). “Aunque la situación financiera internacional pareciera que seguirá deteriorándose, el impacto no será tan severo en la producción e inflación interna. La aprobación de la reforma impositiva traerá más tranquilidad sobre la estabilidad interna”.

2. (Expectativa de inflación: 6,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 2,2%). “Es importante que los mecanismos electrónicos que determinan el tipo de cambio mediante el encuentro de oferentes y demandantes sea lo más objetivo e imparcial posible, de manera que el BCCR debiera continuar con los excelentes esfuerzos que ha venido haciendo en esta línea”.
3. (Expectativa de inflación: 5,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 5,8%). “La evolución del tipo de cambio en CR dependerá de la reacción de los mercados financiero en Europa ante una posible recesión”.
4. (Expectativa de inflación: 6,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 2,4%). “El Banco Central mantendrá un relativo control sobre la inflación, mientras que en el sector externo el tipo de cambio se muestra estable con ligera tendencia al alza”.
5. (Expectativa de inflación: 6,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 5,2%). “De aprobarse la reforma fiscal es de esperar presiones inflacionarias temporales por ajuste de precios de bienes gravados, lo que afectará las expectativas y el resultado final del IPC”.
6. (Expectativa de inflación: 5,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 0,8%). “La política cambiaria y monetaria del BCCR influye en el tipo de cambio y en la inflación. Así mismo las necesidades de dólares por parte del sector público no bancario afectan el mercado cambiario y el tipo de cambio”.
7. (Expectativa de inflación: 5,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: -0,2%). “No se observan cambios en la política monetaria de los EE.UU. y la situación económica mundial que puedan llevar a una apreciación del dólar en relación con las monedas de América Latina. El BCCR debería evaluar seriamente la posibilidad de salir del esquema de bandas y avanzar en las metas de inflación una vez que se resuelva el tema del paquete tributario y su eventual impacto en el IPC”.
8. (Expectativa de inflación: 7,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 2,3%). “Hay elementos de cambio no considerados en nuestras proyecciones, manejo fiscal, impuestos aplicables en el periodo 2012, efecto en inversión extranjera que han afectado las cifras que se encuestan en el pasado, si se prevé un año no muy activo en general”.
9. (Expectativa de inflación: 8,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 15,8%). “Tomar medidas de blindaje para sostener las reservas y evitar salidas de divisas. Considerar la negociación de eliminar el tributo por repatriación de divisas que se propone, les da menos margen de reacción a los participantes”.
10. (Expectativa de inflación: 7,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 4,8%). “Es importante monitorear como la situación del mercado europeo podría afectar nuestro nivel de exportaciones, por el impacto que ello puede generar sobre el volumen de dólares en la economía y la demanda interna y consecuentemente sobre el nivel de precios local”.
11. (Expectativa de inflación: 6,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 7,4%). “Costa Rica mantiene un creciente lento y desempleo persistente, principalmente

en el sector servicios, por lo que resta del año y todo el 2012. Asume política fiscal y monetaria moderadamente contractiva en el corto plazo”.

12. (Expectativa de inflación: 6,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 3,8%). “No estoy asumiendo que haya un movimiento contractivo en la política monetaria del BCCR, ante la complicada situación productiva y fiscal. Si lo hubiera, entonces pensaría en que una inflación de 4 a 5% sería posible, pero empeorando [*Sic*] el efecto real”.
13. (Expectativa de inflación: 7,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 7,8%). “Si se quisiera controlar la inflación y desestimular las entradas especulativas de capital (motivadas por diferenciales tasas de interés) se debería flotar el colón. También permitiría bajar tasas de interés y estimular la producción”.