



CajaCaracas



# Informe Mensual

Año 4, Número 03  
Marzo 2017

## Informe de Deuda de Pdvsa

### Prohibida su reproducción y/o distribución

2016 fue un año complicado para las finanzas de Pdvsa. A la caída de los ingresos petroleros, producto de la caída de los precios y de los volúmenes de producción, se le unieron el canje de bonos de deuda y la perspectiva de *default* inminente, noticias que ocuparon varios titulares en la prensa económica venezolana durante 2016.

Al respecto, Pdvsa publicó a finales de enero su informe provisional de deuda para el año 2016, el primer informe financiero que Pdvsa publica en 2017 y que puede dar una luz sobre el estado actual de las finanzas de la principal empresa nacional.

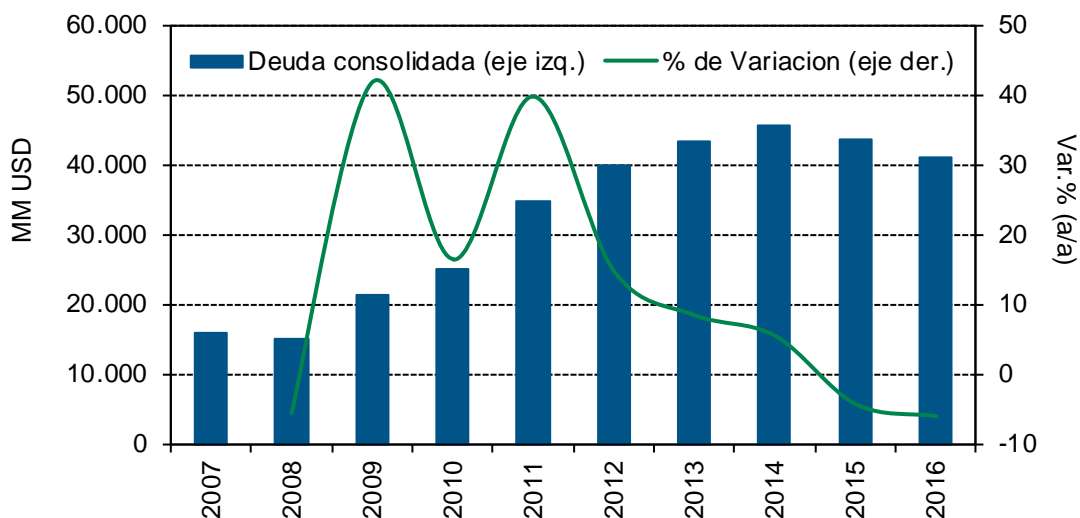




Es de resaltar que dicho informe solo abarca la llamada “deuda financiera”, es decir, solo incluye títulos financieros constituidos. No incluye las deudas comerciales ni las cuentas por pagar que Pdvsa pueda tener con sus proveedores, los cuales merecen un análisis por separado.

Según el mencionado informe, la deuda total consolidada de la corporación disminuyó USD 2.689 millones, o 6,5%, al pasar de USD 43.716 millones en 2015 a USD 41.027 millones en 2016, tendencia a la baja que venía desde el año 2015, cuando retrocedió 4,6% con respecto a 2014. Pero, para entender la dinámica de la deuda de Pdvsa, es necesario poner esas cifras en contexto.

### Evolucion de la deuda consolidada de Pdvsa



Fuentes: Pdvsa y Ecoanalítica

Es de resaltar, en primer lugar, que gran parte de esa deuda fue contraída a lo largo de la última década, pues según los informes de deuda consolidada, esta apenas totalizaba USD 16.000 millones al año 2007, un tercio del monto actual. Dichos compromisos fueron adquiridos para financiar unos planes de expansión que,





según el Plan de la Patria, permitirían aumentar la capacidad de producción petrolera a 4 millones de barriles diarios (4,00 mb/d) en 2014 y 6,00 mb/d en 2019.

No obstante, la producción nacional actual se encuentra en 2,25 mb/d en enero, según fuentes oficiales, con perspectivas de disminuir aún más en los próximos meses. Ahora, Venezuela debe afrontar los pagos de la deuda contraída, sin la capacidad de producción que mediante dicha deuda se suponía debía adquirirse y, lo que es igual de importante, sin credibilidad ante los mercados financieros internacionales.

De esta manera, la contracción observada en el monto total de la deuda financiera obedece principalmente a la incapacidad que tiene Pdvsa de refinanciar su deuda a tasas razonables en los mercados financieros internacionales, que se niegan a prestarle.

Adicionalmente, a este panorama hay que agregarle la caída de los precios del petróleo desde octubre de 2014. Pdvsa está en una posición en la cual ha tenido que implementar maniobras bastante heterodoxas para afrontar el actual panorama financiero y evitar entrar en cesación de pagos el mayor tiempo posible.

### **Sacando de un bolsillo para poner en otro**

En este contexto, el informe deja entrever algunas de las estrategias que la corporación está siguiendo.

Al observar las cifras con más detalles, puede notarse que la caída no ha sido igual para todas las filiales de Pdvsa. Por un lado, resalta la disminución de la deuda de la casa matriz de Pdvsa, por USD 3.324 millones en 2016, lo que obedece principalmente a una reducción de USD 1.675 millones de su deuda denominada en bonos y de USD 1.561 millones de su deuda denominada en préstamos.





**Deuda consolidada por empresas subsidiarias  
( MM USD)**

<b>Empresas subsidiarias</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Petróleos de Venezuela, S.A. (Casa Matriz)	40.996	35.963	32.639
Citgo Holding, Inc.	1.907	4.083	4.212
Pdvsa América S.A.	77	-	-
Pdvsa Petróleo, S.A.	1.479	1.952	1.263
Corporación Venezolana del Petróleo, S.A.	686	1.335	2.606
PDV Marina S.A	380	297	239
Pdvsa Industrial S.A.	92	-	-
Pdvsa Naval S.A.	16	-	-
Refinería Isla (Curazao) S.A.	103	86	68
<b>Total</b>	<b>45.736</b>	<b>43.716</b>	<b>41.027</b>

Fuentes: Pdvsa y Ecoanalítica

Como puede verse, la caída de la deuda de la casa matriz es mucho mayor que el retroceso de la deuda consolidada de la empresa, hecho que se explica por el aumento de la deuda de varias de las filiales de Pdvsa, principalmente la correspondiente a Citgo y a la Corporación Venezolana de Petróleo (CVP), figura jurídica que asume las deudas de las empresas mixtas que operan en la Faja Petrolífera del Orinoco (FPO).

En el caso de Citgo, la deuda aumentó 3,2% en 2016, luego de expandirse 114,1% en 2015. Además, es importante destacar que la acciones de Citgo fueron utilizadas como colateral del canje de deuda de USD 2.799 millones en octubre del año pasado y, a su vez, como colateral del préstamo de USD 1.500 millones de Rosneft a Pdvsa en noviembre.

Por otro lado, la deuda de las empresas mixtas que operan en la FPO creció 95,2% en 2016, al pasar de USD 1.335 millones en 2015 a USD 2.606 millones en 2016. De este monto, resaltan los USD 1.256 millones correspondientes a Sinovensa, empresa que Pdvsa posee en conjunto con la petrolera estatal Corporación Nacional China de Petróleo.





**Deuda de las empresas mixtas que operan en la FPO (MM USD)**

	2014	2015	2016
PetroSanFelix	-	4	1
PetroAnzoátegui, S.A.	5	-	-
Petropiar S.A.	-	5	-
Petrocedefío S.A.	40	56	20
Petrowarao S.A.	-	17	9
Petrozamora S.A.	8	73	143
Petrolera Sinovensa S.A.	291	699	1.256
Petroboscán, S.A.	297	461	626
Petroquiriquire, S.A.	45	-	545
Petrodelta, S.A.	-	20	6
<b>Total</b>	<b>686</b>	<b>1.335</b>	<b>2.606</b>

Fuentes: Pdvsa y Ecoanalítica

Puede observarse que Pdvsa sigue un patrón para asumir formas de deuda cada vez más heterodoxas, principalmente a través de sus empresas filiales, para poder cumplir sus compromisos más ortodoxos, es decir, los bonos de deuda a nombre de su casa matriz.

### ¿Cuál es la verdadera tasa de cambio?

Por otro lado, a juzgar por los balances publicados por la corporación, se observa una tasa implícita a la cual Pdvsa está convirtiendo sus montos en dólares y bolívares de VEF 674,8/USD, muy próxima a la tasa Dicom, que cerró el año 2016 en VEF 673,8/USD. En comparación, la tasa de cambio utilizada en 2015 fue de VEF 68,8/USD.





Deuda consolidada						
	2014		2015		2016	
	MM USD	MM VEF	MM USD	MM VEF	MM USD	MM VEF
Porción corriente	5.865	122.109	6.800	467.568	7.134	4.814.095
Porción no corriente	39.871	830.114	36.916	2.538.344	33.893	22.871.335
Total	45.736	952.223	43.716	3.005.912	41.027	27.685.430
<b>TC Implícito</b>	<b>20,8</b>		<b>68,8</b>		<b>674,8</b>	

Fuentes: Pdvsa y Ecoanalítica

En cierta forma, Pdvsa estaría sincerando sus estados financieros al actual entorno cambiario, en el que la tasa de cambio real de la economía se acerca mucho más a la tasa Dicom que al tipo de cambio controlado de VEF 10,0/USD. Sin embargo, es sabido que Pdvsa solo convierte a bolívares una porción de sus ingresos en dólares a dicha tasas.

Según cálculos internos de **Ecoanalítica**, basados en las cifras de liquidaciones a diferentes tasas, alrededor de 52,0% se convierte a la tasa Dipro y 48,0% a la tasa Dicom; por ende, la tasa promedio a la cual Pdvsa convierte sus dólares a bolívares rondaría los VEF 255,0/USD.

Gran parte de los problemas de caja que enfrenta la empresa obedece a la obligación de vender sus dólares a dicha tasa promedio, pero con unos costos en bolívares que se mueven a tasas de cambio mucho mayores, lo que obliga a la empresa a tener que recibir financiamiento por parte del Banco Central de Venezuela (BCV) para poder cumplir sus compromisos en bolívares.

Dicha contradicción, quizá la más importante distorsión financiera que enfrenta Pdvsa, pasa desapercibida en su informe de deuda. Al calcular sus compromisos en bolívares a una tasa de cambio más alta a la que efectivamente vende sus dólares, el total de deuda expresado en dólares termina siendo menor, pero la capacidad de la empresa para cumplir con dichos compromisos es igualmente mucho menor al que el informe sugeriría a primera vista.





## Según esto, ¿cómo se perfila 2017?

A partir de estas cifras, el año 2017 se perfila aún más difícil que 2016. Según el informe, la empresa debe afrontar este año pagos de deuda corriente por USD 7.134 millones, monto mayor que los USD 6.800 millones que tuvo que enfrentar en 2016. Según cálculos de **Ecoanalítica**, el precio promedio del barril de petróleo debería rondar los USD 45,0/bl a lo largo del año, cifra superior al promedio de USD 35,0/bl del año pasado; sin embargo, la producción petrolera, en un escenario pesimista pudiera contraerse hasta un promedio de 1,90 mb/d barril, en comparación con la producción promedio de 2,39 mb/d en 2016.

Además, Pdvsa ya no cuenta con la carta de ofrecer a Citgo como garantía para nuevos préstamos o un nuevo canje de deuda, pues casi la totalidad de sus acciones se usaron como garantía el año pasado.

Hay que reconocerle a Pdvsa la capacidad que ha tenido para evitar un *default* abierto de su deuda pública en un ambiente económico cada vez más hostil. Aunque necesitará mucho más de esa astucia si también pretende llegar a fin de año en 2017.





### Indicadores Económicos Semanales

	IV Semana Febrero	Var. semanal (%)	Depre/Apre (%) <sup>1</sup>
<b>TC Dicom (VEF/USD)</b>	698,9	0,5	0,5
	III Semana Febrero	Var. semanal (pp)	Var. anual (pp)
<b>Tasa de interés activa (%)</b>	22,1	0,2	3,2
	IV Semana Febrero	Var. semanal (pp)	Var. anual (pp)
<b>Tasa de interés overnight (%)</b>	0,2	0,1	-1,3
	III Semana Febrero	Var. semanal (%)	Var. anual (%)
<b>Reservas internacionales (MM USD)</b>	10.503	-0,4	-29,8
	III Semana Febrero	Var. semanal (%)	Var. anual (%)
<b>Liquidez monetaria (MMM VEF)</b>	11.928	2,7	183,5
Precio de las cestas petroleras internacionales (USD/bl)			
	IV Semana Febrero	Var. semanal (%)	Var. anual (%)
<b>WTI</b>	53,8	0,9	68,0
<b>Brent</b>	56,2	0,5	64,7
Precio de la cesta petrolera venezolana (USD/bl)			
	IV Semana Febrero	Var. semanal (%)	Var. anual (%)
<b>Promedio semanal</b>	46,9	1,3	89,9
<b>Promedio anual</b>	45,7	0,4	87,4

Fuentes: BCV, Menpet, ONT y Ecoanalítica

\* Variación anual del gasto acumulado.

<sup>1</sup> Depreciación (+)/Apreciación (-)







## Tips Económicos

### Venezuela

**Menos reservas cada año.** El BCV publicó su balance para finales del año 2016, donde, entre otras cosas, destaca que las reservas internacionales cerraron el año en USD 10.990 millones, USD 5.380 millones menos que en diciembre de 2015. (BCV)

**Reservas descendiendo.** En febrero, las reservas internacionales se ubicaron en USD 10.525 millones, su menor nivel desde el año 2002. Dicha caída puede obedecer a un pago de USD 251 millones correspondientes al pago del cupón del bono Venezuela 2031. (BCV)

**Ventas auríferas.** Por su parte, las exportaciones de oro monetario, principalmente proveniente de las reservas internacionales, aumentaron en 1.236,4% durante el mismo periodo al pasar de USD 217 millones a USD 2.900 millones. (El Universal)

**Caída no petrolera.** Según datos de la asociación venezolana de exportadores (Avex), las exportaciones no tradicionales, excluyendo las ventas de oro monetario, cayeron 22,3% con respecto a los primeros meses de 2015, lo que representó una caída de USD 400 millones, al pasar de USD 1.800 millones a USD 1.400 millones en dicho periodo. (El Mundo)

**Más para administrar.** Por medio de la Gaceta Oficial N° 41.102, fue modificado el artículo uno del Convenio Cambiario N° 34. Con esta modificación, los exportadores podrán retener y administrar hasta 80,0% del ingreso que percibían divisas, producto de su actividad comercial para atender gastos o pagos que deban realizar. (El Universal)





**Luz en la oscuridad.** El diputado opositor José Guerra, presidente de la Comisión de Finanzas de la Asamblea Nacional, anunció que desde el Parlamento publicarán mensualmente las cifras de inflación, ante el silencio de las autoridades financieras del país sobre estas cifras. (El Nacional)

**Nueva Unidad Tributaria.** El presidente de la República, Nicolás Maduro, anunció un incremento de la Unidad Tributaria (UT) de 69,5%, al pasar de VEF 177,0 (valor de principio de año) a VEF 300,0 vigente para el resto de 2017. (El Universal)

**Canasta básica familiar llega a VEF 832.260.** Según el informe del Centro de Documentación y Análisis Social de la Federación Venezolana de Maestros (Cendas), el costo de la Canasta Básica Familiar (CBF) en enero de 2017 fue de VEF 832.259, lo que se traduce en un incremento de 11,9% respecto al mes previo y de 427,3% respecto al mes de enero de 2016. (Cendas)

**Dieciocho productos escasean.** Según el mismo informe, de 58 productos que presenta la canasta, 18 presentan escasez (31,0%). Y según los seguidos por Cendas, al menos 61 productos escasean fuera de la canasta. (Cendas)

**Recaudación tributaria en enero.** Según las cifras del Servicio Nacional Integrado de Administración Tributaria (Seniat), en enero 2017 se recaudaron VEF 551.976 millones, una disminución de 5,1% en términos reales, con respecto al mes anterior. De esta cifra, VEF 144.734 millones provienen del Impuesto Sobre la Renta (ISLR), y VEF 255.630 millones son por concepto de Impuesto al Valor Agregado (IVA). (Seniat)

**En términos reales.** La recaudación total en enero de 2017, con respecto al mismo período del año anterior, disminuyó 37,2%. A su vez, el IVA disminuyó en términos reales 45,0%, igualmente la renta aduanera disminuyó en términos reales 66,3%. Por su parte, los ingresos por ISLR disminuyeron 11,9% en términos reales, respecto al mismo período de 2016. (Seniat)





## Estados Unidos

**Aumenta la inflación a nivel del productor en EE. UU.** Según el Departamento del Trabajo de Estados Unidos, el índice de precios al productor para demanda final se elevó 0,6% en enero, luego de que en diciembre aumentara 0,2%. Este fue el mayor avance desde septiembre de 2012 y fue impulsado por la expansión de los costos de productos energéticos y servicios. (Bloomberg)

**Déficit en su máximo.** En 2016, el déficit comercial de EE. UU. aumentó 0,4% y alcanzó USD 502.300 millones, el nivel máximo en cuatro años. Esta cifra representó 2,7% del PIB de 2016. (Wall Street Journal)

**Cae rendimiento de los bonos de EE.UU.** Los rendimientos de la deuda estadounidense cayeron ante la preocupación de los inversores por la falta de claridad de las nuevas políticas del Gobierno de Donald Trump y las dudas de que sus reformas propuestas tendrían las repercusiones que muchos pensaron inicialmente. (Reuters)

## Colombia

**Repunte de producción decembrina.** El aumento acumulado de la producción industrial de Colombia fue de 3,5% en 2016, casi el doble que el de 2015, pues tan solo en diciembre aumentó 2,2% interanual. Este incremento ha sido el más alto en los últimos cuatro años, influenciado principalmente por el inicio de operaciones de Reficar, la principal refinería de hidrocarburos del país. (América Economía)

**Lejos de la meta.** Colombia registró una inflación de 1,0% en enero, impulsada por el precio de los alimentos, las comunicaciones y la salud. En el acumulado de los





últimos 12 meses de 2016, la inflación fue de 5,5%; a pesar de que fue inferior que la inflación acumulada en ese mismo período del año anterior, cuando registró 7,5%, está aún lejos del objetivo de largo plazo del Banco Central, que está entre 2,0% y 4,0%. (El Herald)

**Boom de Inversión.** La inversión extranjera neta en Colombia creció en enero más de nueve veces en comparación al mismo mes del año pasado, a USD 1.107 millones, cuando alcanzaron los USD 119,7 millones. (América Economía)

## Panamá

**Perspectiva estable.** La agencia calificadora de riesgo Fitch Ratings ratificó el grado de inversión de Panamá en BBB con perspectiva estable. Los encargados del informe explican que las calificaciones de Panamá están respaldadas por un desempeño macroeconómico sólido y estable, que ha impulsado el sostenido aumento del ingreso por cápita. (América Economía)

**Crecimiento moderado.** Según el Ministerio de Economía y Finanzas de Panamá (MEF), la economía panameña creció entre 5,0% y 5,2% en 2016, y se estima crezca en 5,8% en 2017. Según estos datos, la economía habría crecido menos de lo previsto, debido a un desempeño del sector externo por debajo de lo esperado. (América Economía)

**Licitación desierta.** La Autoridad del Canal de Panamá (ACP) informó que se venció el plazo establecido para la presentación de propuestas por parte de las empresas precalificadas para competir por la concesión del diseño, construcción, desarrollo y operación de un puerto para contenedores en Corozal Oeste, en el pacífico panameño. (América Economía)





## Tips Sectoriales

**Ganancias nulas.** La Asociación de Transporte Aéreo Internacional (IATA) informó que las pocas aerolíneas que aún hacen vida en Venezuela mantienen sus operaciones para no incomunicar al país y por un sentido de “responsabilidad” para con los ciudadanos. (El Nacional)

**Por los cielos.** Los precios de los boletos aéreos para viajar dentro del territorio nacional se expandieron 820,0% en solo seis meses. En la temporada vacacional escolar de 2016 un pasaje costaba VEF 7.839 entre Maracaibo y Caracas, actualmente el costo del boleto se ubica en más de VEF 45.000. (Panorama)

**Difícil repatriación.** Adicionalmente, la aerolínea destaca que siete aerolíneas extranjeras no vuelan a Venezuela desde 2014 por la caída de la demanda y la imposibilidad de repatriar aproximadamente USD 3.800 millones. (El Nacional)

**Consecuencias negativas.** Según la Asociación Venezolana de Distribuidores de Equipos Médicos, Odontológicos, de Laboratorios y Afines (Avedem), el gremio no recibe divisas por parte del Cencorex desde octubre de 2015. Desde entonces, se desplomaron las importaciones del sector, aumentó la escasez de materiales y subió el número de máquinas inoperativas por falta de repuestos. (El Nacional)

**80,0% paralizado.** Un directivo de Avedem aseguró que, de las 157 empresas de la asociación, 49 han tenido que cerrar porque se quedaron sin material para trabajar. Indicó también que las que siguen abiertas solo están haciendo mantenimientos. (El Nacional)

**Empresas en crisis.** Carlos Larrazábal, primer vicepresidente de la Federación de Cámaras y Asociaciones de Comercio y Producción de Venezuela (Fedecámaras), sostuvo que “*el empresariado en general está como el país: en una fuerte crisis*”. Se refirió al problema de la inamovilidad rígida que ha mantenido el Gobierno aludiendo que en “*tiempos normales*” se podía reducir la nómina en 10,0% con el





objetivo de salvar la empresa y garantizar el empleo de 90,0% de las personas. (El Universal)

**Platos vacíos.** La producción agrícola es insuficiente para llenar los platos de los venezolanos y satisfacer la demanda de alimentos en el primer trimestre de 2017, así lo aseguró Aquiles Hopkins, vicepresidente de Confederación de Asociaciones de Productores Agropecuarios (Fedeaagro). Advirtió, igualmente, que solo se podrá cubrir 30,0% de lo que se consume en el país. (El Nacional)

**Estadísticas por rubro.** En el país se consumen 16 millones de toneladas (t) de azúcar y la producción en 2016 fue de tres millones, es decir, se cubrió solo 19,0% de la demanda. En café se consumen 1,6 millones de quintales y se produjeron 400.000 quintales (25,0% de la demanda). La ingesta de maíz amarillo es de 2,5 t y se produjo un millón (40,0% de lo que se requiere). El consumo de arroz fue de 1,2 millones de t y la producción de 450.000 t (38,0% de la demanda). (El Nacional)

**La guerra del pan.** El presidente Nicolás Maduro aseguró que el Gobierno nacional espera crear 10.000 panaderías artesanales para “combatir las mafias”. “Quiero fundar por lo menos 10.000 panaderías artesanales como parte de los Comités Locales de Abastecimiento y Producción (CLAP)” señaló el mandatario. (El Nacional)

**Prendidas las alarmas.** Representantes de la Federación Venezolana de Licores (Févelicor) solicitan establecer una mesa de diálogo con el Gobierno a fin de evitar el cierre de establecimientos y detener la pérdida de ingresos por concepto de pago de impuestos. (El Nacional)





## Tips Economía Mundial

**Alemania con superávit, de nuevo.** El superávit fiscal de Alemania alcanzó el año pasado un nuevo récord desde 1990 de EUR 23.700 millones, equivalentes a 0,8% del PIB. Es el tercer año consecutivo que la mayor economía europea cierra con un saldo favorable, según los datos publicados por la Oficina Federal de Estadística, Destatis. (Reuters)

**Récord de 8 años.** La producción industrial alemana retrocedió 3,0% en diciembre, la mayor caída en casi ocho años. Esto obedeció a caídas de 3,4% de la producción manufacturera y de 1,7% de la construcción. (Bloomberg)

**Con la mirada en el objetivo.** China ejecutará un plan de empleo a cinco años, cuya finalidad es agregar 50 millones de nuevos puestos de trabajo en las zonas urbanas del país entre 2016 y 2020; el objetivo es mantener la tasa de desempleo urbano por debajo de 5,0% para 2020. (Reuters)

**Robustos préstamos del gigante asiático.** China aumentó sus nuevos préstamos bancarios por CNY 2,03 billones (USD 295.740 millones) netos en enero, la segunda más alta en los registros mensuales. Este otorgamiento de nuevos créditos el mes pasado casi duplicó los 1,04 billones de yuanes otorgados en diciembre, lo que indica un gran crecimiento de préstamos en la economía china. (Reuters)

**Revisado a la baja.** Según Eurostat, el PIB de los 19 países de la zona euro aumentó 0,4% en el 3T2016, revisión a la baja de su estimación anterior del 31 de enero, en la que se esperaba un crecimiento de 0,5%. Asimismo, se revisó a la baja el crecimiento interanual a 1,7%, en comparación con el estimado previo de 1,8%. (Reuters)

**IED palo abajo.** Según la Conferencia de las Naciones Unidas para el Comercio y el Desarrollo, las inversiones extranjeras directas (IED) en América Latina y el Caribe disminuyeron 19,0% en 2016. (El Nacional)





**Recortan estimación de crecimiento para México.** La agencia calificadora de crédito Moody's recortó su proyección de crecimiento del PIB de México a 1,4% para este año. Madhavi Bokil, analista de la agencia, declaró que el país ya está empezando a sentir las nuevas políticas estadounidenses. (El Economista)

**El impulso del cobre.** A pesar del sólido desempeño de las importaciones en enero, Chile registró un superávit comercial de USD 720 millones en el primer mes del año debido a un aumento de las exportaciones, que alcanzaron USD 5.534 millones, marcadas por el repunte del cobre, lo que representó un incremento de 8,8% de las exportaciones en comparación con enero de 2016. (América Economía)

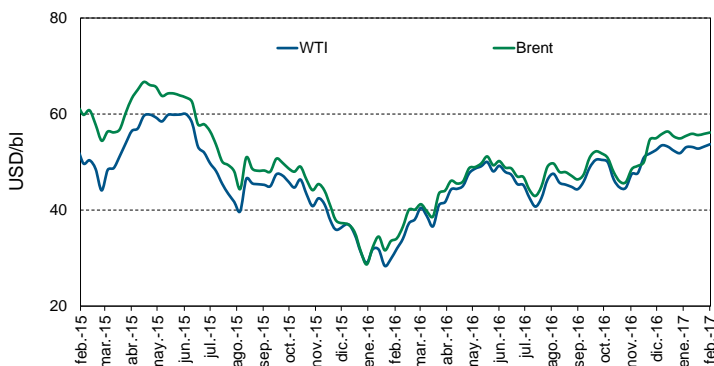






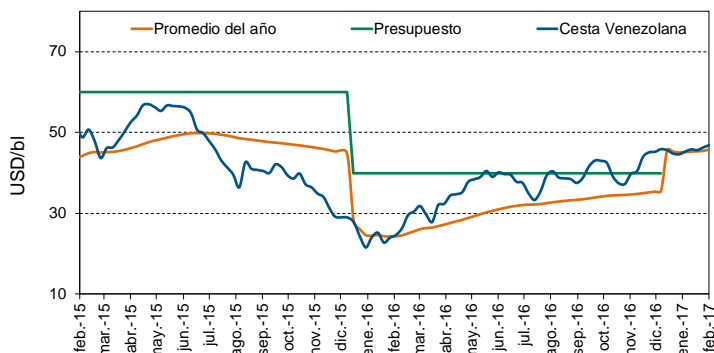
## INDICADORES ECONÓMICOS

Precios del petróleo (WTI y Brent)



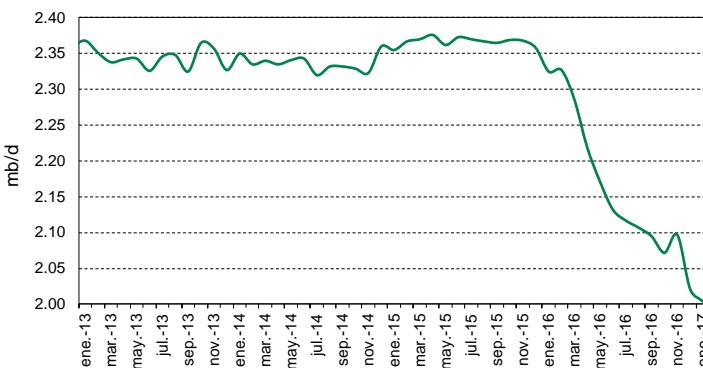
Fuentes: Menpet y Ecoanalítica

Precios del petróleo (cesta venezolana)



Fuentes: Menpet y Ecoanalítica

Producción petrolera

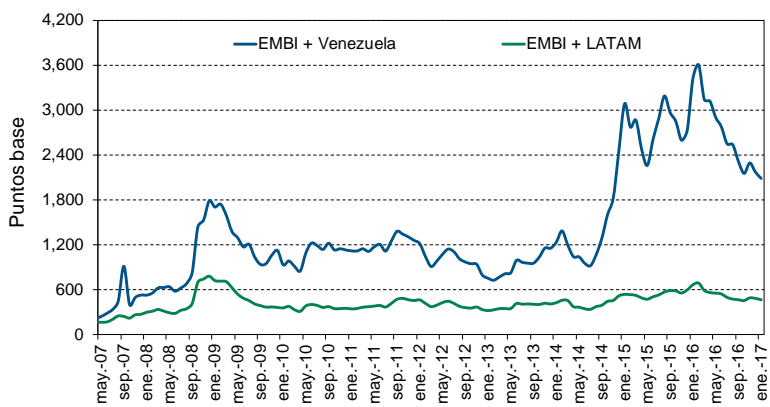


Fuentes: OPEP y Ecoanalítica



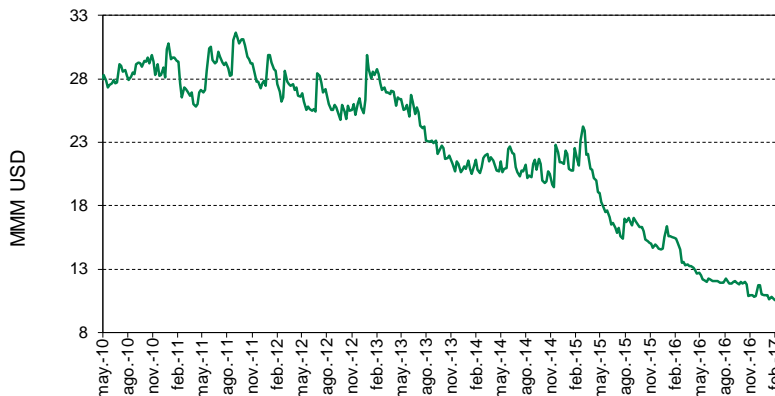


**EMBI**



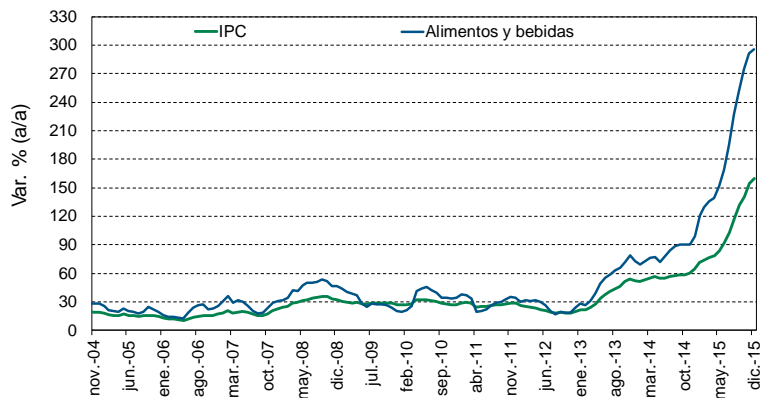
Fuentes: BCRP y Ecoanalítica

**Reservas internacionales (BCV)**



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

**Inflación (BCV)**

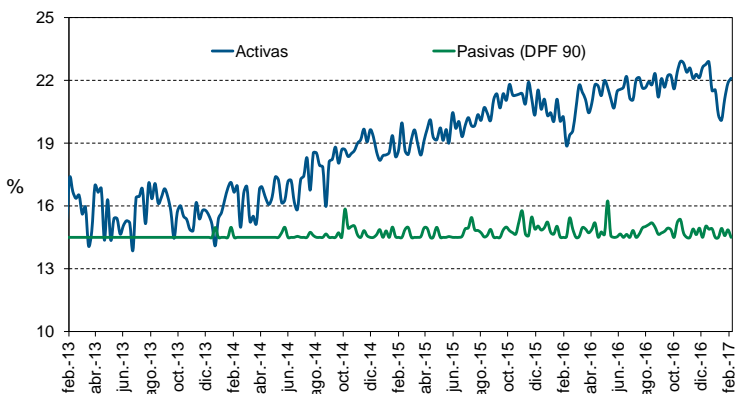


Fuentes: BCV y Ecoanalítica



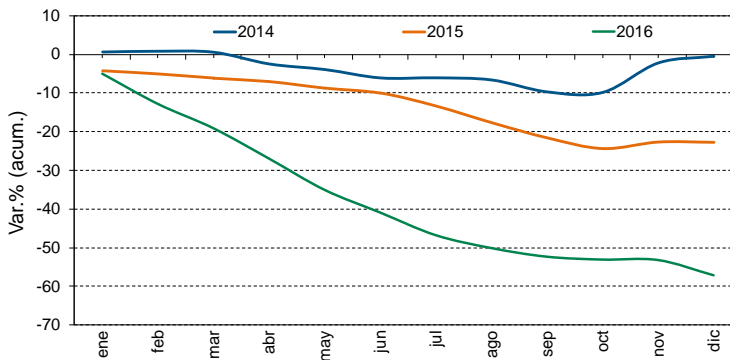


**Tasa de interés  
(seis principales  
bancos)**



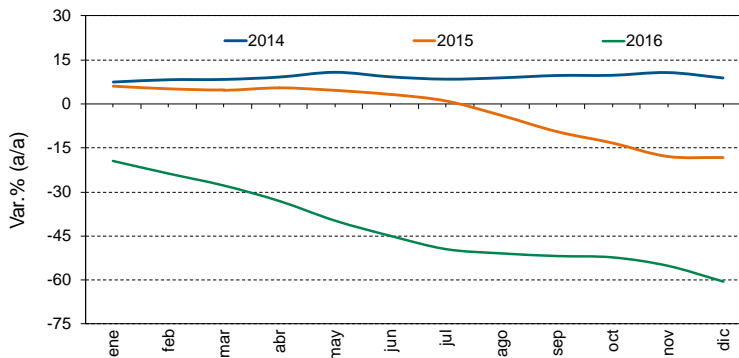
Fuentes: BCV y Ecoanalítica

**Expansión de M2  
(real)**



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

**Expansión de la  
cartera de crédito  
(real)**

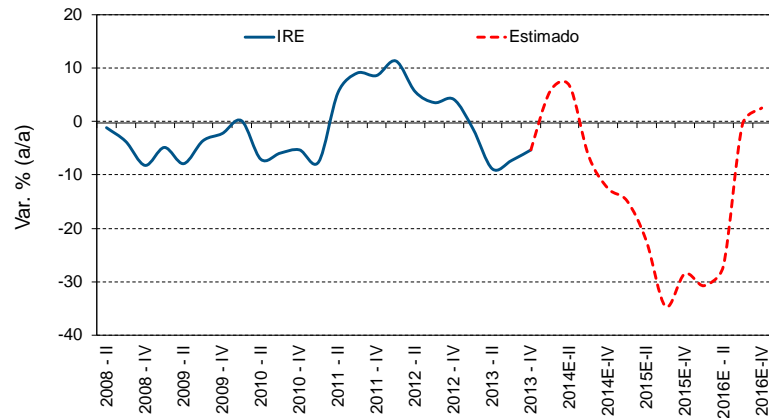


Fuentes: Sudeban y Ecoanalítica



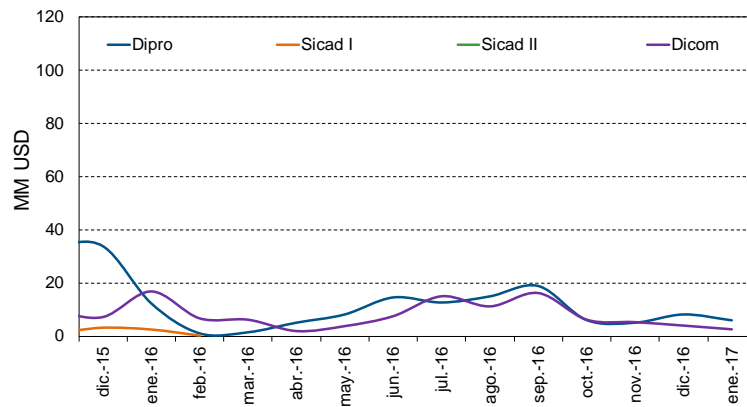


**Índice de salarios reales**



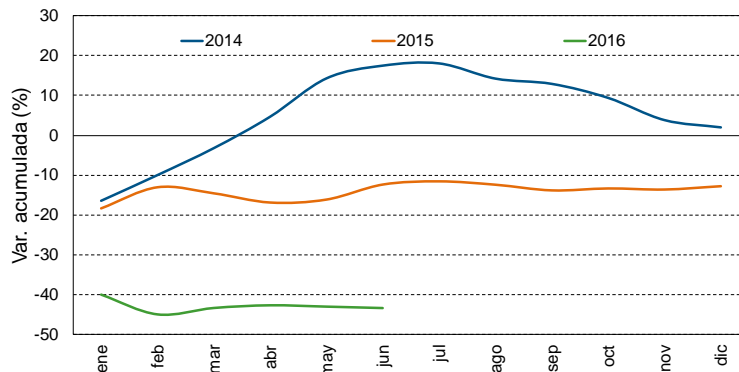
Fuentes: BCV y Ecoanalítica

**Liquidaciones de divisas al sector privado (promedio diario)**



Fuentes: Ecoanalítica

**Expansión del gasto (real - Gobierno central)**

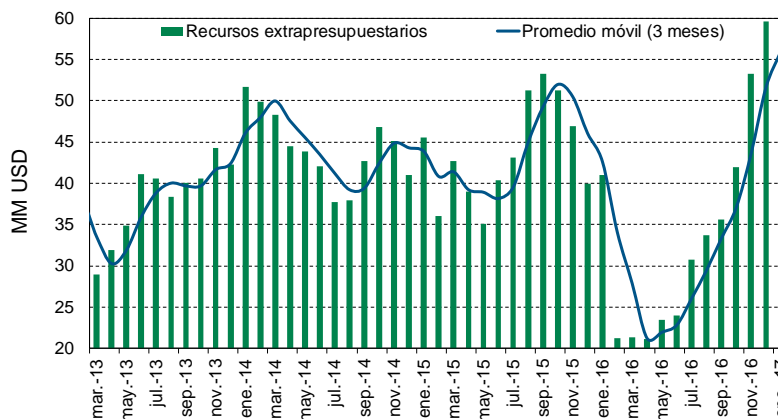


Fuentes: ONT y Ecoanalítica



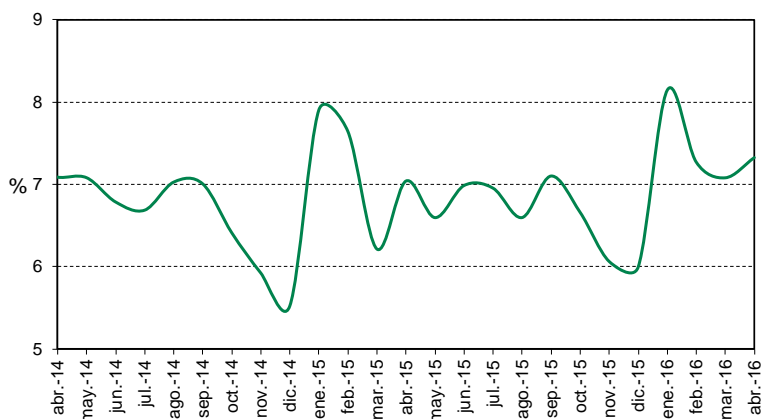


**Recursos  
extrapresupuestarios  
del estado**



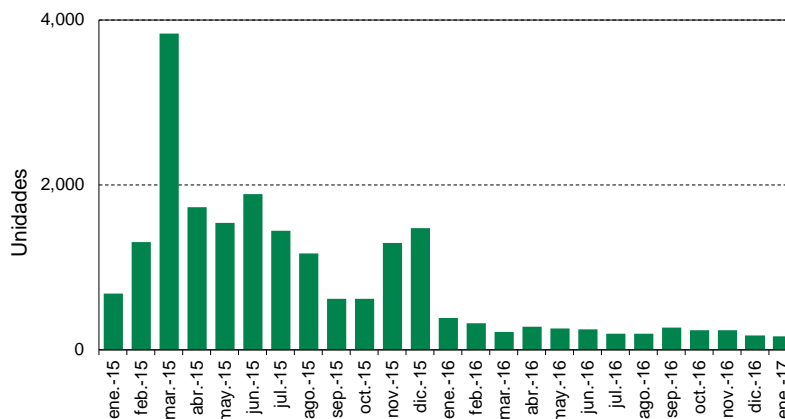
Fuentes: Ecoanalítica

**Tasa de desocupación**



Fuentes: INE y Ecoanalítica

**Venta de vehículos**



Fuentes: Cavenez y Ecoanalítica

