



BC BANCO
CR CENTRAL DE
COSTA RICA

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 octubre de 2011**

Diciembre, 2011

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

Los principales resultados de la encuesta, realizada entre el 5 y el 18 de octubre, indicaron¹:

- Expectativa de inflación de 6,2%, correspondiente al horizonte del 1 de octubre 2011 al 30 de setiembre 2012, menor en 0,1 p.p. respecto a la expectativa de la encuesta de setiembre 2011.
- Expectativa de variación del tipo de cambio de 1,7%, 2,1% y 3,7% al 31 de diciembre 2011, al 31 de marzo del 2012 y al 30 de setiembre del 2012, en cada caso.

1.1 Expectativa de inflación

La expectativa promedio de inflación a doce meses fue de 6,2%, lo que comparado con el rango meta de inflación de 4,0% (± 1 p.p.)², establecido para el 2012, indica que las expectativas se encuentran un 1,2 p.p. sobre el límite superior del rango meta. Sin embargo la expectativa es la mínima observada desde que inició la encuesta, lo que favorece la política monetaria hacia el nuevo esquema de metas de inflación en el sentido de que la tendencia de estas expectativas es hacia la convergencia de la meta del Banco Central.

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

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

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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Por estratos, la expectativa de inflación tanto del grupo de analistas financieros como del resto de informantes es la mínima desde que inició la encuesta. Al mismo tiempo el valor central y el valor más común de la muestra se ubicaron en 6,0%, igual al límite superior de la meta de inflación establecida por el BCCR para el 2011.

¹ Con una tasa de respuesta de 85,0%.

² Según la revisión del Programa Macroeconómico del Banco Central de Costa Rica para el 2011-2012.

La media truncada al 5% y al 15% de las expectativas de los informantes indican una expectativa media 6,1%, 0,1 p.p. menor a la expectativa media de toda la información.

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 octubre 2011

| Toman en cuenta para la formulación de la expectativa de inflación: | Promedio^{1/} |
|--|------------------------------|
| Precios internacionales esperados del petróleo y otras materias primas. | 7,23 |
| Precios internacionales observados del petróleo y otras materias primas. | 7,02 |
| Expectativas de variación del tipo de cambio. | 7,00 |
| Evolución reciente del IPC. | 6,92 |
| Evolución reciente del tipo de cambio. | 6,64 |
| Anuncio de la meta de inflación del Banco Central. | 5,98 |
| Resultado fiscal observado. | 5,35 |
| Resultado fiscal esperado. | 5,04 |
| Política salarial vigente. | 3,20 |
| Otro | 2,35 |

^{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.

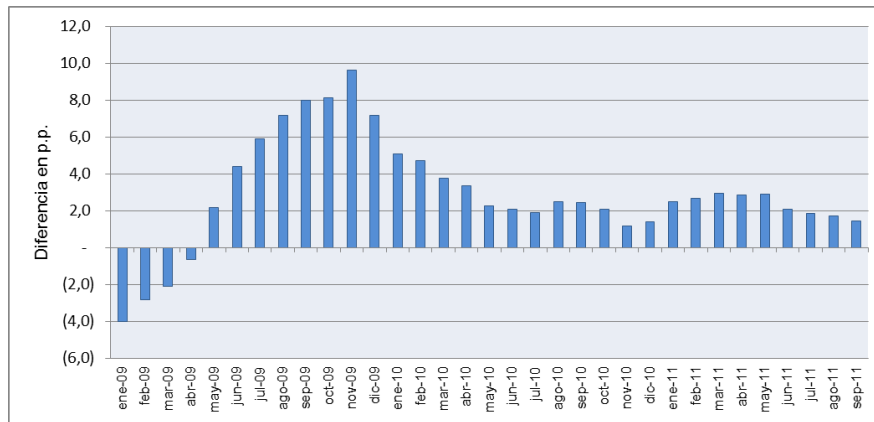
La evolución observada y esperada sobre los precios internacionales del petróleo y de otras materias primas importadas son los principales factores que determinan la formación de la expectativa de inflación de acuerdo con los encuestados. Asimismo, estas variables fueron las principales causas, indicadas por los participantes en la encuesta, desde marzo 2011³.

Entre otras variables indicadas por los informantes en la formación de sus expectativas están: la evolución de las variables externas de la economía nacional, perspectivas económicas mundiales del FMI, desaceleración económica internacional y moderado comportamiento de la demanda interna, situación económica mundial (Europa y USA), efecto del plan fiscal en los precios, política de determinación de precios de bienes y servicios regulados, inversión extranjera directa, expectativas de un paquete fiscal, entre otros.

Según el gráfico 2, en octubre 2010, los informantes esperaban que la inflación interanual en setiembre 2011 se ubicara en 6,6%, en tanto la inflación interanual observada fue de 5,2% (diferencia de 1,5 p.p.), lo cual ocurre en un contexto en el que la inflación acumulada a setiembre es de 3,2% y la variación interanual promedio de enero 2010 a setiembre 2011 se ubica en 5,2%.

³ La encuesta separa la evolución y las expectativas sobre los precios internacionales del petróleo y otras materias primas desde marzo 2011.

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 setiembre 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 508,36⁴, las expectativas para dicha variable son:

- ₡517,2 por dólar al 31 de diciembre del 2011 (3 meses)
- ₡519,1 por dólar al 31 de marzo del 2012 (6 meses)
- ₡527,1 por dólar al 30 de setiembre del 2012 (12 meses)

En términos porcentuales las variaciones son 1,7%, 2,1% y 3,7% respectivamente, resultados que 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 octubre 2011

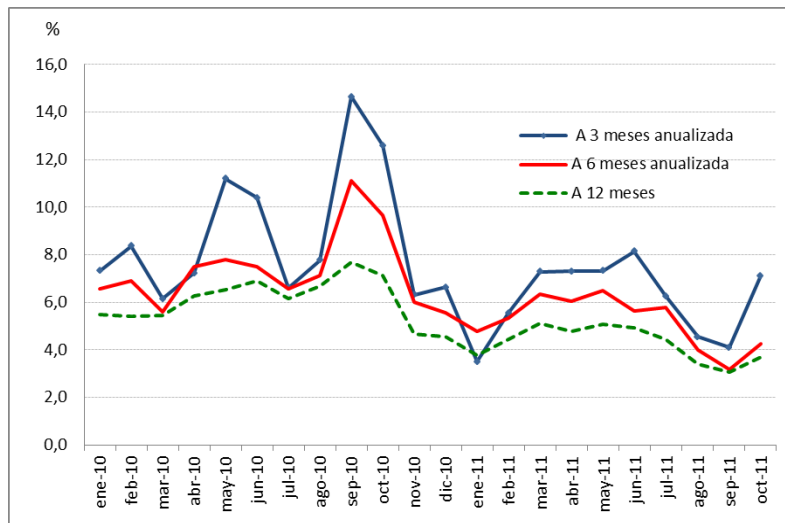
| | Niveles de tipo de cambio | | | Variaciones de tipo de cambio | | |
|------------------------|---------------------------|---------|----------|-------------------------------|----------|----------|
| | 3 meses | 6 meses | 12 meses | 3 meses | 6 meses | 12 meses |
| Promedio | ₡517,2 | ₡519,1 | ₡527,1 | 1,7% | 2,1% | 3,7% |
| Analistas financieros | ₡517,3 | ₡519,7 | ₡528,5 | 1,8% | 2,2% | 4,0% |
| Resto de consultados | ₡517,0 | ₡518,4 | ₡525,4 | 1,7% | 2,0% | 3,4% |
| Mediana | ₡516,0 | ₡520,0 | ₡525,0 | 1,5% | 2,3% | 3,3% |
| Moda | ₡510,0 | ₡510,0 | ₡515,0 | 0,3% | 0,3% | 1,3% |
| Desviación estándar | ₡8,7 | ₡10,1 | ₡14,9 | 1,7 p.p. | 2,0 p.p. | 2,9 p.p. |
| Valor mínimo | ₡505,0 | ₡500,0 | ₡498,0 | -0,7% | -1,6% | -2,0% |
| Valor máximo | ₡550,0 | ₡540,0 | ₡560,0 | 8,2% | 6,2% | 10,2% |
| Decil 1 | ₡507,0 | ₡508,0 | ₡510,0 | -0,3% | -0,1% | 0,3% |
| Decil 9 | ₡530,0 | ₡530,0 | ₡550,0 | 4,3% | 4,3% | 8,2% |
| Cantidad de respuestas | 49 | 49 | 49 | 49 | 49 | 49 |

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

⁴ Tipo de cambio de referencia de compra al 30 de setiembre del 2011.

Redimensionando la variación de las expectativas de tipo de cambio a tres y seis meses, para hacerlas comparables, observamos que las variaciones anualizadas se ubican consistentemente por encima de la expectativa que indican para el tipo de cambio a doce meses, los informantes esperan en horizontes de tiempo de tres y seis meses, depreciaciones más altas del colón respecto al dólar que las que esperan a doce meses. Para octubre, alrededor de un 10% de los informantes esperan apreciaciones de la moneda nacional con respecto al dólar estadounidense, el resto de informantes expresa depreciaciones de la moneda.

Gráfico 2. Tasas anualizadas de la expectativa de tipo de cambio a tres y seis meses y expectativas de tipo de cambio a doce meses
Enero 2010 a octubre 2011



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.

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 octubre 2011 se puede apreciar en el cuadro 5⁵.

⁵ En los informes de junio y julio se incluye un recuadro que detalla la metodología.

Cuadro 4. Elementos considerados en la formulación de las expectativas de tipo de cambio
Consulta realizada en octubre 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 | | Mercado de divisas | | Evolución de la economía internacional | |
| Evolución de la economía internacional | | Evolución de la economía internacional | | Mercado de divisas | |
| Evolución de las exportaciones | | Déficit de cuenta corriente | | Déficit fiscal | |
| Evolución de las importaciones | | Diferenciales de tasas de interés | | Reservas internacionales | |
| Déficit fiscal | | Déficit fiscal | | Déficit de cuenta corriente | |
| Inversión Extranjera Directa | | Entradas de capitales | | Inversión Extranjera Directa | |
| Diferencial inflacionario | | Inversión Extranjera Directa | | Inflación observada | |
| Pronósticos de inflación | | Reservas internacionales | | Precios internacionales de las materias primas | |
| | | Evolución de las exportaciones | | Evolución de la economía nacional | |
| | | Política monetaria de EU | | Tasas de crecimiento del PIB de CR | |
| | | Expectativas de la situación fiscal | | Evolución de las exportaciones | |
| | | Política monetaria del BCCR | | Expectativas de la situación fiscal | |
| | | Expectativas de inflación | | Política monetaria del BCCR | |
| | | Inflación observada | | Diferencial inflacionario | |
| | | Diferencial inflacionario | | Pronósticos de inflación | |
| | | Pronósticos de inflación | | Paridad de poder de compra | |
| | | Precios internacionales de las materias primas | | Tasas de interés internacionales | |

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Cuadro 5. Variación del tipo de cambio esperado a partir del cálculo de tipo de cambio futuro y de la encuesta.

Enero a octubre del 2011

| Mes de la encuesta | Encuesta mensual de expectativas (%) | | | Expectativas de mercado (%) | | | Diferencial entre ambas expectativas (p.p.) | | |
|--------------------|--------------------------------------|-----------|------------|-----------------------------|-----------|------------|---|-----------|------------|
| | 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 | 1.97 | 3.38 | 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 |

^{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

Para este mes se observan diferencias a tres y seis meses de más de 1,0 p.p., las más altas observadas en el 2011, como se observa en el cuadro anterior, todas las expectativas de ambos cálculos reflejan desde enero 2011 depreciaciones esperadas en la moneda nacional.

2. Comentarios de los encuestados

Los comentarios indicados por los informantes son:

1. (Expectativa de inflación: 6,5% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 4,3%). “Es un momento crítico para las economías más importantes en el mundo, donde la nuestra se verá afectada de forma directa e indirecta”.

2. (Expectativa de inflación: 6,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 8,2%). “Puede darse una mayor depreciación cambiaria, dependiendo de la crisis financiera internacional”.
3. (Expectativa de inflación: 5,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 1,3%). “La incertidumbre internacional y los riesgos de una recesión están aumentando, lo que podría afectar el sector externo del país”.
4. (Expectativa de inflación: 9,5% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: -2,0%). “La concreción del reciente "acuerdo" alcanzado entre autoridades del Gobierno y el mayor grupo opositor para aprobar el nuevo plan fiscal, podría afectar la sociedad empresarial del País en el momento menos indicado”.
5. (Expectativa de inflación: 6,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 2,3%). “Las dificultades para la recuperación de la economía mundial, combinadas con posible política monetaria restrictiva en Europa y el EE.UU., generan dudas en cuanto a un flujo sostenido de capitales de corto plazo en el país. Por otra parte, si la situación internacional empeora, el Banco Central y los bancos comerciales podrían intentar aumentar sus reservas de dólares. La devaluación definitivamente impulsará hacia arriba la tasa de inflación”.
6. (Expectativa de inflación: 6,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 10,2%). “Evaluemos el costo del costarricense promedio por una devaluación del colón alta, y la imagen del BCCR por no mantener los niveles de inflación proyectados como consecuencia del aumento en el TC”.
7. (Expectativa de inflación: 6,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 3,3%). “Banco Central deberá estar listo por si debe intervenir por falta de liquidez del mercado MONEX en donde podría subir de manera especulativa”.
8. (Expectativa de inflación: 5,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 0,3%). “Las expectativas de los agentes económicos sobre tipo de cambio e inflación impactarán las variables observadas, también influye la política cambiaria y monetaria del BCCR”.
9. (Expectativa de inflación: 5,4% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 5,2%). “Se está a la expectativa de lo que pueda pasar en Europa principalmente en el sistema financiero y cuál podría ser la repercusión a nivel nacional”.
10. (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 lo que resta del año y todo el 2012. Asume política fiscal contractiva en el corto plazo”.
11. (Expectativa de inflación: 6,5% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: 4,3%). “Es de esperar que el leve crecimiento económico de USA y de la zona Euro tienden a anclar las expectativas de la evolución de los precios de las materias primas, sin embargo también inciden en la expectativa de crecimiento de nuestras exportaciones en el mediano plazo”.

12. (Expectativa de inflación: 5,0% y expectativa de variación del tipo de cambio a 12 meses: -0,7%). “La inflación parece no ser un problema para los EE.UU. en este momento, pues están más preocupados por el crecimiento económico. Aunque lentos en la respuesta de política, no creo que los europeos se arriesguen a salirse del euro. Por lo tanto, sigo sin ver un repunte del dólar de los EE.UU.”