



---

**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 febrero de 2012**

**Abril, 2012**

---

### Síntesis metodológica

*La encuesta la ejecuta periódicamente el Banco Central de Costa Rica, desde enero de 2006, a partir del tercer día hábil de cada mes, una vez publicado el Índice de Precios al Consumidor (IPC) por el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC).*

*Las variables solicitadas incluyen 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.*

*La población de 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.*

*La encuesta utiliza un muestreo estratificado con afijación proporcional donde 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 febrero de 2012, tuvo un 88,3% de respuesta de un total de 60 personas.

Los principales resultados de la encuesta indicaron:

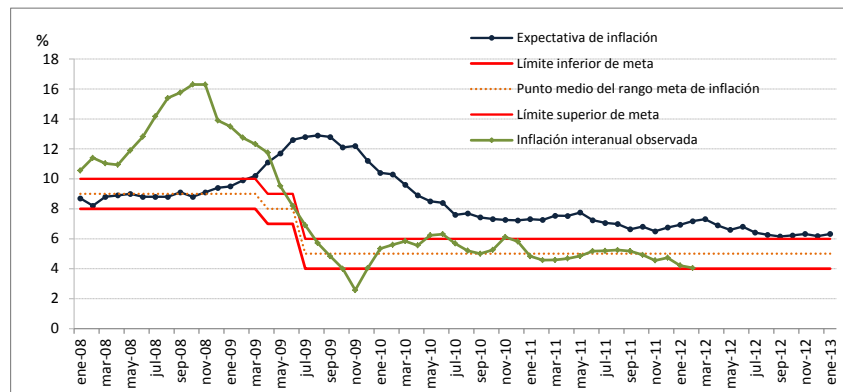
- Una expectativa de inflación de 6,3%, correspondiente al horizonte del 1 de febrero de 2012 al 31 de enero de 2013, mayor a la expectativa de la encuesta de enero de 2012 (6,2%) y superior en 1,3 puntos porcentuales con respecto al punto medio del rango meta de inflación establecido por el Banco Central para el 2013 (5,0%±1 p.p.)<sup>1</sup>.
- La diferencia entre la expectativa de inflación y el objetivo inflacionario definido por el BCCR dificulta el control de la inflación ya que 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 cambiaria de 1,2%, 2,0% y 3,2% al 30 de abril de 2012, al 31 de julio de 2012 y al 31 de enero de 2013, 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%, 1,3 p.p. sobre el punto medio del rango meta de inflación (5,0%), establecido para el 2013.

**Gráfico 1. Diferencias entre la expectativa media de inflación a doce meses, meta de inflación e inflación observada, ubicadas en t+12**  
Enero 2008 a enero 2013



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

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

La expectativa de inflación del grupo de analistas financieros se incrementó de 6,0% en enero de 2012 a 6,2% en febrero de 2012, mientras que la del resto de informantes se mantuvo en 6,4%. 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 2013.

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

**Cuadro 1. Expectativa de inflación a doce meses**  
Consultas realizadas entre febrero 2011 y febrero 2012

	2011												2012	
	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Setiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero	Febrero	
Promedio	6,9%	7,2%	7,3%	6,9%	6,6%	6,8%	6,4%	6,3%	6,2%	6,2%	6,3%	6,2%	6,3%	
Analistas financieros	6,8%	7,2%	7,2%	7,2%	6,7%	7,0%	6,7%	6,4%	6,3%	6,2%	6,3%	6,0%	6,2%	
Resto de consultados	7,1%	7,2%	7,5%	6,5%	6,4%	6,6%	6,1%	6,1%	6,0%	6,3%	6,4%	6,4%	6,4%	
Mediana	6,8%	7,0%	7,0%	7,0%	6,5%	6,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	
Moda	6,0%	8,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	
Desviación estándar	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.	1,2 p.p.	1,2 p.p.	
Valor mínimo	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	5,0%	4,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,5%	4,5%	4,5%	
Valor máximo	10,0%	12,0%	12,0%	10,5%	9,0%	10,5%	12,0%	10,0%	9,5%	10,0%	12,0%	10,0%	10,0%	
Decil 1	5,6%	5,4%	5,7%	5,0%	5,5%	5,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Decil 9	8,5%	9,0%	9,2%	9,0%	8,0%	8,0%	8,0%	7,4%	8,0%	8,0%	8,0%	7,4%	8,0%	
Cantidad de respuestas	50	49	47	47	46	48	52	51	51	53	52	55	53	

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Las variables tomadas en consideración por los informantes para formular su expectativa de inflación acumulada a 12 meses se presentan en el cuadro 2. Los tres principales factores mencionados son los precios internacionales del petróleo y otras materias primas, el déficit fiscal, y el tipo de cambio, entre otros<sup>2</sup>.

**Cuadro 2. Factores que explican la expectativa de inflación a doce meses**  
según orden de importancia  
Consulta realizada en febrero 2012

Factores mencionados	Promedio <sup>1/</sup>
Precios internacionales del petróleo, otras materias primas	1,8
Déficit fiscal	1,5
Tipo de cambio	1,2
Inflación observada	1,0
Situación económica internacional de socios comerciales	0,7
Meta de inflación	0,7
Situación económica interna	0,6
Política monetaria	0,6
Tasas de interés nacionales	0,6
Proyecto de Ley de Solidaridad Tributaria	0,5
Tarifas de servicios públicos (precios regulados) y alimentos	0,5
Expectativas del tipo de cambio	0,4
Inflación internacional	0,3
Otros <sup>2/</sup>	2,3

<sup>1/</sup> Este promedio indica la importancia media de cada variable (ver Recuadro 1).

<sup>2/</sup> Dentro de otros factores, los informantes mencionan resultado fiscal esperado, déficit en cuenta corriente, expectativas de tasas de interés y demanda Interna, entre otros.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

<sup>2</sup> A partir de la encuesta de enero de 2012 se consulta esta pregunta en forma abierta.

**Recuadro 1. Importancia media de los factores que explican la expectativa de inflación a doce meses.**

Para su cálculo se solicitó a los informantes que mencionaran en orden de importancia un máximo de cinco factores que explican la expectativa de inflación a doce meses. Luego a la variable que mencionaron como más importante, se le asigna un valor de cinco, a la siguiente en importancia se le da un valor de cuatro y así sucesivamente hasta que al factor menos importante se le asigna un uno. Luego se suman los valores asignados y se divide entre el número de personas consultadas, de manera que el valor resultante puede variar entre 1 y 5, donde 5 representa la mayor importancia y 1 la menor importancia.

A continuación se presenta un ejercicio hipotético:

- Seis informantes citaron nueve variables que explican las expectativas de inflación a doce meses: A, B, C, D, E, F, G, H, I en orden de importancia hasta un máximo de cinco.
- Las respuestas de los encuestados se presentan a continuación:

Encuestado	1º	2º	3º	4º	5º
1	A <sup>5</sup>	B <sup>4</sup>	C <sup>3</sup>		
2	A <sup>5</sup>	D <sup>4</sup>	E <sup>3</sup>	F <sup>2</sup>	
3	B <sup>5</sup>	A <sup>4</sup>	F <sup>3</sup>	E <sup>2</sup>	G <sup>1</sup>
4	B <sup>5</sup>	D <sup>4</sup>	A <sup>3</sup>	E <sup>2</sup>	F <sup>1</sup>
5	A <sup>5</sup>	H <sup>4</sup>			
6	I <sup>5</sup>				

Se asignan los puntajes correspondientes para cada variable (superíndice en el cuadro).

- Se calcula la importancia media:

Por ejemplo, el promedio de importancia para el aspecto A según la ponderación indicada sería:  $(5+5+4+3+5)/6=3,7$ .

Por su parte, el promedio de importancia del aspecto E sería:  $(3+2+2)/6=1,2$  y el del I sería  $(5)/6=0,8$ .

Si a un aspecto no lo mencionó una persona, su ponderación es de 0.

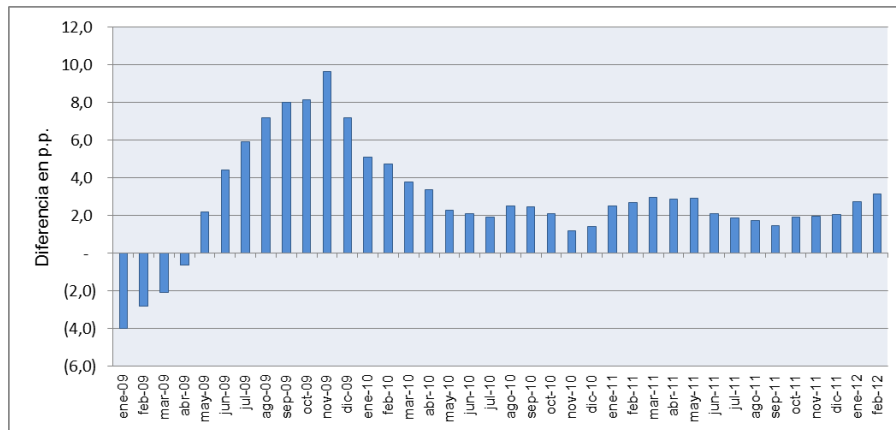
Entonces, para cada variable la importancia media es:

A:	22/6	=	3,7
B:	14/6	=	2,3
C:	3/6	=	0,5
D:	8/6	=	1,3
E:	7/6	=	1,2
F:	6/6	=	1,0
G:	1/6	=	0,2
H:	4/6	=	0,7
I:	5/6	=	0,8

- De acuerdo con el ejercicio, el orden de las variables según la importancia media es: A, B, D, E, F, I, H, C, G.

Según el gráfico 2, en marzo de 2011, los informantes esperaban que la inflación interanual en febrero de 2012 se ubicara en 7,2 %, en tanto la inflación interanual observada fue de 4,1%, con una diferencia de 3,1 p.p., lo cual ocurre en un contexto en el que la inflación interanual promedio desde enero de 2011 se ubica en 4,8%.

**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 febrero 2012



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 503,68 colones<sup>3</sup>, las expectativas para dicha variable son:

- ₡509,6 por dólar al 30 de abril de 2012 (3 meses).
- ₡513,9 por dólar al 31 de julio de 2012 (6 meses).
- ₡520,0 por dólar al 31 de enero de 2013 (12 meses).

En términos porcentuales las variaciones esperadas son de 1,2%, 2,0% y 3,2% respectivamente. Al anualizar para los horizontes de tres y seis meses se obtienen valores de 4,8% y 4,1% en cada caso.

**Cuadro 4. Expectativa del nivel y variación de tipo de cambio para los tres horizontes consultados**

Consulta realizada en febrero 2012

	Niveles de tipo de cambio			Variaciones de tipo de cambio		
	3 meses	6 meses	12 meses	3 meses	6 meses	12 meses
Promedio	₡509,6	₡513,9	₡520,0	1,2%	2,0%	3,2%
<i>Analistas financieros</i>	₡509,2	₡513,5	₡520,4	1,1%	2,0%	3,3%
<i>Resto de consultados</i>	₡509,3	₡511,9	₡520,0	1,1%	1,6%	3,2%
Mediana	₡510,0	₡513,5	₡520,0	1,3%	2,0%	3,2%
Moda	₡510,0	₡510,0	₡515,0	1,3%	1,3% y 2,2%	2,2% y 4,2%
Desviación estándar	₡5,6	₡7,7	₡11,2	1,1 p.p.	1,5 p.p.	2,2 p.p.
Valor mínimo	₡498,0	₡497,0	₡500,0	-1,1%	-1,3%	-0,7%
Valor máximo	₡525,0	₡535,0	₡550,0	4,2%	6,2%	9,2%
Decil 1	₡504,0	₡505,1	₡506,0	0,6%	0,3%	0,5%
Decil 9	₡519,8	₡524,7	₡532,7	3,2%	4,2%	5,8%
Cantidad de respuestas	50	50	50	50	50	50

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

<sup>3</sup> Tipo de cambio de referencia de compra al 31 de enero de 2012.

Los principales elementos que tomaron en consideración los encuestados para la formulación de las expectativas de tipo de cambio se indican en el cuadro 5, en orden de importancia de mayor a menor, según la frecuencia citada por los informantes.

**Cuadro 5. Elementos considerados en la formulación de las expectativas de tipo de cambio**  
Consulta realizada en febrero 2012

A tres meses	A 6 meses	A 12 meses
Comportamiento observado del tipo de cambio	Comportamiento observado del tipo de cambio	Comportamiento observado del tipo de cambio
Mercado de divisas	Déficit fiscal	Déficit fiscal
Déficit fiscal	Déficit de cuenta corriente	Déficit de cuenta corriente
Intervención del BCCR en el mercado de divisas	Mercado de divisas	Inversión extranjera directa
Tasas de interés internas en moneda nacional y extranjera	Inversión extranjera directa	Evolución de la economía internacional
Expectativas de la evolución económica nacional	Intervención del BCCR en el mercado de divisas	Entradas y salidas de capitales
Crédito	Expectativas de la evolución económica internacional	Política monetaria
Evolución de la economía internacional	Tasas de interés internas en moneda nacional y extranjera	Mercado de divisas
Expectativas de la evolución económica internacional	Expectativas de la situación fiscal	Intervención del BCCR en el mercado de divisas
Expectativas de la situación fiscal	Reservas internacionales	Tasas de interés internas en moneda nacional y extranjera
	Entradas y salidas de capitales	Expectativas de la evolución económica nacional
		Impacto de situación internacional
		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 de 2011 a febrero de 2012 se puede apreciar en el cuadro 6<sup>4</sup>. Tanto los resultados obtenidos en la encuesta como los derivados del mercado financiero, reflejan desde enero de 2011 hasta diciembre de 2011, depreciaciones esperadas en la moneda nacional.

**Cuadro 6. Variación del tipo de cambio esperado a partir del cálculo de tipo de cambio futuro y de la encuesta.**

Enero 2011 a febrero 2012

Mes de la encuesta	Encuesta mensual de expectativas			Variación implícita tipo de cambio futuro <sup>1/</sup>			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	0,9%	2,4%	3,8%	1,0%	2,5%	5,7%	0,1	0,2	1,9
feb-11	1,4%	2,6%	4,4%	1,0%	2,5%	5,7%	-0,3	-0,1	1,2
mar-11	1,8%	3,1%	5,1%	1,0%	2,6%	5,7%	-0,7	-0,5	0,6
abr-11	1,8%	3,0%	4,8%	1,0%	2,6%	5,7%	-0,7	-0,4	0,9
may-11	1,8%	3,2%	5,1%	1,0%	2,6%	5,7%	-0,7	-0,6	0,6
jun-11	2,0%	2,8%	4,9%	1,0%	2,6%	5,1%	-1,0	-0,1	0,2
jul-11	1,5%	2,8%	4,4%	0,2%	0,9%	2,6%	-1,3	-1,9	-1,7
ago-11	1,1%	2,0%	3,4%	0,2%	0,9%	2,6%	-0,9	-1,1	-0,7
sep-11	1,0%	1,6%	3,0%	0,2%	0,9%	2,7%	-0,8	-0,7	-0,4
oct-11	1,7%	2,1%	3,7%	0,3%	1,0%	2,8%	-1,4	-1,1	-0,8
nov-11	0,8%	2,0%	3,6%	0,2%	0,9%	2,8%	-0,6	-1,0	-0,8
dic-11	1,7%	2,8%	4,3%	0,6%	1,3%	3,0%	-1,0	-1,5	-1,3
ene-12	1,2%	2,0%	3,5%	0,3%	0,9%	2,9%	-0,8	-1,1	-0,6
feb-12	1,2%	2,0%	3,2%	0,3%	0,9%	3,1%	-0,9	-1,1	-0,1

<sup>1/</sup> 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

<sup>4</sup> En los informes de junio y julio se incluye un recuadro que detalla la metodología.

Según el cuadro 6, desde febrero de 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 (0,9 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 de 2011 hasta junio de 2011 (0,9 p.p. en promedio), situación que se revierte a partir de julio (0,8 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 7 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 mientras que para el horizonte de doce meses la encuesta tiene un error menor.

**Cuadro 7. Raíz del error cuadrático medio de la expectativa de variación del tipo de cambio a tres, seis y doce meses para la encuesta mensual y para el cálculo de tipo de cambio futuro**

	A tres meses <sup>1/</sup>	A seis meses <sup>2/</sup>	A doce meses <sup>3/</sup>
Encuesta	0,3	0,6	1,8
Mercado	0,2	0,5	1,9

<sup>1/</sup> Contiene información de errores porcentuales de marzo 2011 a febrero 2012

<sup>2/</sup> Contiene información de errores porcentuales de junio 2011 a febrero 2012

<sup>3/</sup> Contiene información de errores porcentuales de diciembre 2011 a febrero 2012

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

## 2. Comentarios de los encuestados

Los comentarios indicados por los informantes son:

1. (Expectativa de inflación: 6,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 5,2%). “Lo anterior supone que el BCCR no hace la tontería anunciada de las sobretasas. De hacerlo, me temo que las consecuencias comerciales, el daño a las expectativas domésticas y externas, y el flujo de capital resultante serían significativos”.
2. (Expectativa de inflación: 6,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 2,2%). “No entiendo por qué el BCCR defiende el paquete fiscal ya que no tiene impacto inflacionario. CUIDADO ya que si suben impuestos, mantienen encajes en los máximos niveles y suben tasas de interés van a crear una recesión”.
3. (Expectativa de inflación: 7,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 3,2%). “La no aprobación de la reforma fiscal creará condiciones adversas que obligarán al BCCR a adoptar medidas no convencionales que impactarán los precios. La crisis europea podría agudizarse si se retrasan más las medidas correctivas, lo que creará un ambiente adverso para la estabilidad interna y externa del país”.
4. (Expectativa de inflación: 5,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 2,0%). “Tipo de cambio es incógnita, pronósticos se ajustan a devaluación pero en un porcentaje reducido hasta que no se ajusten los flujos de capitales que generan al parecer apreciación”.
5. (Expectativa de inflación: 6,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 1,3%). “Costa Rica mantiene un crecimiento lento y desempleo persistente,



principalmente en el sector servicios, por todo el 2012. Asume política fiscal y monetaria moderadamente contractiva en el corto plazo”.

6. (Expectativa de inflación: 5,5% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 5,2%). “La estabilidad de la inflación y tipo de cambio dependerá del posible arreglo en la eurozona. A nivel interno no considero que el déficit fiscal sea el detonante de las variables”.
7. (Expectativa de inflación: 6,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 5,8%). “Sigue siendo crítico para las proyecciones estimar las posibilidades de aprobación del paquete fiscal y la capacidad del gobierno para fondear su presupuesto con fuentes alternativas al mercado financiero costarricense, ya que al no existir tal posibilidad, pudiera, en los próximas semanas existir más presión de aumento de tasa de interés local y consecuentemente de aumento de costo y de precios”.
8. (Expectativa de inflación: 8,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 5,2%). “Considerar que no es necesario el incremento de las tasas dada la baja inflación, ya que la necesidad de invertir es mayor en inversionistas institucionales que prefieren el mercado local que el internacional al financiamiento del gobierno, además el aumento de las tasas traería capital golondrina con las repercusiones que trae a la sociedad”.
9. (Expectativa de inflación: 7,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 5,2%). “El efecto de crisis en la eurozona afectará variables importantes, incluyendo exportaciones de bienes y servicios (turismo, hotelería) y menor entrada de capitales, a pesar del repunte en las tasas de interés en colones. Conviene dejar el tipo de cambio flotar para poder bajar tasas de interés”.
10. (Expectativa de inflación: 5,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 0,5%). “El comportamiento del tipo de cambio dependerá mucho de las compras que realice el BCCR para operaciones del SPNB y su Programa de Reservas, lo que haría que los mínimos sean más altos en el 2012 respecto al 2011”.
11. (Expectativa de inflación: 5,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: -0,7%). “A nivel internacional no se observan todavía señales que me hagan creer en un dólar de los EE.UU. fuerte. A lo interno, no me parece que la presión de demanda que pueda existir sea suficientemente fuerte como para presionar el dólar al alza en el mercado doméstico”.