

# INFORME DE COYUNTURA CAMBIARIA



acompaña las buenas decisiones

Año 11. Número 06.  
Julio 2015

Prohibida su reproducción y/o distribución

## CONTENIDO

¿Seguirán las reservas en caída libre? .....	2
Indicadores del Mercado Cambiario .....	6
Indicadores de Disponibilidades de Divisas .....	9
Indicadores Monetarios .....	11
Usted debe tener en cuenta .....	12
Reporte de la deuda de Venezuela y Pdvsa .....	13

## ¿Seguirán las reservas en caída libre?

En lo que va de año las reservas internacionales (RRII) han descendido US\$5.896 millones (26,7%) respecto a su valor de cierre de 2014, afectadas por la considerable contracción del flujo de caja en divisas de la nación, debido a la caída de 48,8% en los precios del petróleo. La reducción en el stock de reservas ha puesto en duda la capacidad del Gobierno para hacer frente al pago de deuda externa, financiar importaciones y cancelar compromisos pendientes con el sector privado, sin llevar a cabo nuevos ajustes en la esfera cambiaria, en un entorno donde la capacidad de endeudamiento no solo se ha tornado en una opción muy costosa sino que se ha visto seriamente limitada.

### El peso de la deuda no nos deja respirar

Uno de los factores que ha contribuido a la merma de los activos de reserva es el alto monto de los egresos de divisas, que si bien se han intentado contener a través de una menor asignación de recursos hacia el sector privado, tiene un alto componente que resulta ser inelástico, relacionado sobre todo con un cronograma de pagos que ha requerido un importante desembolso de fondos.

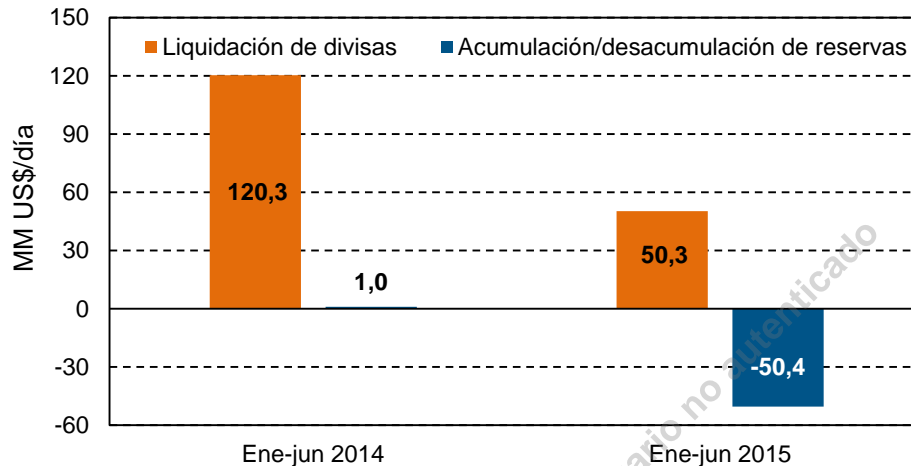
En **Ecoanalítica** estimamos que aunque el recorte de 57,7% en las asignaciones a través de mecanismos oficiales (Cencoex y sus complementos) llevado a cabo durante los primeros cinco meses del año significará un ahorro en divisas de US\$7.106 millones, los pagos por concepto de servicio de deuda de los bonos soberanos y de Pdvsá alcanzaron US\$4.148 millones en el primer semestre del año (1S2015).

### Ganando tiempo

Ante el escenario de contracción en los ingresos e inelasticidad de los gastos, el Gobierno se ha visto en necesidad de llevar a cabo medidas de “ingeniería financiera” en las cuales el uso de las reservas ha tenido un papel fundamental.

En **Ecoanalítica** estimamos que en el 1S2015, el ritmo diario de decrecimiento en las reservas internacionales ha sido de US\$50,4 millones, el cual no es casualidad que haya sido casi idéntico al monto de asignaciones al sector privado durante los primeros cinco meses del año, estimado en US\$50,3 millones diarios. En otras palabras, pudiera decirse que, en lo que va de año, el Gobierno ha tenido que echar mano a las reservas para poder asignar divisas al sector privado. De continuarse por el mismo camino las reservas internacionales estarían alcanzando un piso cercano a US\$9.800 millones para finales del año.

### Liquidación de divisas vs variación en las RRII



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

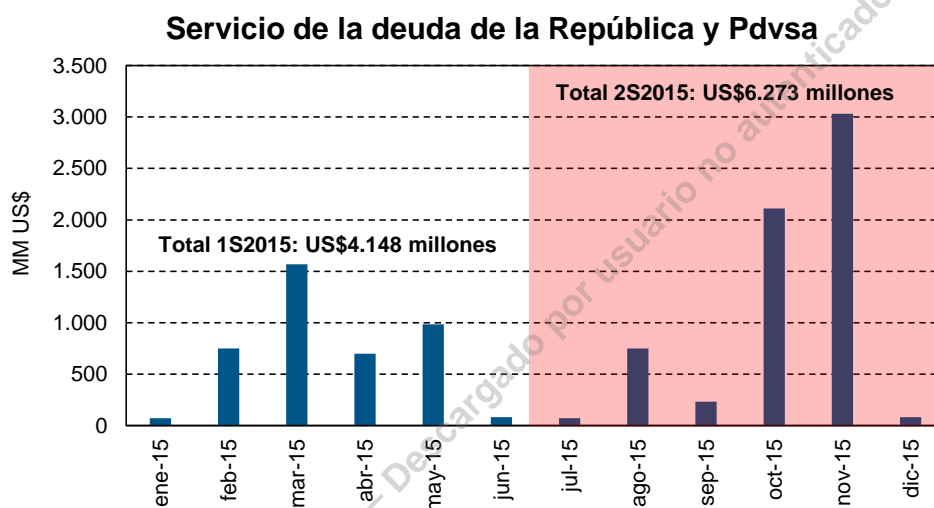
Así como la merma en las reservas es algo inquietante, la manera en como esta se ha llevado a cabo no es un asunto de menor preocupación. Para poder hacer uso de los fondos de reserva el Banco Central de Venezuela (BCV) ha tenido que llevar a cabo operaciones poco convencionales: un *swap* de reservas en oro por alrededor de US\$1.500 millones, y el cambio por efectivo de fondos depositados en el Fondo Monetario Internacional (FMI), US\$383 millones en mayo y US\$1.500 millones en junio. Además de ello se han requerido transferencias de fondos hacia las reservas, la más importante una por US\$1.933 millones, proveniente de Pdvsa tras el descuento de la deuda por cobrar a República Dominicana.

### ¿Un segundo semestre más holgado?

Ya de cara a la segunda mitad del año, en **Ecoanalítica** esperamos que los fondos que se obtendrán mediante operaciones de crédito y descuento de deudas, y el efecto de la recuperación de los precios del petróleo durante el 2T2015 (los cuales se harán sentir en el 3T2015), permitirán contar con un flujo de divisas mayor, aunque es muy poco probable que ello se traduzca en una acumulación de reservas.

Estimamos que el Gobierno comience a hacer uso de los recursos obtenidos mediante la renovación del tramo B del Fondo Chino (US\$5.000 millones) a partir del mes de agosto (probablemente para financiar importaciones públicas), y no descartamos un nuevo descuento de cuentas por cobrar por alrededor de US\$1.100 millones (un descuento de más de 50,0% sobre una deuda con un valor nominal de US\$2.213 millones).

Aunque se proyecta que las entradas de divisas para el 2S2015 serán un tanto mayores, se espera que los egresos también aumenten. Tan solo por concepto de servicio de deuda de los bonos de la República y Pdvsa se tendrán que desembolsar US\$6.273 millones entre julio y diciembre, un incremento de 51,2% respecto a lo desembolsado en la primera mitad del año. A los mayores egresos por concepto de servicio de deuda se sumarán unas mayores importaciones públicas, algo de esperarse en meses preelectorales.



Fuentes: Barclays Research y Ecoanalítica

## Los riesgos aún persisten

Así como un incremento en los egresos en el 2S2015 pudiera requerir un uso mayor de las reservas internacionales, otros factores de riesgo también podrían influir sobre el valor de las reservas durante la segunda mitad del año.

En **Ecoanalítica** creemos que el principal riesgo para el flujo de caja -y por lo tanto para el *stock* de reservas- está asociado a la fluctuación en los precios del petróleo, los cuales si bien han mostrado una tendencia al alza desde el mes de enero, pudieran verse afectados por un incremento de casi 1,0 mb/d en las exportaciones iraníes (Irán actualmente negocia un acuerdo que podría poner fin a sanciones económicas impuestas por Estados Unidos (EE.UU.) que actualmente enfrenta), y por una debilidad de la demanda mundial de crudo.

Otro riesgo importante, y por lo tanto otra variable a tener en cuenta, tiene que ver con una posible alza en las tasas de interés en EE.UU. para el último trimestre del año, lo que supondría un revés para los precios del oro y afectaría el valor total de los activos de reserva.

Tomando dichos riesgos en cuenta, y considerando que el Gobierno contaba con cerca de US\$6.800 millones en recursos extrapresupuestarios a cierre del mes de mayo, que son susceptibles de ser utilizados para intentar “estabilizar” las reservas, en **Ecoanalítica** estimamos que estas últimas cerraran 2015 en un nivel cercano a US\$13.000 millones, una caída de 41,1% respecto a su nivel de 2014.

**Gabriel Villamizar**

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

## Indicadores del Mercado Cambiario

### Indicadores de tipo de cambio

Indicadores de tipo de cambio (VEB/US\$)			
	junio-15	Var. % (m/m)	Var. % (a/a)
M2/RRII*	152,1	12,4	127,7
TCR**	37,6	3,1	99,1
TC Paralelo**	439,4	32,9	515,1
Sicad I	12,8	6,7	23,1
Simadi**	198,5	-0,3	-

Fuentes: BCV, otros Bancos Centrales y Ecoanalítica

\*Cierre de mes \*\* Promedio mensual

### Tipo de cambio ponderado de la economía escenario optimista

Tipo de cambio ponderado de la economía*								
Tipos de cambio	2012		2013		2014		2015P	
Importaciones Públicas	4,3	39,9%	6,3	43,2%	9,4	47,1%	10,3	47,0%
Sitme	5,3	7,9%	5,3	0,7%	-	-	-	-
Sicad			11,1	2,5%	11,0	10,9%	15,0	5,0%
Sicad II			-		50,0	5,2%	-	
Cadivi - Cencoex	4,3	36,9%	6,3	36,0%	6,3	28,7%	6,3	36,6%
Permuta- (Simadi**)			-		-		200,0	3,0%
No Oficial	10,6	15,4%	35,7	17,6%	90,5	8,1%		8,4%
<b>TC ponderado importaciones</b>	<b>5,3</b>		<b>11,6</b>		<b>17,3</b>		<b>47,5</b>	
<b>Variación</b>	<b>15,5%</b>		<b>116,5%</b>		<b>49,8%</b>		<b>173,8%</b>	
<b>Devaluación</b>	<b>13,4%</b>		<b>53,8%</b>		<b>33,2%</b>		<b>63,5%</b>	
<b>Depreciación/Apreciación Real</b>			<b>24,3%</b>		<b>-33,6%</b>		<b>-11,1%</b>	

Fuentes: BCV, Cadivi y Ecoanalítica

\*Promedio anual

\*\*A partir de febrero de 2015

## Tipo de cambio ponderado de la economía escenario pesimista

Tipo de cambio ponderado de la economía*								
Tipos de cambio	2012		2013		2014E		2015P	
Públicas	4,3	39,9%	6,3	43,2%	9,4	47,1%	10,9	47,0%
Sitme	5,3	7,9%	5,3	0,7%	-	-	-	-
Sicad	-	-	11,1	2,5%	11,0	10,9%	18,0	5,0%
Sicad II	-	-	-	-	50,0	5,2%	-	-
Cadivi - CencoeX	4,3	36,9%	6,3	36,0%	6,3	28,7%	6,3	37,3%
Permuta- Simadi**	-	-	-	-	-	-	220,0	1,5%
No Oficial	10,6	15,4%	35,7	17,6%	90,5	8,1%	-	9,2%
<b>TC ponderado importaciones</b>	<b>4,7</b>		<b>8,0</b>		<b>17,3</b>		<b>55,8</b>	
<b>Variación</b>	<b>2,1%</b>		<b>70,3%</b>		<b>115,5%</b>		<b>221,9%</b>	
<b>Devaluación</b>	<b>2,1%</b>		<b>41,3%</b>		<b>53,6%</b>		<b>68,9%</b>	
<b>Depreciación/Apreciación Real</b>			<b>-47,4%</b>		<b>-33,6%</b>		<b>4,6%</b>	

Fuentes: BCV, Cadivi y Ecoanalítica

\*Promedio anual

\*\*A partir de febrero de 2015

## Tipo de cambio ponderado del sector privado escenario optimista

Tipo de cambio ponderado de las importaciones privadas*								
Tipos de cambio	2012		2013		2014E		2015P	
Sitme	5,3	13,1%	5,3	1,4%	-	-	-	-
Sicad	-	-	11,1	5,5%	11,1	20,6%	15,0	9,4%
Sicad II	-	-	-	-	50,0	9,8%	-	-
Cadivi	4,3	77,7%	6,3	81,8%	6,3	54,3%	6,3	69,1%
Simadi**	-	-	-	-	-	-	200,0	5,7%
No Oficial	10,6	9,2%	35,7	11,3%	90,5	15,3%	-	15,8%
<b>TC ponderado importaciones privada</b>	<b>5,0</b>		<b>9,9</b>		<b>24,4</b>		<b>80,5</b>	
<b>Variación</b>	<b>3,9%</b>		<b>97,0%</b>		<b>147,6%</b>		<b>229,3%</b>	
<b>Devaluación</b>	<b>3,8%</b>		<b>49,2%</b>		<b>59,6%</b>		<b>69,6%</b>	
<b>Depreciación/Apreciación Real</b>			<b>-35,4%</b>		<b>-6,5%</b>		<b>50,7%</b>	

Fuentes: BCV, Cadivi y Ecoanalítica

\*Promedio anual

\*\*A partir de febrero de 2015

## Tipo de cambio ponderado del sector privado escenario pesimista

Tipo de cambio ponderado de las importaciones privadas*									
Tipos de cambio	2012		2013		2014E		2015P		
Sitme	5,3	13,1%	5,3	1,4%					
Sicad			11,1	5,5%	11,1	20,6%	22,0	9,4%	
Sicad II					50,0	9,8%			
Cadivi	4,3	77,7%	6,3	81,8%	6,3	54,3%	6,3	70,4%	
Simadi**						-	220,0	2,8%	
No Oficial	10,6	9,2%	35,7	11,3%	90,5	15,3%			17,4%
<b>TC ponderado importaciones privada</b>	<b>5,0</b>		<b>9,9</b>		<b>24,4</b>			<b>96,1</b>	
<b>Variación</b>	<b>3,9%</b>		<b>97,0%</b>		<b>147,6%</b>			<b>293,0%</b>	
<b>Devaluación</b>	<b>3,8%</b>		<b>49,2%</b>		<b>59,6%</b>			<b>74,6%</b>	
<b>Depreciación/Apreciación Real</b>			<b>-35,4%</b>		<b>-6,5%</b>			<b>79,9%</b>	

Fuentes: BCV, Cadivi y Ecoanalítica

\*Promedio anual

\*\*A partir de febrero de 2015

## Otros Indicadores

Tipos de cambio (VEB/US\$)					
	2014E	2015P	Devaluación	Depreciación/Apreciación Real	Var. % (a/a)
<b>TC Sector Público<sup>1</sup></b>	<b>24,7</b>	<b>38,1</b>	<b>35,2</b>	<b>-44,3</b>	<b>54,3</b>
TCP (importaciones) <sup>1</sup>	17,3	47,5	63,6	-30,6	174,6
TCP (consumidores) <sup>2</sup>	29,4	144,7	79,7	111,5	392,2
<b>Tipo de cambio real<sup>3</sup></b>	<b>26,1</b>	<b>68,4</b>	<b>61,8</b>	<b>0,0</b>	<b>161,8</b>
TC de equilibrio monetario <sup>3</sup>	19,5	36,9	47,0	-46,1	88,8
M2/RRII <sup>3</sup>	91,1	196,3	53,6	187,0	115,4
Promedio <sup>4</sup>	23,1	74,4	69,0	8,7	222,1

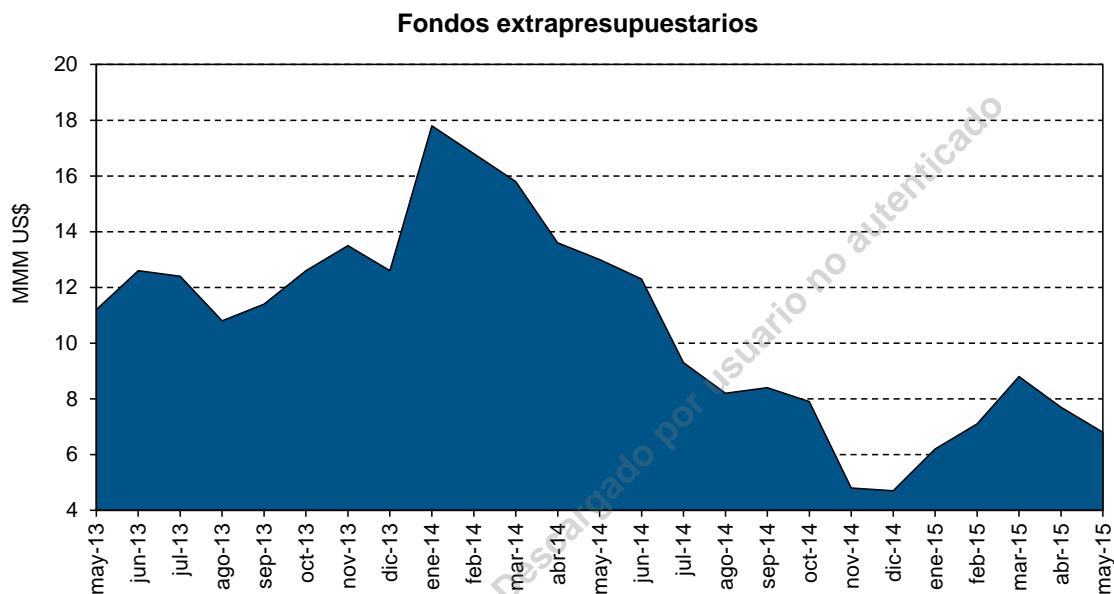
Fuentes: BCV y Ecoanalítica

<sup>1</sup> Promedio anual <sup>2</sup> Al cierre de mayo <sup>3</sup> Cierre de año <sup>4</sup> Excluye M2/RRII y TDC sector público

**Nota:** El TC de equilibrio monetario es el TC necesario para eliminar el financiamiento monetario BCV-Pdvs

## Indicadores de Disponibilidades de Divisas

### Fondos Extrapresupuestarios



Fuente: Ecoanalítica

### Deuda parcial no financiera

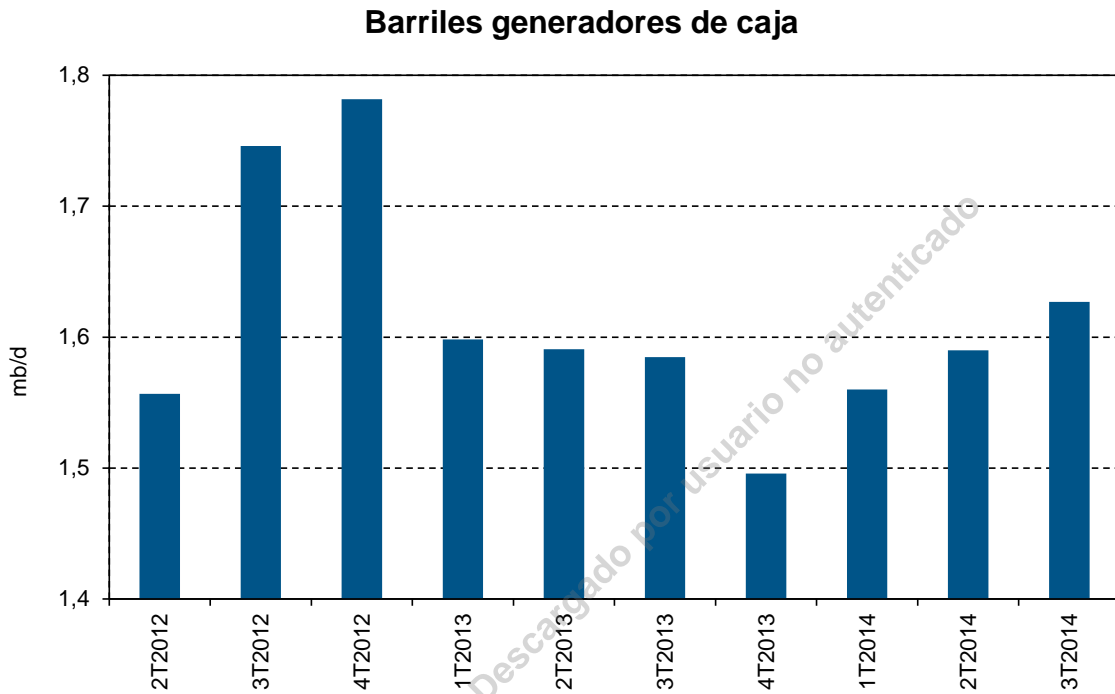
#### Deuda (parcial) no financiera en divisas - Sector Privado (MMUS\$)

	2013	2014	1T2015	Var % (t/t)
Cadivi - Importaciones no liquidadas	8.700	8.421	9.310	10,6%
Cadivi -Dividendos aprobados y no liquidados	4.290	4.205	4.176	-0,7%
Cadivi -Renta y Servicios*	4.280	5.967	7.150	19,8%
Empresas mixtas - Socias Pdvs	6.350	4.850	5.418	11,7%
<b>Total</b>	<b>23.620</b>	<b>23.443</b>	<b>26.054</b>	<b>11,1%</b>

Fuente: Ecoanalítica

\*Incluye deuda con aerolíneas

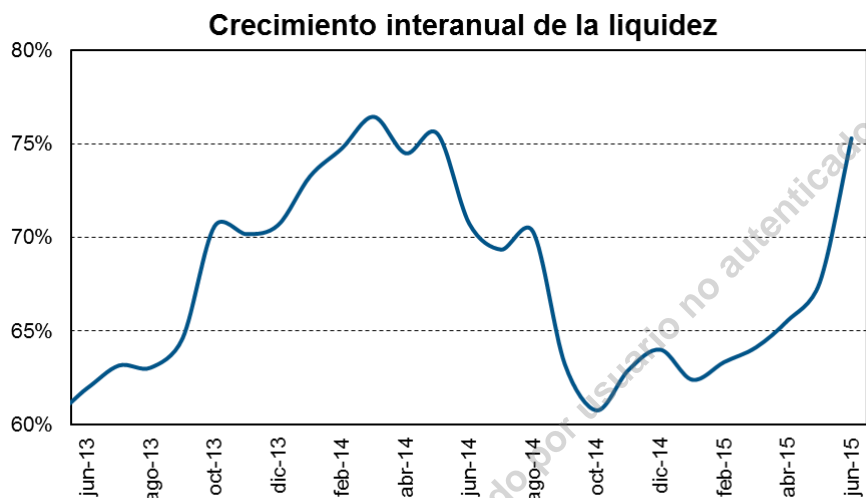
## Barriles generadores de caja



Fuentes: Barclays Research y Ecoanalítica

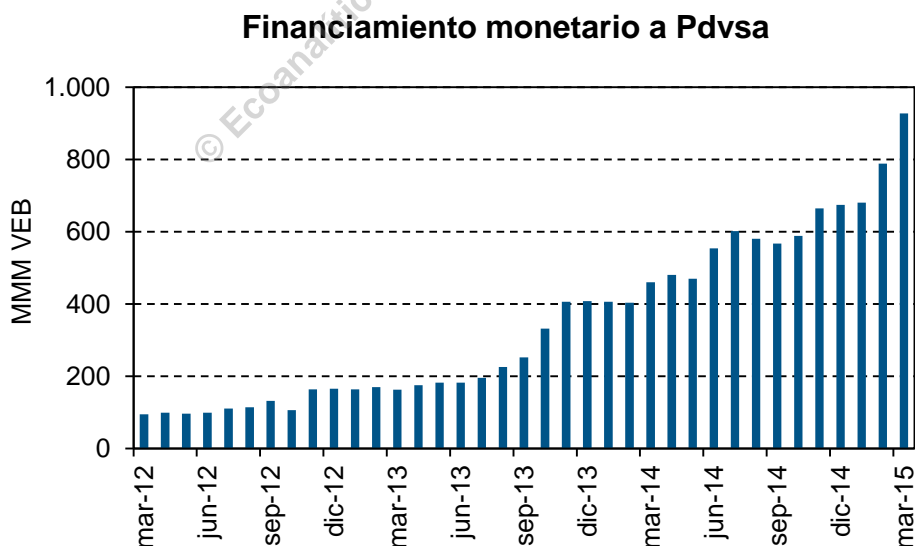
## Indicadores Monetarios

### Liquidez monetaria (M2)



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

### Financiamiento monetario BCV



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

## Usted debe tener en cuenta

- ✓ El BCV no ha publicado cifras de inflación, sin embargo, es innegable el aumento acelerado de los precios en lo que va de año. Nuestro estimado de inflación para finales de 2015 es de alrededor de 180,0%.
- ✓ Las reservas internacionales se ubicaron en US\$16.248 millones al finalizar el mes de junio, niveles mínimos de los últimos 12 años.
- ✓ En el mes de mayo se reportaron niveles mínimos de liquidaciones de divisas: US\$38,0 millones/día, una caída de 72,9% respecto a los US\$140,2 millones/día liquidados en mayo de 2014.
- ✓ Las cámaras de productores en el país siguen a la espera de divisas para pagar sus deudas con proveedores internacionales, en consecuencia los niveles de escasez han aumentado considerablemente en el mes de junio.
- ✓ Se adjudicaron, a través de Sicad, US\$350,0 millones al sector de transporte. Sin embargo, Canidra declaró que el monto es insuficiente para cubrir las necesidades del sector.
- ✓ No hay una estrategia clara sobre el esquema cambiario. En **Ecoanalítica** prevemos que en 2016 los mecanismos cambiarios de Cencoex y Sicad converjan a una tasa de aproximadamente VEF 25,0/US\$
- ✓ Dada el alza continua en los precios del tipo de cambio no oficial, es fundamental que las empresas realicen operaciones de cobertura.

© Ecoanalítica - Documento Propiedad Intelectual Reservada

## Reporte de la deuda de Venezuela y Pdvsa

**Por: Knossos Asset Management**

En el mes de junio, a pesar de la abundancia de noticias locales y globales, fue nuevamente la variación en los precios del petróleo lo que determinó el desempeño de la deuda de Venezuela y Pdvsa. Como se puede observar en el siguiente gráfico, hubo una baja importante en los precios del petróleo a principios de mes luego de que los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) decidieran mantener la oferta en su reunión del mes de junio. Al mismo tiempo, Irán declaraba que podría aumentar las exportaciones en más de 1 millón de barriles diarios (1,0 mb/d), al momento que comience el levantamiento de las sanciones. A mediados del mes los precios de la deuda de Venezuela y Pdvsa se recuperaron como consecuencia de un repunte en los precios del crudo hasta que las noticias del default de Grecia con el FMI llevaran nuevamente a una fuerte caída en los precios al cierre.

### Evolución del precio del bono Venezuela 2027 vs. Precio del petróleo – Brent



Fuente: Bloomberg

En el ámbito local, la atención estuvo centrada alrededor de las reservas internacionales después de que estas cayeran a su nivel más bajo en 11 años (por debajo de US\$17.000 millones) aunado al retiro del BCV de US\$1.500 millones de los derechos especiales de giro (DEG) que tenía en el FMI. Como se evidencia en la siguiente gráfica, la tendencia que muestra el nivel de reservas es preocupante y aunque el mercado esperaba una merma por la baja en los ingresos petroleros, la materialización de una caída de US\$8.000 millones desde el pico de febrero ha creado mucho nerviosismo entre los inversionistas.

## Evolución de las reservas internacionales en el BCV



Fuente: Bloomberg

Otro motivo de preocupación durante el mes fue la subasta de US\$350 millones a través del Sicad para el sector transporte. Sería muy imprudente (con los niveles actuales de reservas) que el Gobierno decidiera reanudar permanentemente estas subastas y especialmente en el entorno de las distorsiones cambiarias actuales. También se anunció una posible titularización de los compromisos con las aerolíneas internacionales, evento que sería negativo para la deuda de Venezuela y Pdvsa ya que esto aumentaría el *stock* de títulos y podría poner más presión sobre los ya muy golpeados precios.

En el ámbito político se anunció la fecha de las elecciones parlamentarias para el 6 de diciembre. El anuncio es positivo ya que acaba con las especulaciones de que el Gobierno no estaba dispuesto a medirse con los bajos índices de popularidad y además, contrario a lo anunciado por Henrique Capriles, fija la fecha después de los vencimientos y amortizaciones de Pdvsa del mes de octubre.

## Desempeño de los bonos de Venezuela y Pdvsa

La caída experimentada por los precios de los bonos de Venezuela y Pdvsa durante el mes de junio fue modesta en el contexto de la volatilidad de precios que hemos experimentado en los últimos meses. Los bonos muy cortos como el Pdvsa 2015 y Venezuela 2016 sufrieron caídas muy leves y las pérdidas más fuertes estuvieron concentrados en los papeles de Pdvsa con vencimientos entre 2016 y 2021.

## Desempeño de los bonos de Venezuela y Pdvsa

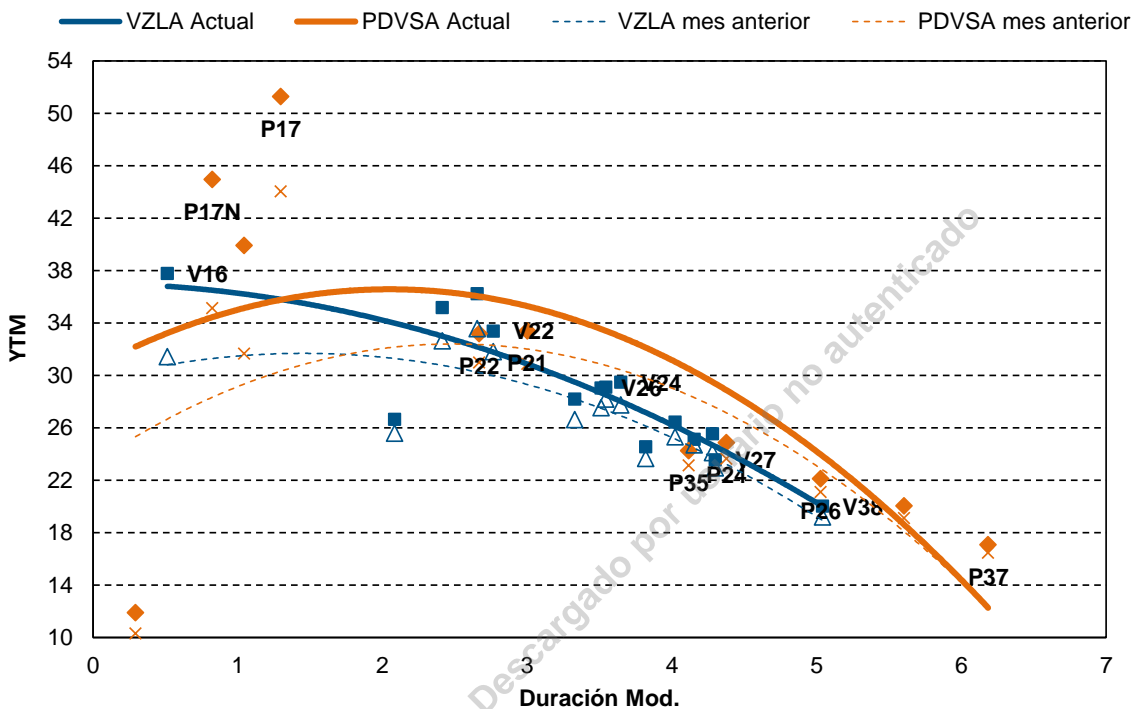
BONO	30-06-2015	29-05-2015	Variación %	chg neto YTD
VENZ 5 3/4 02/26/16	83,13	84,25	-1,3%	-2,65
VENZ 7 12/01/18	46,44	48,75	-4,7%	-31,31
VENZ 13 5/8 08/15/18	73,50	74,75	-1,7%	-26,70
VENZ 7 3/4 10/13/19	40,25	42,88	-6,1%	-36,83
VENZ 6 12/09/20	38,75	39,63	-2,2%	-30,52
VENZ 12 3/4 08/23/22	47,69	49,75	-4,1%	-45,20
VENZ 9 05/07/23	38,50	41,00	-6,1%	-36,65
VENZ 8 1/4 10/13/24	38,00	39,77	-4,5%	-33,68
VENZ 7.65 04/21/25	36,50	38,88	-6,1%	-32,42
VENZ 11 3/4 10/21/26	43,13	45,63	-5,5%	-43,66
VENZ 9 1/4 09/15/27	43,19	44,38	-2,7%	-35,38
VENZ 9 1/4 05/07/28	39,75	40,48	-1,8%	-35,62
VENZ 11.95 08/05/31	43,43	46,03	-5,7%	-42,67
VENZ 9 3/8 01/13/34	39,00	40,50	-3,7%	-36,16
VENZ 7 03/31/38	35,75	37,38	-4,3%	-28,00
PDVSA 5 10/28/15	97,82	97,91	-0,1%	14,39
PDVSA 5 1/8 10/28/16	66,64	71,60	-6,9%	-10,62
PDVSA 5 1/4 04/12/17	50,02	53,85	-7,1%	-25,09
PDVSA 8 1/2 11/02/17	68,87	73,80	-6,7%	-15,41
PDVSA 9 11/17/21	41,23	44,29	-6,9%	-34,43
PDVSA 12 3/4 02/17/22	49,64	52,70	-5,8%	-43,17
PDVSA 6 05/16/24	36,31	38,15	-4,8%	-
PDVSA 6 11/15/26	35,49	37,31	-4,9%	-19,76
PDVSA 5 3/8 04/12/27	34,45	36,29	-5,1%	-19,99
PDVSA 9 3/4 05/17/35	40,94	43,01	-4,8%	-30,60
PDVSA 5 1/2 04/12/37	34,04	35,45	-4,0%	-17,87

Fuentes: Knossos Asset Management y Ecoanalítica

## Evolución de las curvas

En el mes de junio el gráfico muestra el desplazamiento de ambas curvas hacia arriba, siendo el movimiento de la parte corta de Pdvsa el más pronunciado. Se observa una reducción en la brecha entre ambas curvas, con Venezuela ganando preferencia entre los inversionistas en la parte media y larga de la curva. Esto se debe a los altos cupones que presentan estos bonos, al mismo tiempo que ofrecen el beneficio de precios más cercanos a valores de recuperación teórica en el caso de un default.

### Evolución de las curvas de Venezuela y Pdvsa



Fuentes: Knossos Asset Management y Ecoanalítica

### Pronósticos para el segundo semestre

Aunque tenemos pocas esperanzas de que se apliquen medidas económicas positivas que beneficien a los precios de la deuda de Venezuela y Pdvsa antes de las elecciones parlamentarias, sí creemos que habrán algunos eventos que van a ayudar a mejorar la percepción de riesgo en el corto plazo. Para empezar, se deberían ver las entradas por concepto de la renovación de US\$5.000 millones del financiamiento con China y la venta de la deuda de Jamaica con Petrocaribe por el orden de los US\$1.500 millones, que ayudarían a reponer parte de las caídas tan fuertes en las reservas internacionales.

También debería materializarse la emisión de deuda en yuanes que está coordinando Gazprombank para Venezuela, que se estima pueda estar en el orden de los US\$1.600 millones. El mercado va a estar muy atento a la tasa y condiciones de estos bonos ya que abriría un nuevo mercado para la colocación de deuda para Venezuela y Pdvsa y, al ser *pari-passu* con el resto de la deuda, significaría que cualquier default en el stock de deuda actual conllevaría a un default al Gobierno de China que son considerados socios estratégicos del Gobierno de Venezuela. De parte del otro socio estratégico, en este caso los rusos, también podríamos ver concretarse un préstamo anunciado por

Rosneft de US\$5.000 millones a Pdvsa. Este préstamo pudiera estar acompañado de un aumento de la participación de dicha compañía en la empresa mixta (Petrovictoria) lo cual ayudaría a Pdvsa, no solo en el desarrollo de la faja, sino también a liberar flujo de caja.

En el plano político se espera una continuación de la distensión de las relaciones con EE.UU. y al Gobierno intentado presentar su mejor cara de cara a las elecciones parlamentarias. Después de las elecciones, y dependiendo del resultado de las mismas, se abre una serie de escenarios posibles que van desde el mantenimiento del *statu quo* hasta la formación de un nuevo Gobierno. Por lo tanto, vemos al mercado asignando mayor peso al factor político a medida que se acerquen las elecciones parlamentarias. Sin embargo, cualquier estrategia económica que tome el Gobierno, la nueva asamblea o quizás, hasta un nuevo gobierno de transición, va a estar supeditado a los ingresos petroleros y, por tanto, al precio del petróleo.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario: [usuario]

## EQUIPO ECOANALÍTICA

**Asdrúbal Oliveros** / Director

asdrubalo@ecoanalitica.net / @aroliveros

**Pedro Palma** / Director

pedrop@ecoanalitica.net / @palmapedroa

**Cristina Rodríguez** / Director

cristinar@ecoanalitica.net

**Carlos Miguel Álvarez** / Economista Senior

carlosa@ecoanalitica.net / @alv\_car

**Gabriel Villamizar** / Economista

gabrielv@ecoanalitica.net / @gabvillamizar

**Lesner Castillo** / Economista

lesnerc@ecoanalitica.net / @lesnerck

**Cristina Parilli** / Economista

cristinap@ecoanalitica.net / @cristinaparilli

## ASISTENTES DE INVESTIGACIÓN

Pilar Navarro

Daniel Cárdenas

Gorka Lalaguna

Ana Ceroli

Rafael Castillo

## CONTÁCTENOS

Venezuela: (+58-212) 266 9080/ Fax: (+58-212) 266 5119

Colombia: (+57-1-508 6554)

ventas@ecoanalitica.net

[www.ecoanalitica.com](http://www.ecoanalitica.com)

@ecoanalitica