



# **EVOLUCIÓN DEL ENTORNO ECONÓMICO Y SOCIAL 2015 Y PERSPECTIVAS PARA 2016**

**INALDE Business School Alumni**

**Bogotá, diciembre 11 de 2015**

**Carlos Gustavo Cano  
Codirector**



**Las opiniones expresadas en esta presentación son responsabilidad del autor y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva**

# Contenido

1. El contexto externo: siguen las señales mixtas
2. Comercio exterior, ‘enfermedad holandesa’ y déficit de la cuenta corriente (nuestro talón de Aquiles)
3. Crecimiento: esperada desaceleración
4. La respuesta de política ante la persistencia del aumento de la inflación y el riesgo sobre la credibilidad de la autoridad monetaria



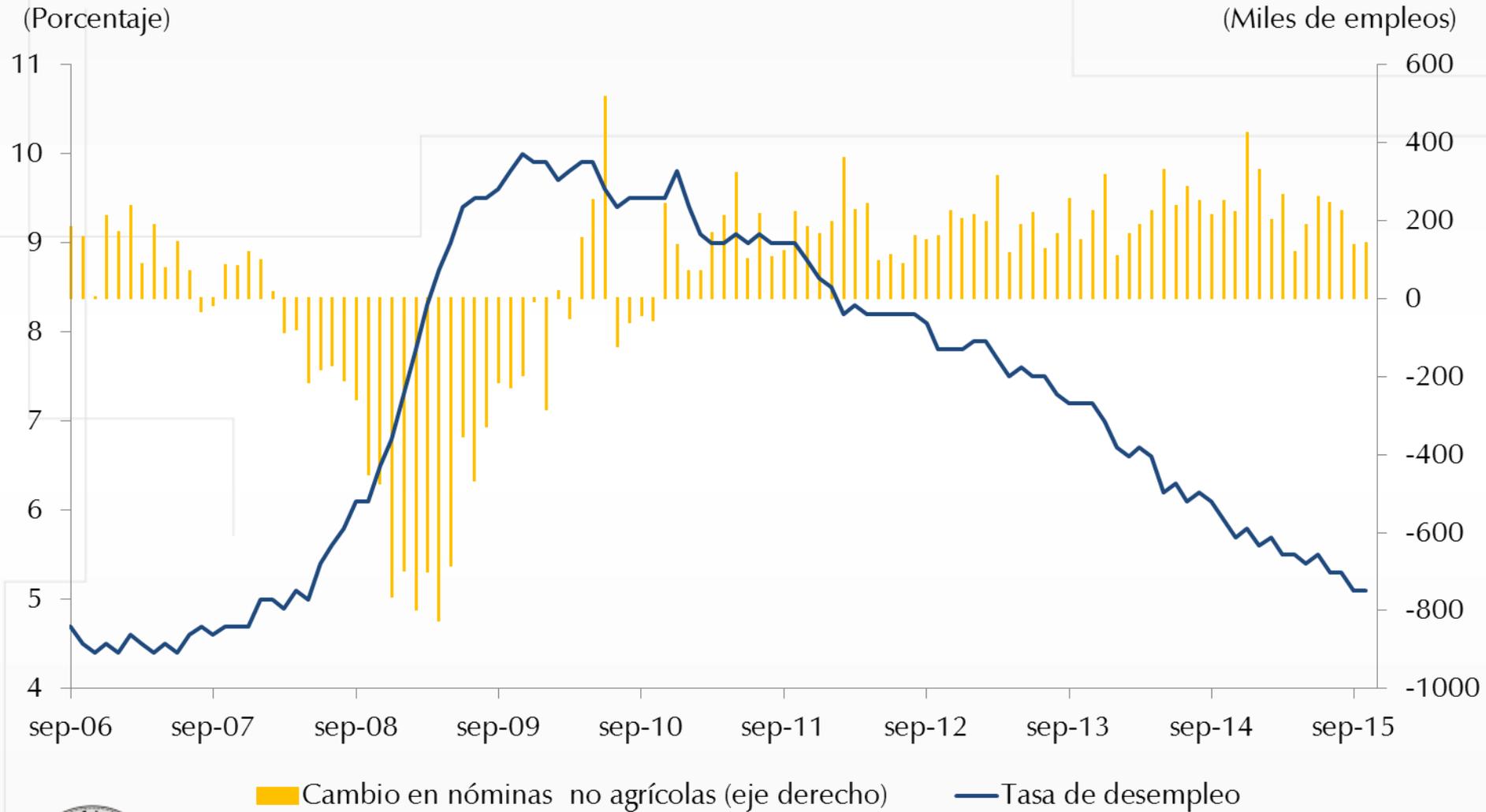
# **1. El contexto externo: siguen las señales mixtas**



- Recuperación del crecimiento (+2,5% en 2015), impulsada por el consumo y el efecto riqueza debido al repunte de precios de la vivienda
- Pero con inflación aún por debajo de su meta del 2%, por combustibles y revaluación
- Su tasa de desempleo (10,8% en octubre de 2008) en 5%, cerca de la 'NAIRU', o del nivel de pleno empleo
- Reajuste de la tasa de interés de la FED en diciembre



# EU: tasa de desempleo en 5%



- El desempleo ha bajado de 11,5% a menos de 10%
- En 2014 su PIB creció sólo +0,9% y los pronósticos para 2015 y 2016 son +1,3% y +1,4% respectivamente
- La tasa de interés del BCE se mantiene en 0,05%
- Y continuará sus programas de relajamiento monetario ('quantitative easing') hasta acercarse a la meta de inflación

# El acoso de la deflación

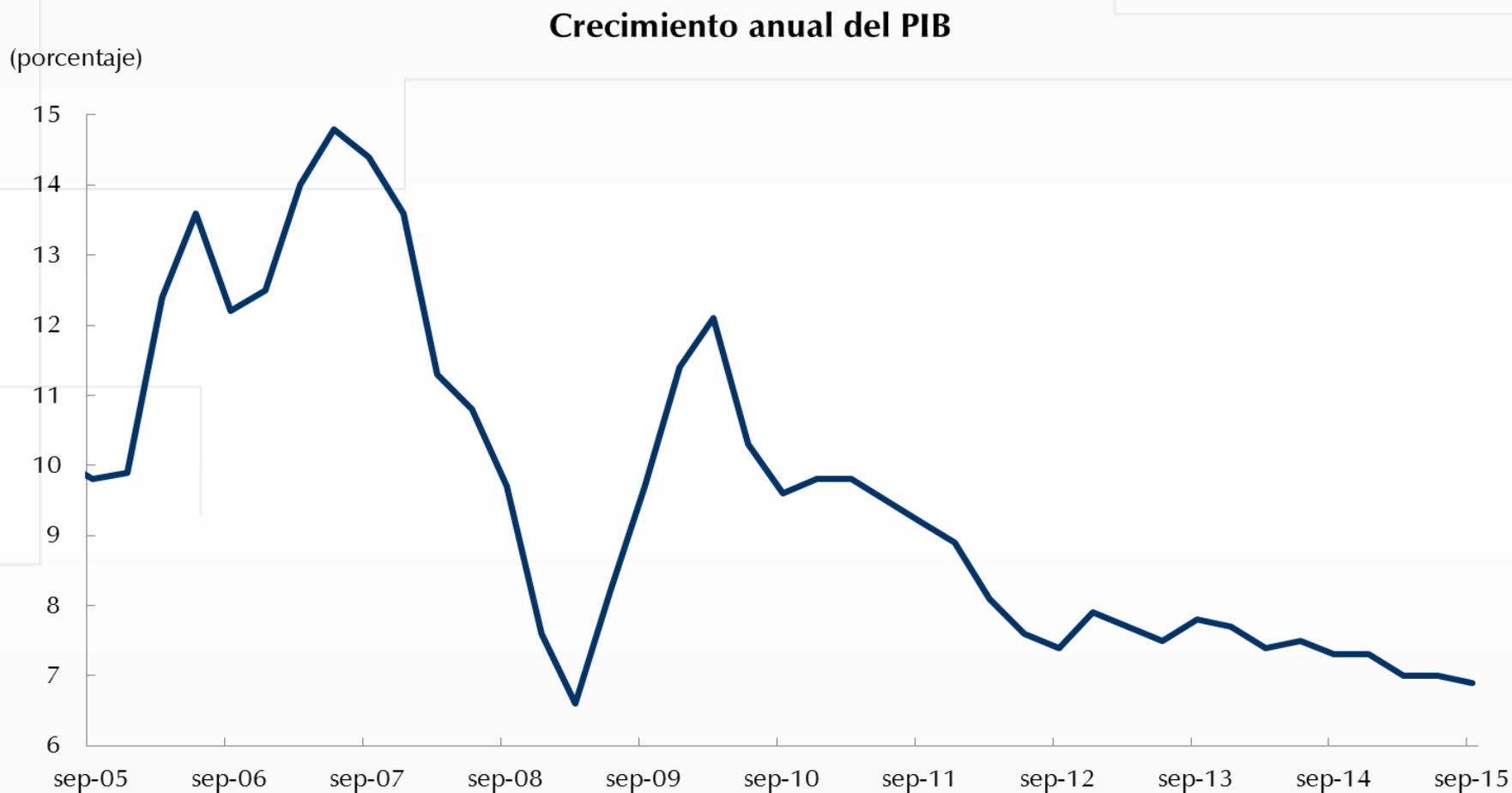
- Inflación de la Zona del Euro 0,2%
- Japón de nuevo en deflación, por primera vez desde abril de 2013, igualmente en buena parte debido a combustibles
- GB también en deflación, pero con crecimiento de salarios del 2,5% y desempleo del 5,3%



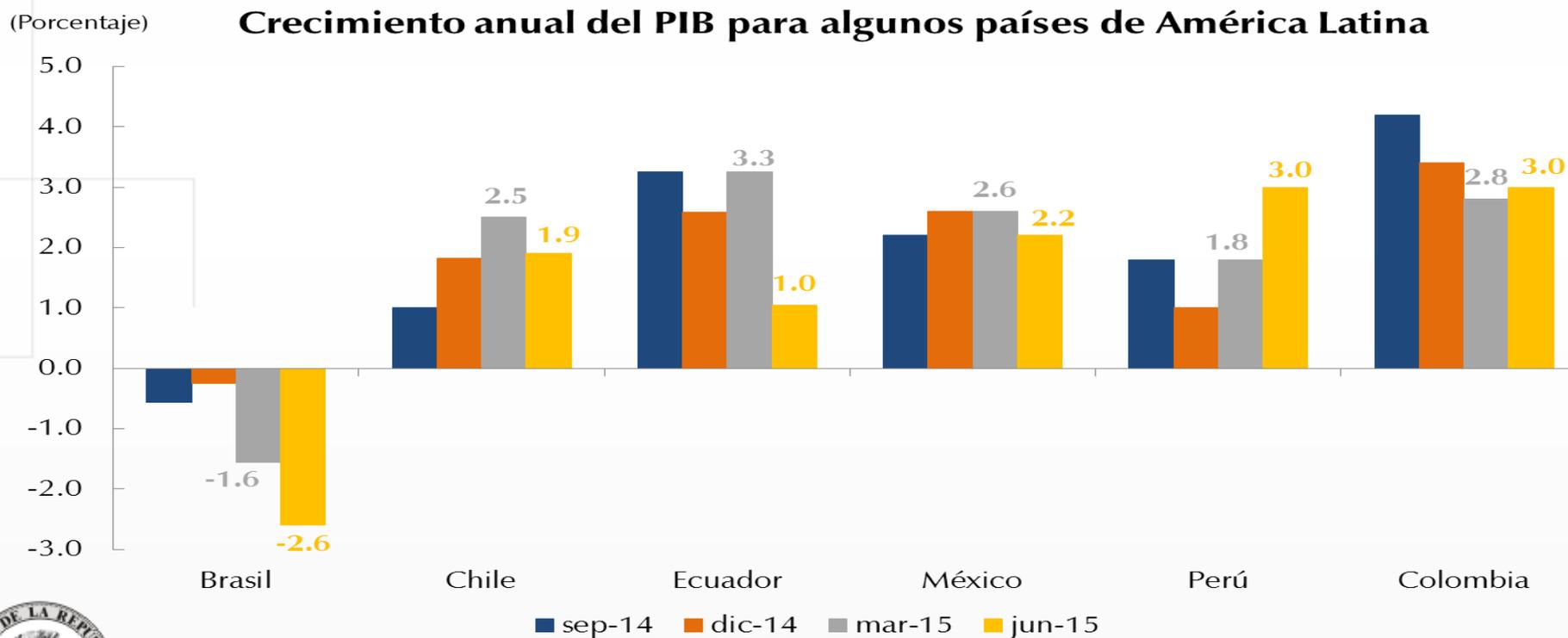
Crecimiento en 2014 fue +7,4%. En 2015 estaría en +6,7%, luego encaminándose gradualmente hacia su estabilización alrededor del 5%. Creciente preocupación por:

- Crecimiento desbordado del crédito y el endeudamiento de gobierno, empresas y hogares (250% sobre PIB)
- Caída de los precios de la vivienda nueva y usada
- Debilitamiento de la demanda interna
- Caídas de la Bolsa de Shanghái

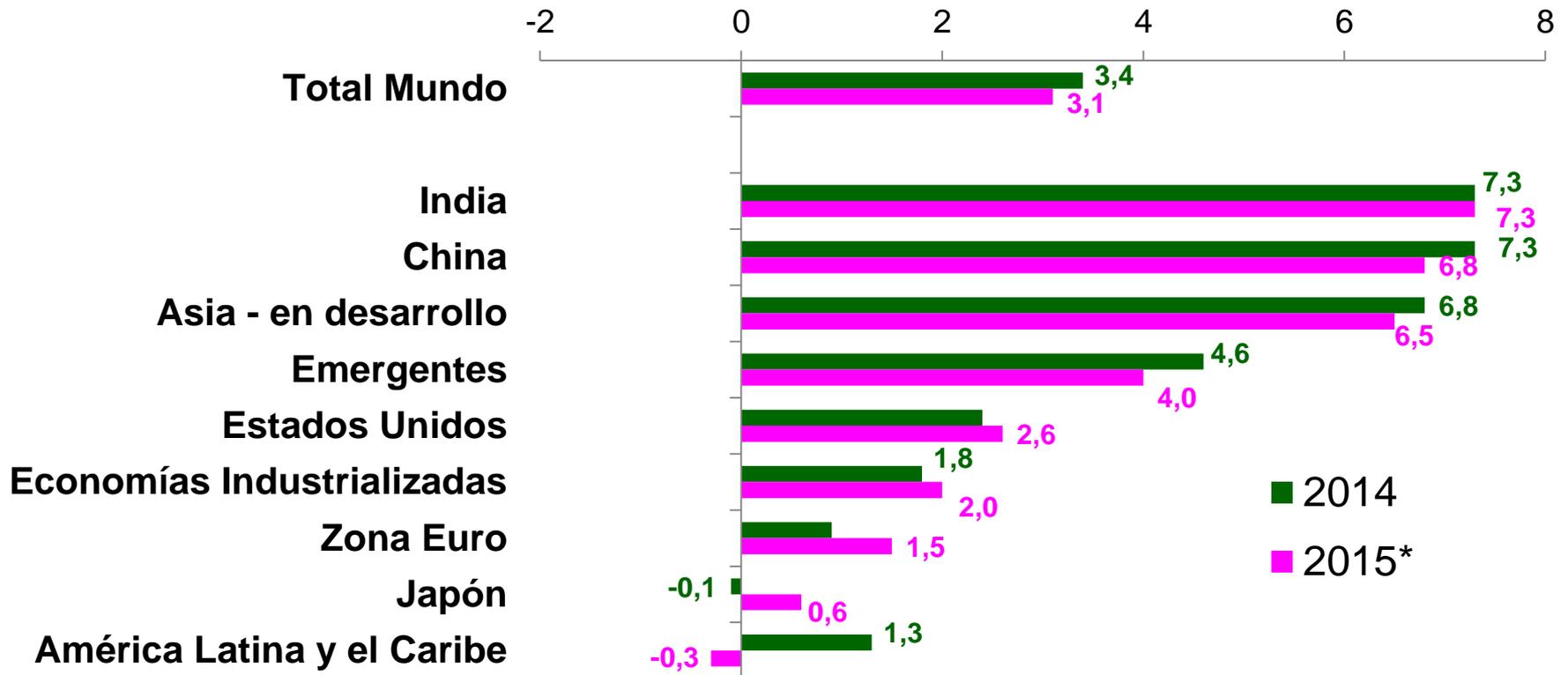
# La desaceleración estructural del crecimiento de China



**A. Latina: Brasil en recesión, en 2015 contrayéndose -3,4%, con inflación del 10%. Y Chile +2,3%, México +2,5%, Perú +2,8% y Colombia +3%. Venezuela caería más de -10%, con una inflación superior al 180%. Ecuador entrando en recesión (+0,3%)**



# PIB en diferentes regiones (variación porcentual anual): la mayor caída América Latina, en buena parte arrastrada por Brasil. El mejor comportamiento India, China y resto de Asia



Fuente: IMF, World Economic Outlook (WEO), Octubre de 2015.

# Pronósticos de crecimiento de nuestros principales socios comerciales. Revisión generalizada a la baja

País o región	2015			2016		
	Bajo	Central	Alto	Bajo	Central	Alto
EEUU	2,2 2,0	2,5 2,4	2,8 2,8	2,0 2,0	2,6 2,8	3,0 3,6
Zona Euro	1,0 0,8	1,4 1,3	1,8 1,8	0,8 0,0	1,4 1,4	1,8 1,8
China	6,6 6,4	6,8 6,7	7,0 7,0	6,0 6,0	6,4 6,5	6,8 7,0
Brasil	-3,5 -2,0	-3,0 -1,5	-2,5 -1,0	-1,5 0,2	-0,5 1,0	0,0 1,8
Ecuador	-0,3 0,2	0,3 1,2	0,8 2,2	-1,0 1,0	0,5 2,0	1,0 3,0
Venezuela	-10,0 -8,0	-8,0 -6,0	-6,0 -4,0	-6,0 -4,0	-3,0 -1,0	0,0 2,0
Perú	2,3 2,5	2,8 3,5	3,3 4,0	2,8 3,0	3,7 4,5	4,3 5,5
México	2,0 2,3	2,3 2,7	2,6 3,3	2,5 2,5	3,0 3,2	3,5 4,0
Chile	1,9 2,3	2,3 2,8	2,5 3,3	2,0 2,5	3,4 3,5	4,0 4,5
Socios	0,2 0,3	0,7 0,9	1,2 2,1	0,8 1,1	1,7 2,2	2,4 3,3



## **2. Comercio exterior, ‘enfermedad holandesa’ y déficit de la cuenta corriente (nuestro talón de Aquiles)**



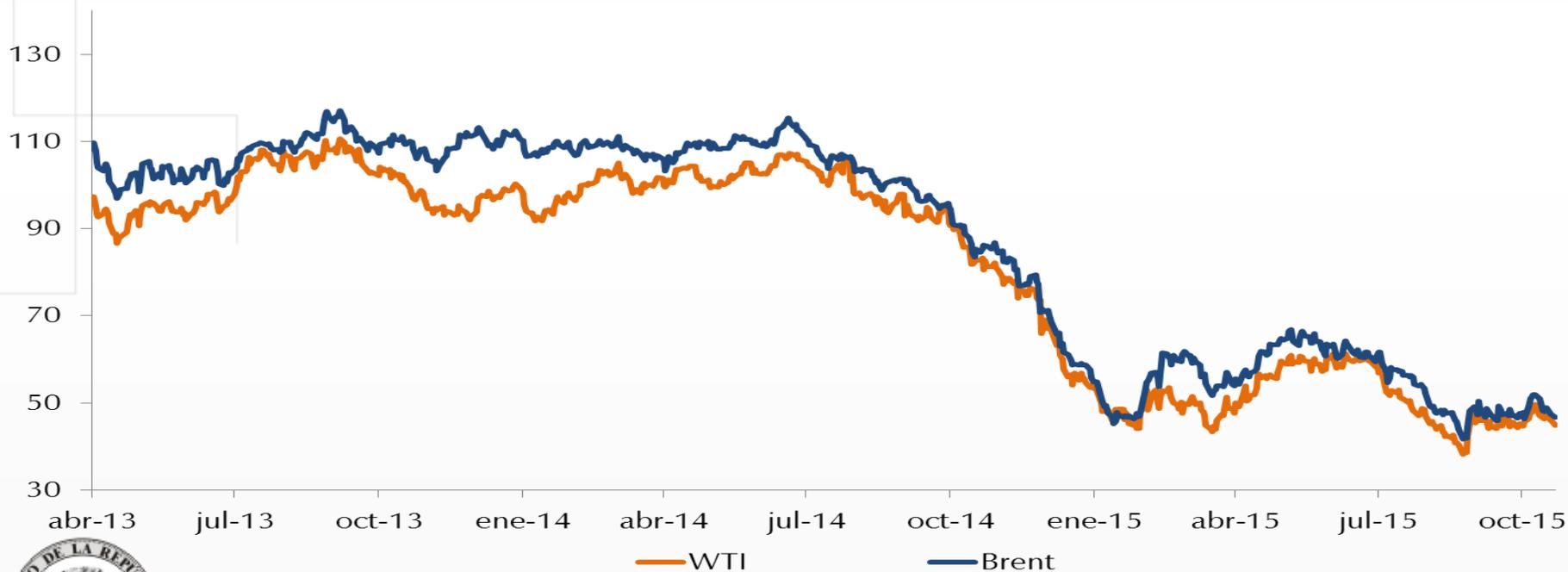
## ***Boom minero (2004 - 2013) y 'enfermedad holandesa'***

- En sólo una década el sector minero-energético sorprendió al haber pasado de menos de 2% a 8% del PIB, superando al agro, y al haber llegado a generar 70% de las exportaciones
- Alcanzó el 85 % de la inversión extranjera directa de la balanza cambiaria, y un tercio de la de la balanza de pagos
- Es la principal fuente del mercado de divisas
- En 2013 llegó a aportar cerca de 1/5 del recaudo de impuestos del Gobierno, incluyendo los dividendos de Ecopetrol
- Resultado: fuertes presiones revaluacionistas y el consiguiente debilitamiento de los sectores transables (agro e industria), acompañado de la ampliación del déficit de la cta. cte., en especial a partir de 2005. Esto es la enfermedad holandesa

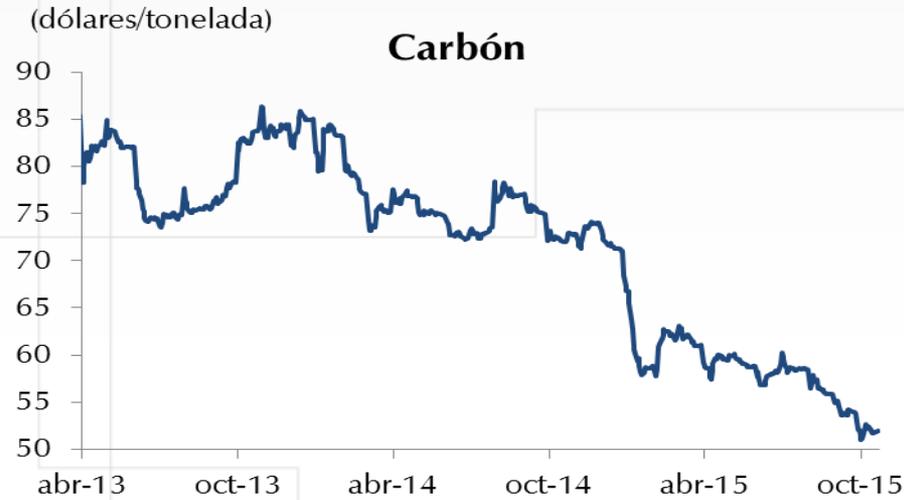
**Fin del *boom* y derrumbe de la renta petrolera del gobierno nacional central, que en 2013 llegó al 3,3% del PIB (o 20% de su recaudo), y que en 2016 sería apenas del 0,3% del PIB (o 2% de su recaudo). O sea, un ‘huevo fiscal’ del 3% del PIB (o del 18% de su recaudo)**

(dólares/barril)

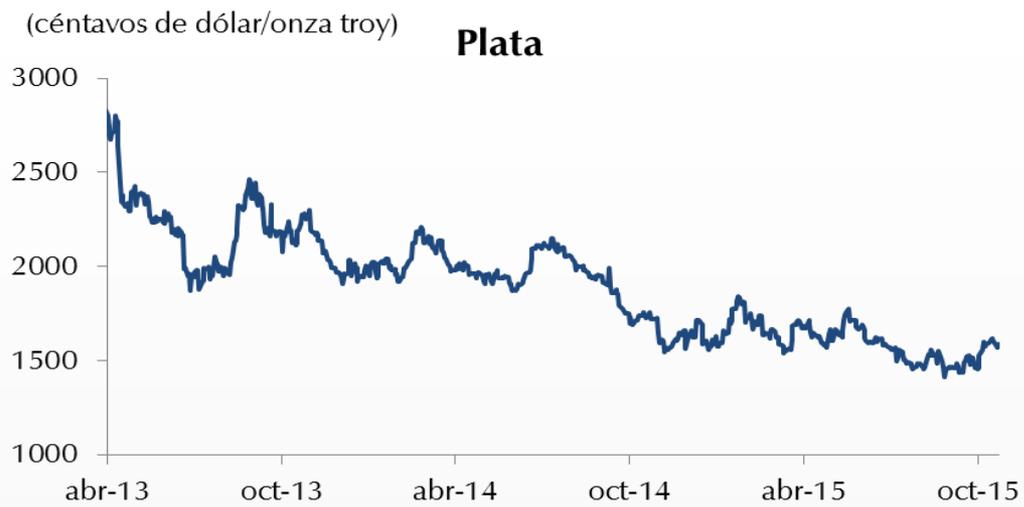
**Precio internacional del petróleo**



# Otros bienes exportados por Colombia: Carbón también cayendo. ¿Níquel y café, tocando fondo?



# Otros minerales: también fuerte efecto para Perú y Chile. ¿También tocando fondo?



# Alimentos: ¿igualmente tocando fondo?

(centavos de dólar/bushel)

## Soya



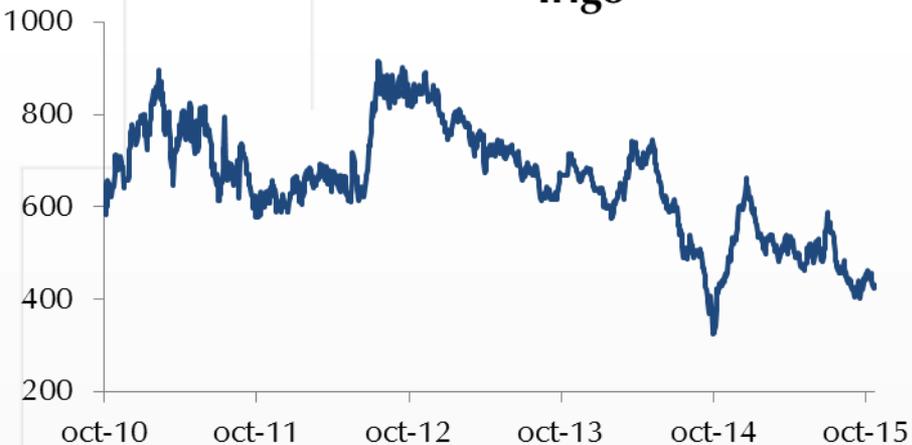
(dólares/tonelada)

## Arroz



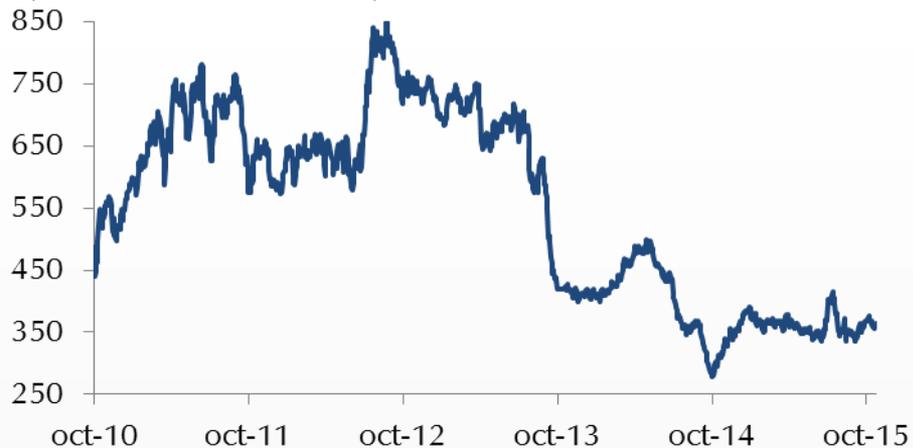
(centavos de dólar/bushel)

## Trigo

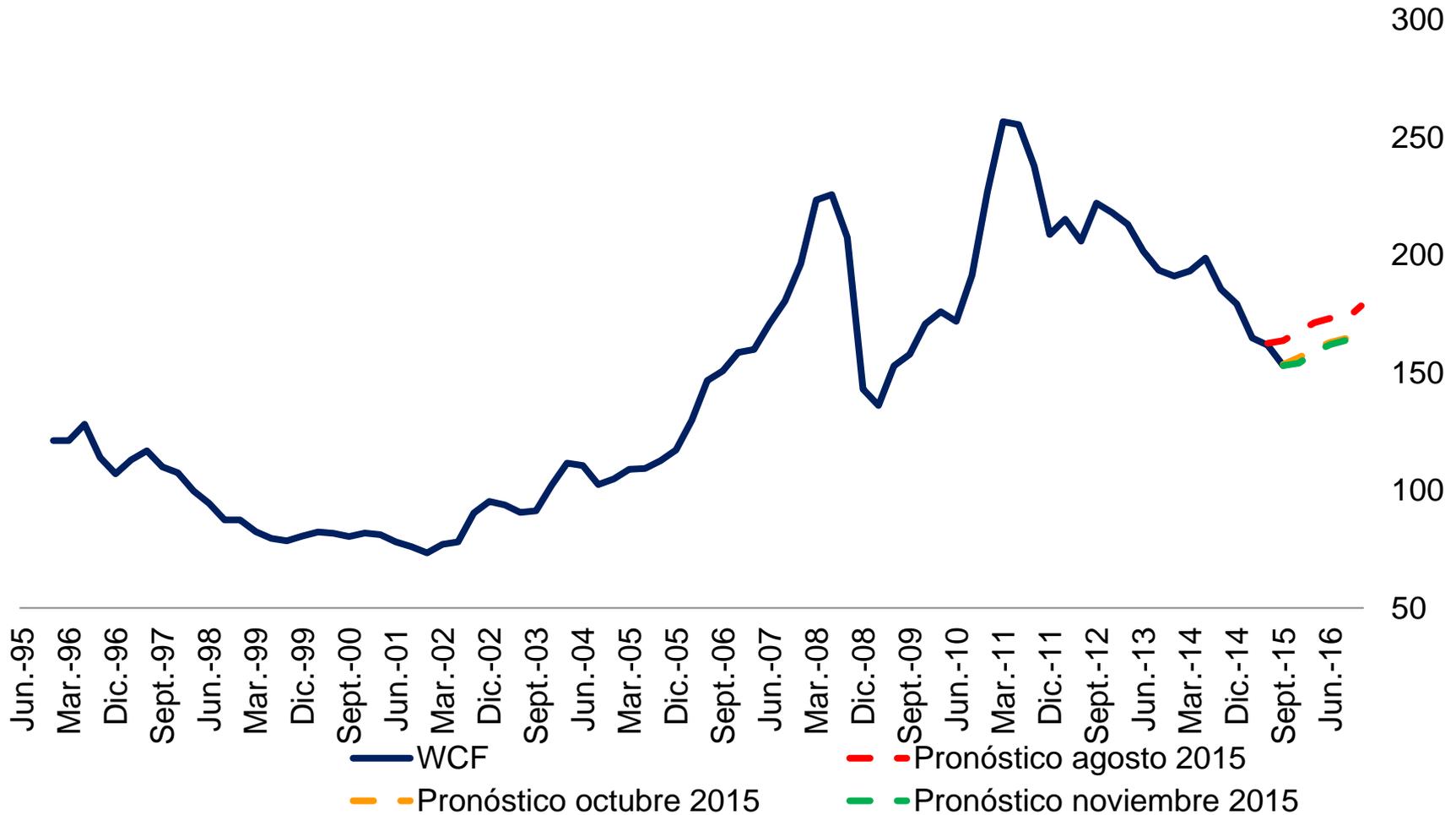


(centavos de dólar/bushel)

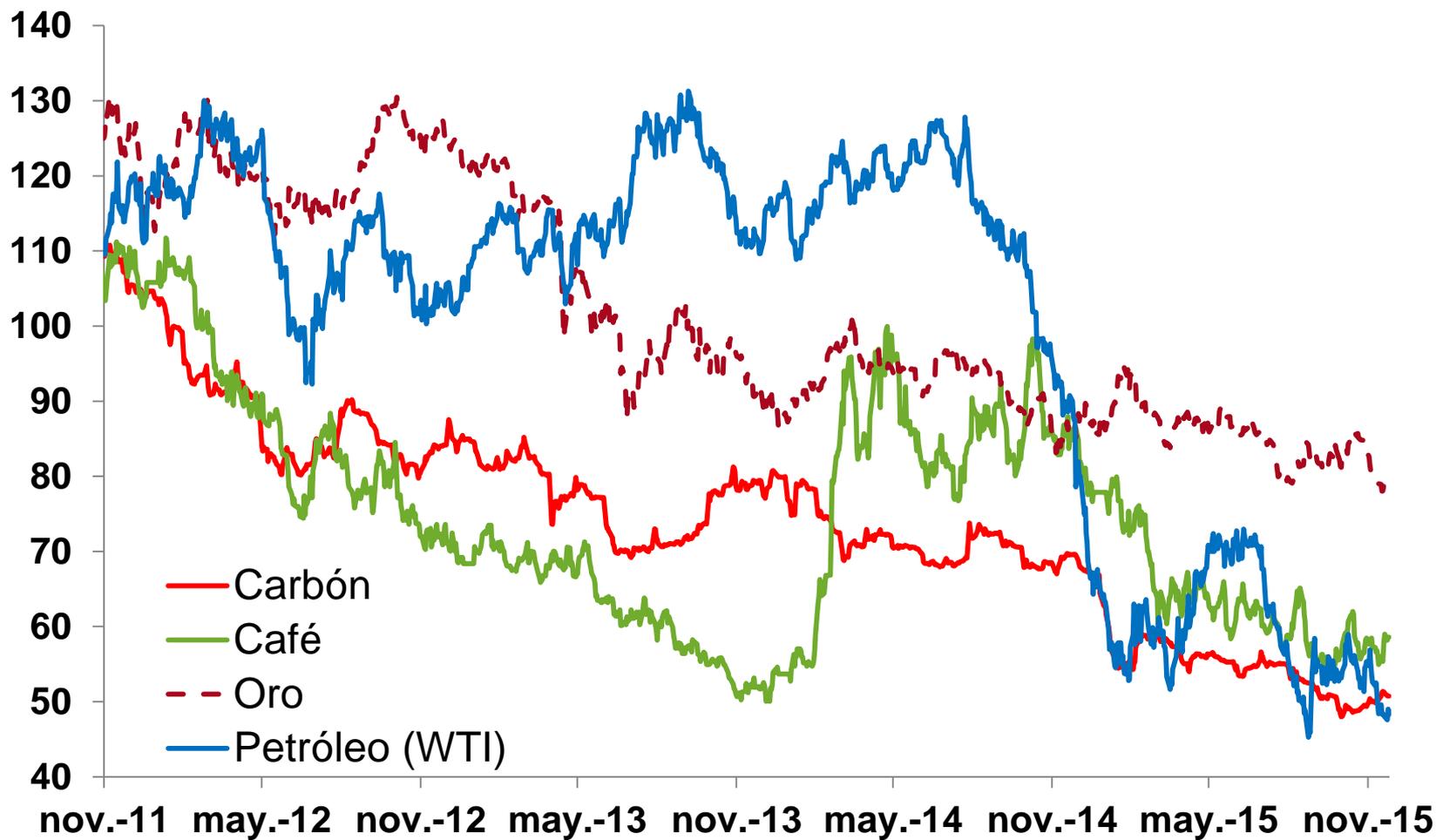
## Maíz



# Índice de precios del total de commodities (WCF): ¿tocando fondo?



# Precios de bienes exportados (nov 2010=100): ¿tocando fondo?



# En lo corrido del año a octubre las exportaciones totales caían 35% con relación al mismo período de 2014

## Exportaciones totales Enero – Octubre 2015

*El valor FOB exportado fue de US\$ 30,679 m, con una disminución anual de 35%.*



# Resultados según productos de exportación: caída arrastrada por el sector minero-energético

US\$ millones	Enero - Octubre		Part (%)	Variación	
	2014	2015		Absoluta	%
<b>Principales productos</b>	<b>37,119</b>	<b>21,656</b>	<b>70.6</b>	<b>-15,462</b>	<b>-41.7</b>
1. Petróleo crudo	22,723	11,398	37.2	-11,324	-49.8
2. Carbón	5,833	3,892	12.7	-1,941	-33.3
3. Fuel-oil y otros derivados	2,831	1,156	3.8	-1,675	-59.2
4. Oro no monetario	1,304	905	2.9	-399	-30.6
5. Café	1,973	2,130	6.9	158	8.0
6. Flores	1,190	1,110	3.6	-79	-6.7
7. Ferroníquel	537	371	1.2	-166	-31.0
8. Banano	728	694	2.3	-34	-4.7
<b>Resto de productos (clas-CIIU)</b>	<b>10,114</b>	<b>9,022</b>	<b>29.4</b>	<b>-1,091</b>	<b>-10.8</b>
9. Sector Agropecuario	293	276	0.9	-16	-5.6
10. Sector Industrial	9,598	8,621	28	-978	-10.2
11. Sector Minero	32	53	0.2	22	69.1
12. Otros	191	72	0.2	-119	-62.3
<b>Total exportaciones</b>	<b>47,233</b>	<b>30,679</b>	<b>100</b>	<b>-16,554</b>	<b>-35.0</b>

La reducción de las exportaciones (35%) se originó principalmente en el menor valor despachado de petróleo y sus derivados (US\$ 13,000 m). En menor medida, se observaron caídas en las ventas de carbón, manufacturas y oro.



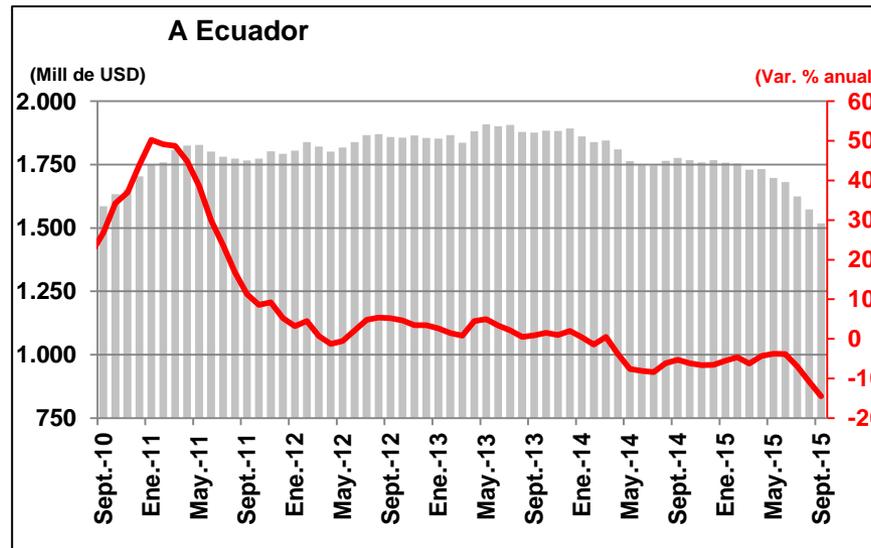
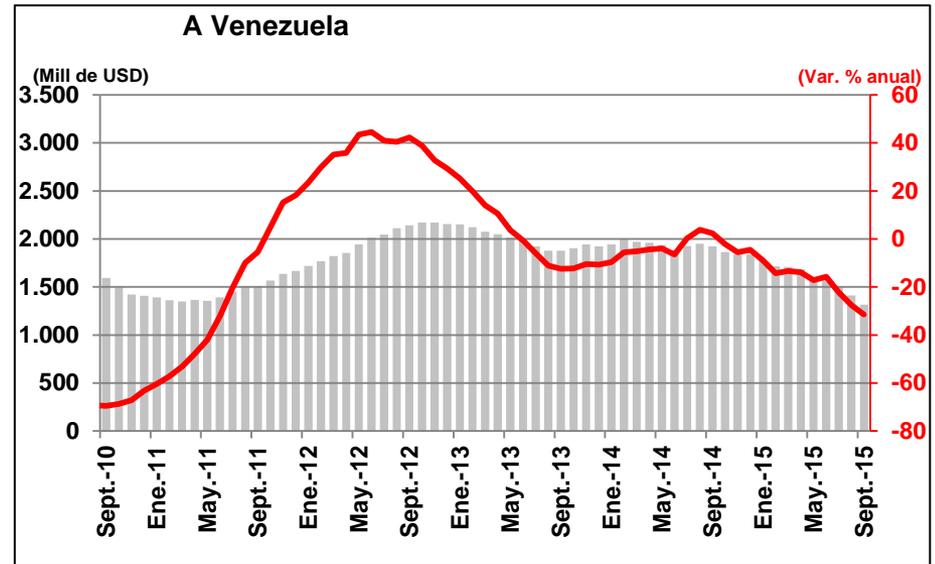
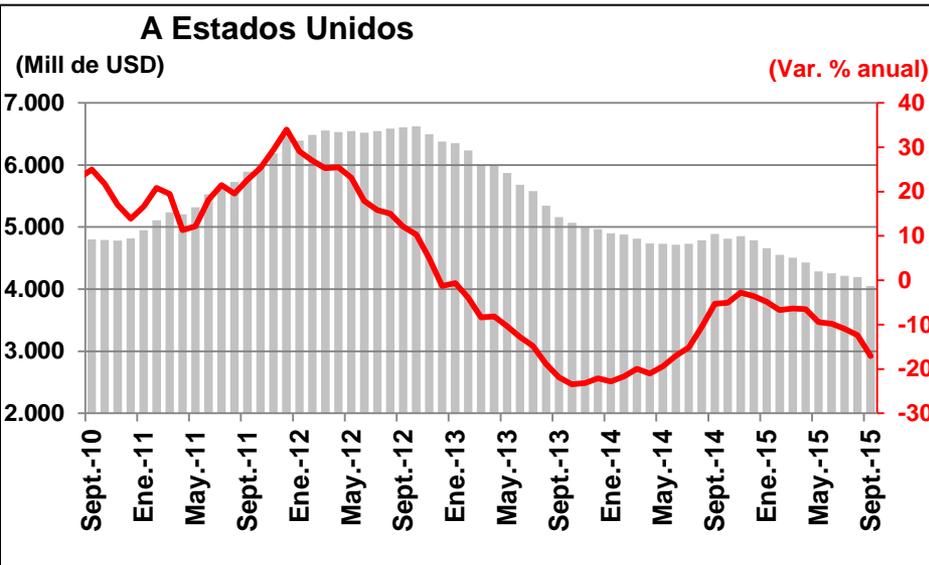
# Exportación de productos industriales por país de destino: caída arrastrada por Venezuela y Ecuador

## *Exportación de productos industriales por país de destino:*

US\$ millones	Enero - Octubre		Part (%)	Variación	
	2014	2015		Absoluta	%
Estados Unidos	1,339	1,352	15.7	13	1.0
Ecuador	1,433	1,131	13.1	-302	-21.1
Perú	856	827	9.6	-29	-3.4
Venezuela	1,256	822	9.5	-435	-34.6
México	640	632	7.3	-8	-1.2
Brasil	734	623	7.2	-111	-15.2
Chile	359	370	4.3	11	3.0
Panamá	273	266	3.1	-7	-2.7
Costa Rica	215	201	2.3	-14	-6.6
Holanda	208	196	2.3	-13	-6.0
China	205	181	2.1	-24	-11.8
Republica Dominicana	164	176	2.0	12	7.2
Guatemala	141	138	1.6	-3	-2.0
Resto	1,774	1,707	19.8	-67	-4
<b>Total</b>	<b>9,598</b>	<b>8,621</b>	<b>100</b>	<b>-978</b>	<b>-10.2</b>

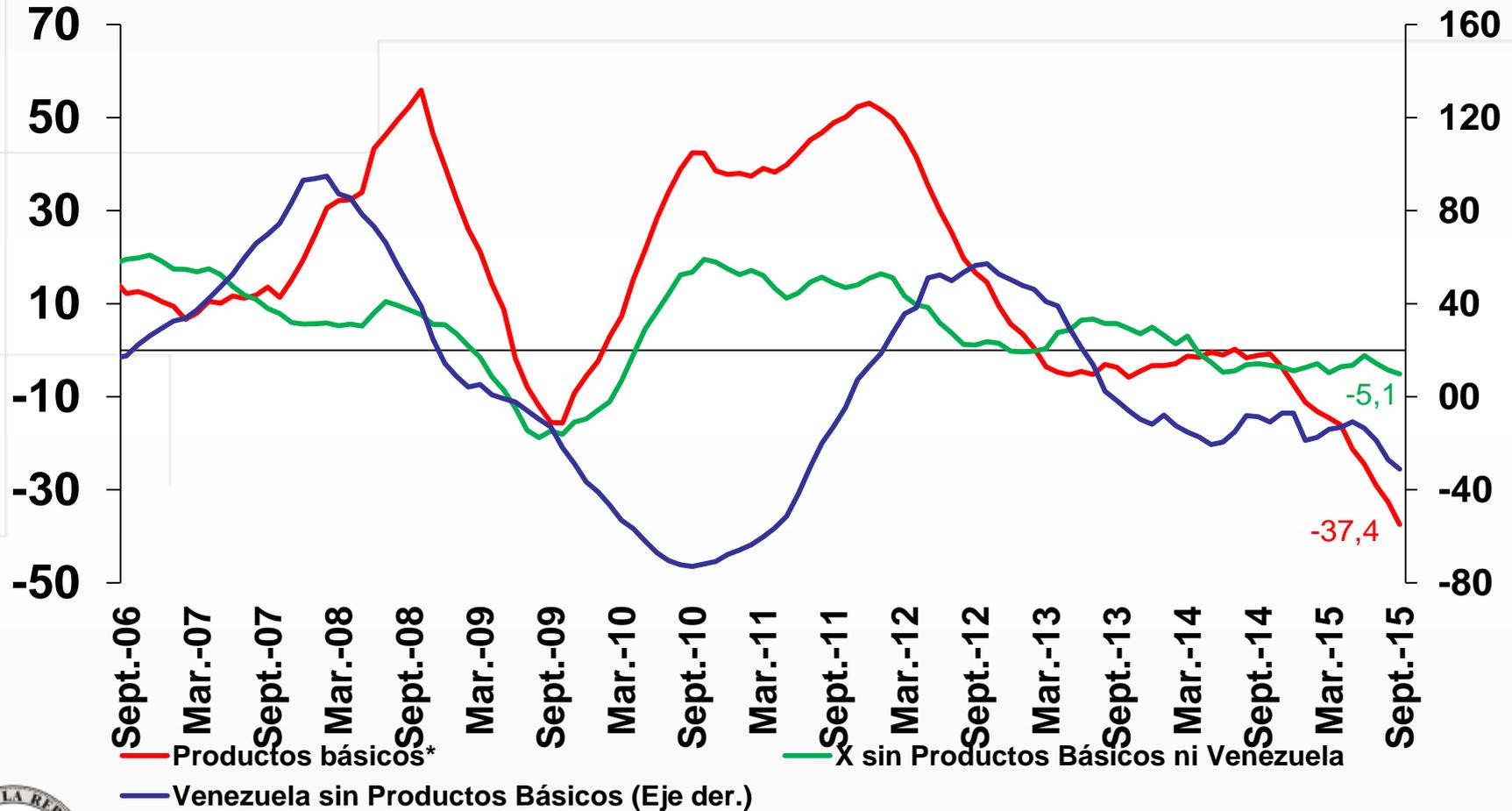
- Principales destinos (participación %): Estados Unidos (15,7), Ecuador (13,1) y Perú (9,6).
- Las mayores caídas de estas exportaciones se concentraron en los mercados de Venezuela (34,6%), Ecuador (21,1%), y Brasil (15,2%), debido principalmente al menor valor despachado de químicos, alimentos, bebidas y minerales no metálicos.

# Exportaciones sector industrial (acumulado doce meses)



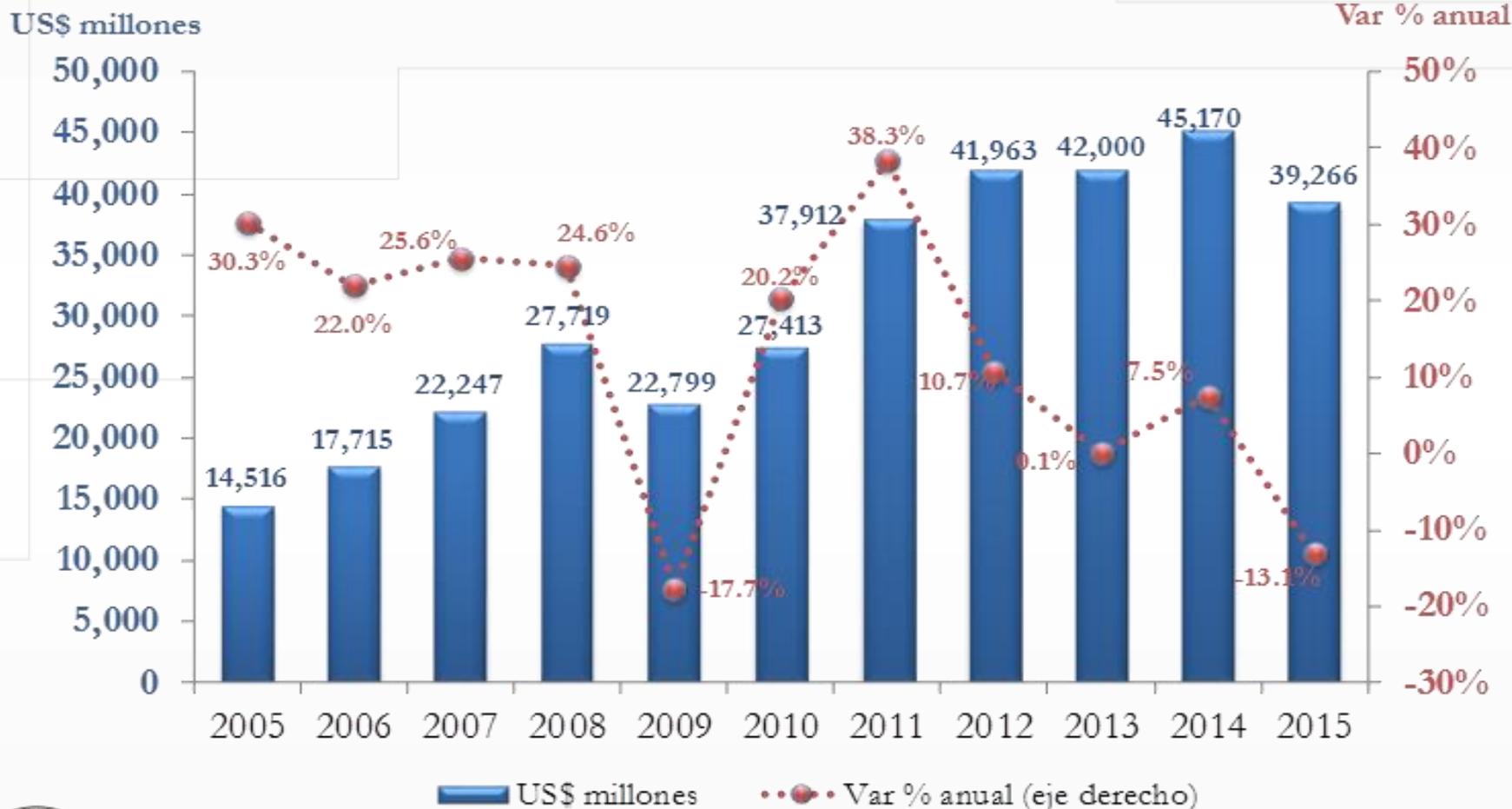
Fuente: DANE.

# En resumen: desplome de las exportaciones minero-energéticas y postración del resto. Las 'bonanzas' no necesariamente son 'bendiciones'



\* Considera Petróleo y derivados, Carbón, ferromniquel, oro, café, banano y flores.

# En contraste, a septiembre caída de las importaciones de 13,1%, apenas un tercio de la de las exportaciones



# Enero – Septiembre 2015

## Importaciones totales por tipo de productos

\*Incluye tractores, vehículos para transporte de mercancías, aeronaves, entre otros.

\*\*Incluye neumáticos, amortiguadores, motores, chasis de automóviles y demás partes y accesorios.

\*\*\* Incluye aparatos de protección contra robo, semáforos, rieles, etc.

Las importaciones de “bienes no clasificados” se incluyen en bienes intermedios.

Importaciones FOB según clasificación CUODE	Enero - Septiembre			Variaciones	
	2014	2015	Part %	Absoluta	Var %
<b>I. BIENES DE CONSUMO</b>	<b>9,886</b>	<b>8,777</b>	<b>22.4</b>	<b>(1,108)</b>	<b>-11.2</b>
1. No duraderos	4,679	4,462	11.4	(217)	-4.6
2. Duraderos	5,206	4,316	11.0	(891)	-17.1
<b>II. BIENES INTERMEDIOS</b>	<b>20,304</b>	<b>16,999</b>	<b>43.3</b>	<b>(3,305)</b>	<b>-16.3</b>
1. Combustibles y lubricantes	5,677	3,701	9.4	(1,976)	-34.8
2. Para la agricultura	1,467	1,450	3.7	(17)	-1.1
3. Para la industria	13,160	11,848	30.2	(1,312)	-10.0
<b>III. BIENES DE CAPITAL</b>	<b>14,980</b>	<b>13,489</b>	<b>34.4</b>	<b>(1,491)</b>	<b>-10.0</b>
1. Materiales de construcción	1,325	1,215	3.1	(110)	-8.3
2. Para la agricultura	127	120	0.3	(7)	-5.9
3. Para la industria	9,049	7,988	20.3	(1,061)	-11.7
4. Equipo de transporte	4,480	4,166	10.6	(313)	-7.0
4.1. Equipo rodante	2,507	2,551	6.5	44	1.8
4.2. Partes y accesorios	1,914	1,571	4.0	(343)	-17.9
4.3. Equipo fijo	59	45	0.1	(14)	-23.8
<b>TOTAL</b>	<b>45,170</b>	<b>39,266</b>	<b>100.0</b>	<b>(5,904)</b>	<b>-13.1</b>

El menor valor importado se originó principalmente por la disminución en las compras de combustibles (34,8%), insumos y bienes de capital para la industria, 10% y 11,7%, respectivamente.



## *Países de origen de las importaciones colombianas ...*

País	Enero - Septiembre			Variaciones	
	2014	2015	Part %	Absoluta	Var %
ESTADOS UNIDOS	13,174	11,482	29.2	-1,692	-12.8
CHINA	8,085	7,136	18.2	-948	-11.7
MÉXICO	3,654	2,843	7.2	-811	-22.2
ALEMANIA	1,812	1,649	4.2	-162	-9.0
FRANCIA	1,247	1,509	3.8	261	21.0
BRASIL	1,806	1,427	3.6	-379	-21.0
INDIA	980	909	2.3	-71	-7.2
JAPON	1,059	902	2.3	-157	-14.8
COREA DEL SUR	967	824	2.1	-143	-14.8
PERÚ	808	727	1.9	-81	-10.0
CANADA	828	611	1.6	-217	-26.2
VENEZUELA	335	194	0.5	-140	-41.9
RESTO	10,415	9,051	23.1	-1,364	-13.1
<b>TOTAL</b>	<b>45,170</b>	<b>39,266</b>	<b>100.0</b>	<b>-5,904</b>	<b>-13.1</b>

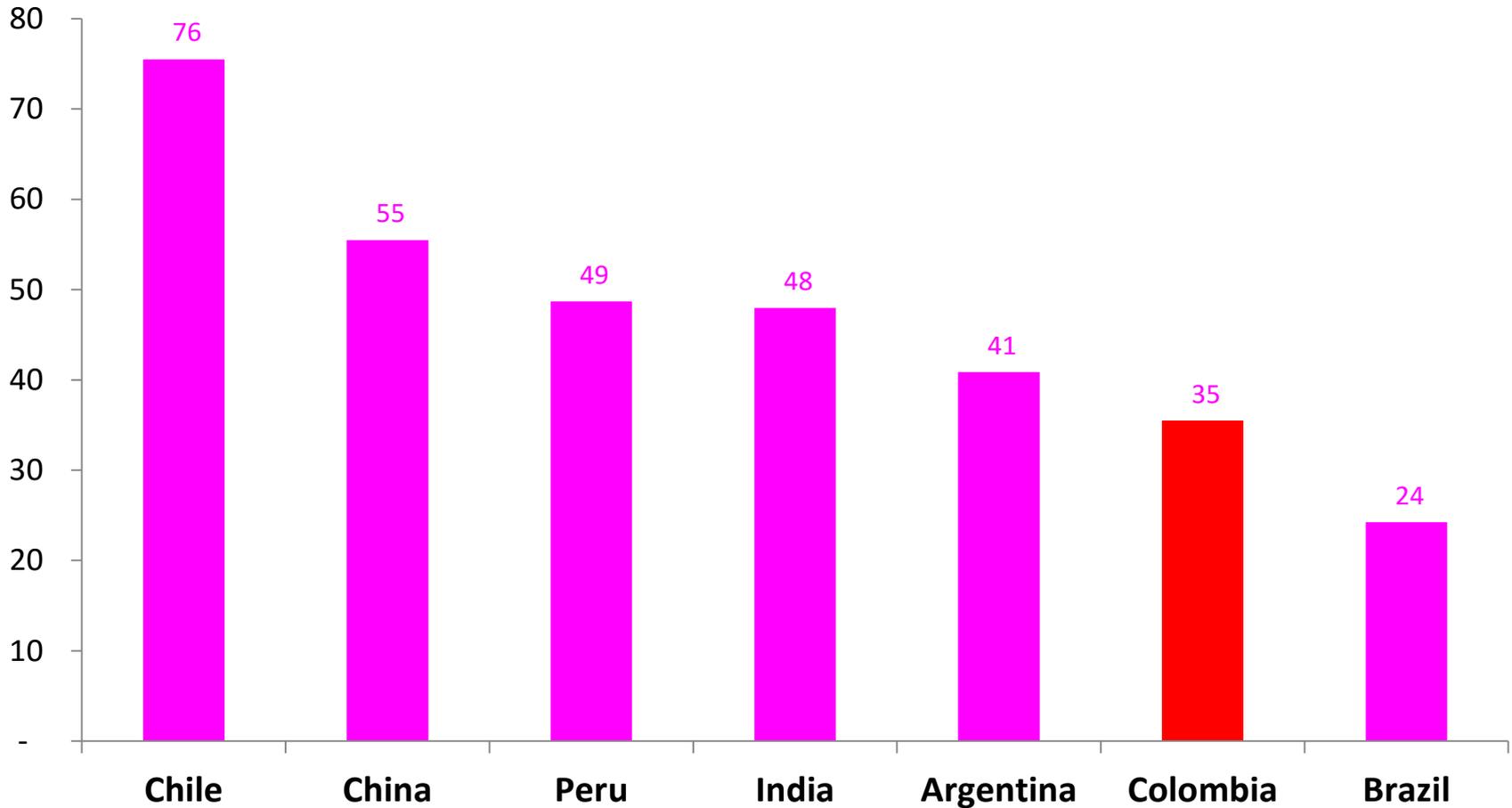
Los principales países de origen de las importaciones fueron Estados Unidos con el 29,2%, China (18,2%) y México (7,2%).

La disminución total del valor total importado se explicó principalmente por las menores importaciones originarias de los Estados Unidos, China y México que cayeron 12,8%, 11,7% y 22,2%, respectivamente. Esta caída se compensó parcialmente con el aumento (21%) de las compras de manufacturas francesas, principalmente a la mayor adquisición de equipo rodante de transporte.

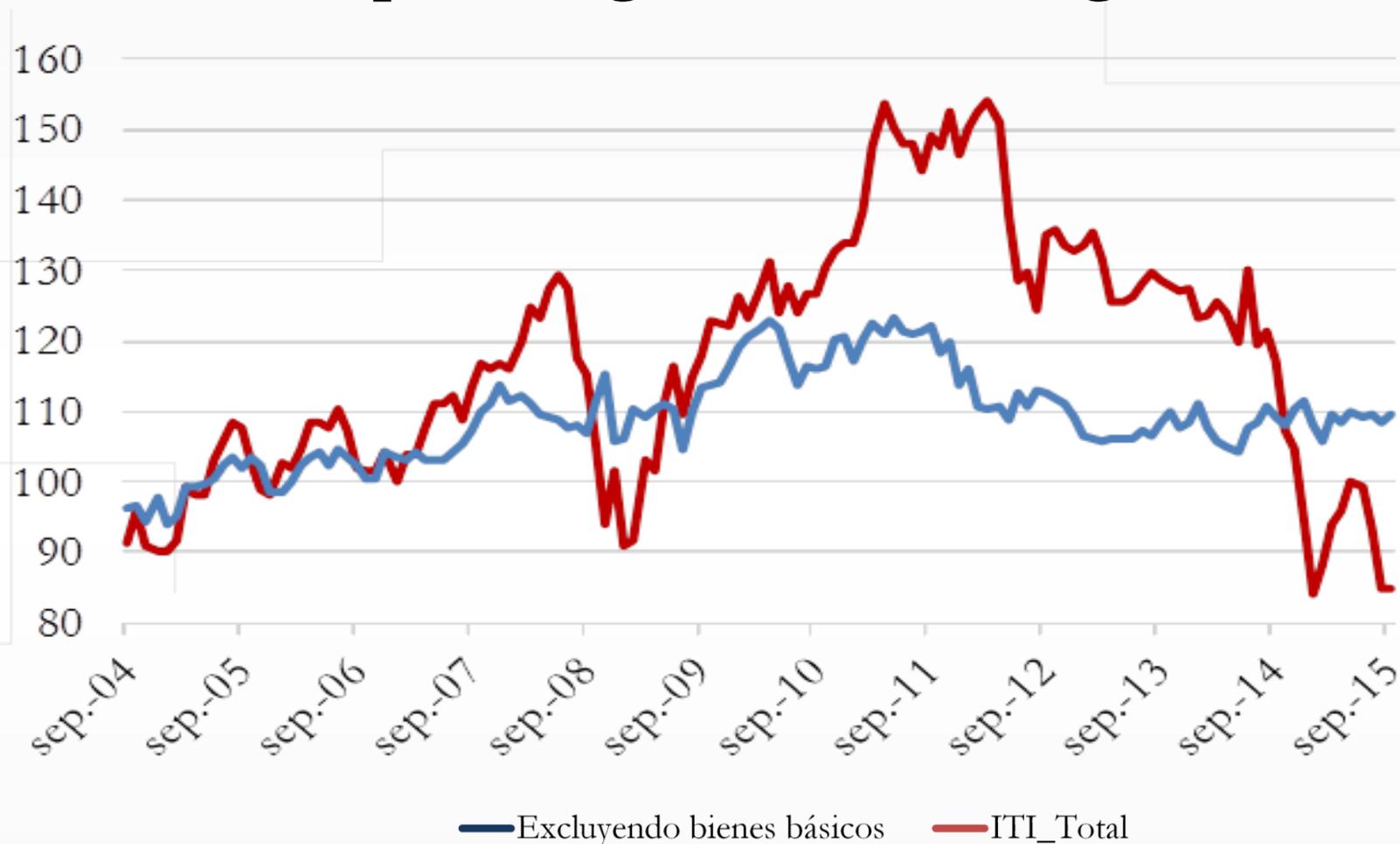


# Colombia: una economía que sigue siendo muy cerrada al comercio. Aunque menos que Brasil y EU

## Exportaciones + Importaciones/PIB (%)



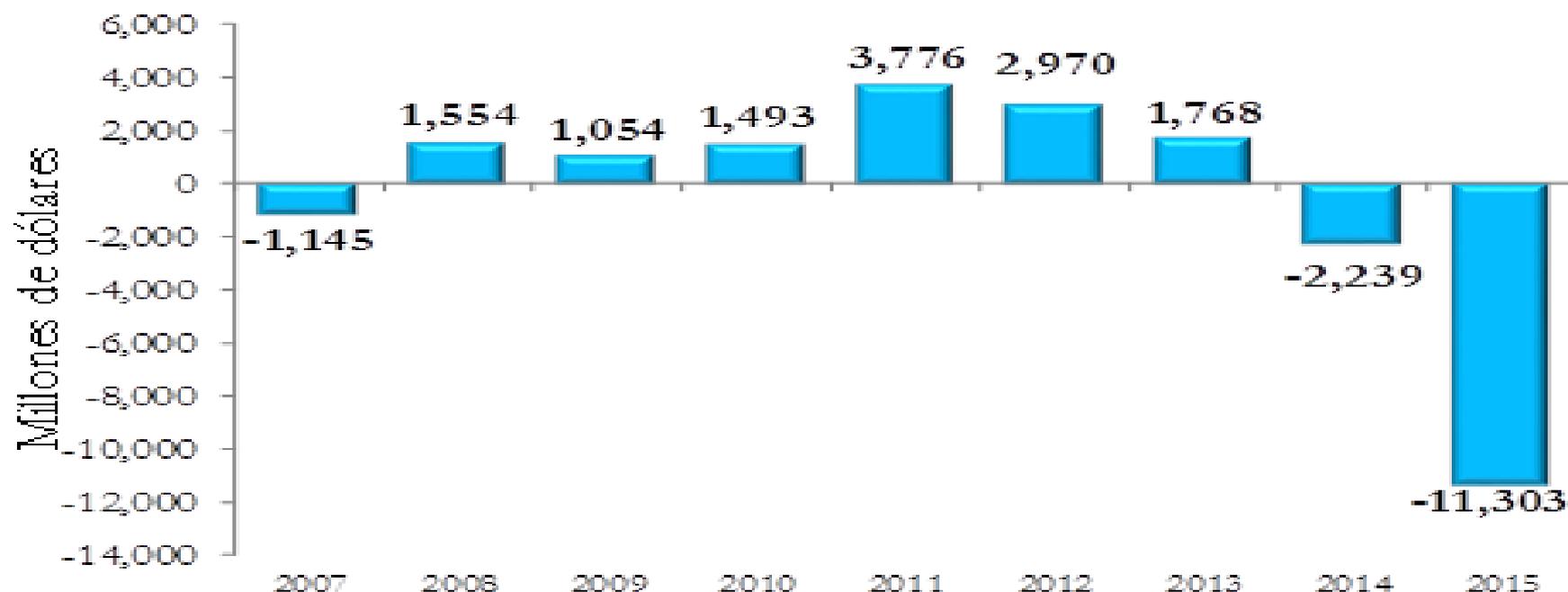
# El desplome de nuestros términos de intercambio: fuerte impacto negativo sobre el ingreso nacional



Fuente: Cálculos en base información DANE- DIAN. Base 2005=100

# El abultado y creciente déficit de la balanza comercial. A octubre superaría los USD 12.000 millones

Acumulado a Septiembre



Entre enero y septiembre de 2015 se registró un déficit comercial de US\$ 11.303 m, superior al ocurrido en el mismo periodo de 2014 (-US\$ 2.239 m). Este resultado se explica por el mayor descenso de las exportaciones (34,9%) frente al ocurrido en las importaciones (13,1%). En septiembre, el déficit comercial fue de US\$ 1,419 m superior a los US\$ 469 m observados un año atrás.

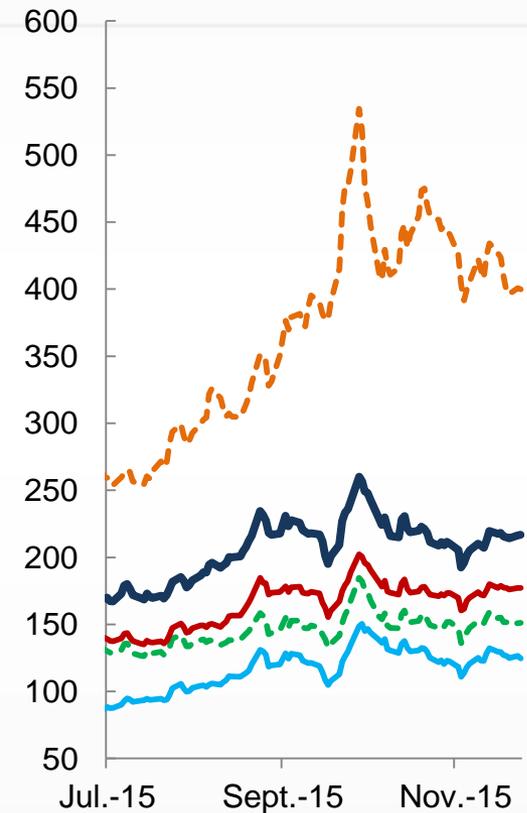
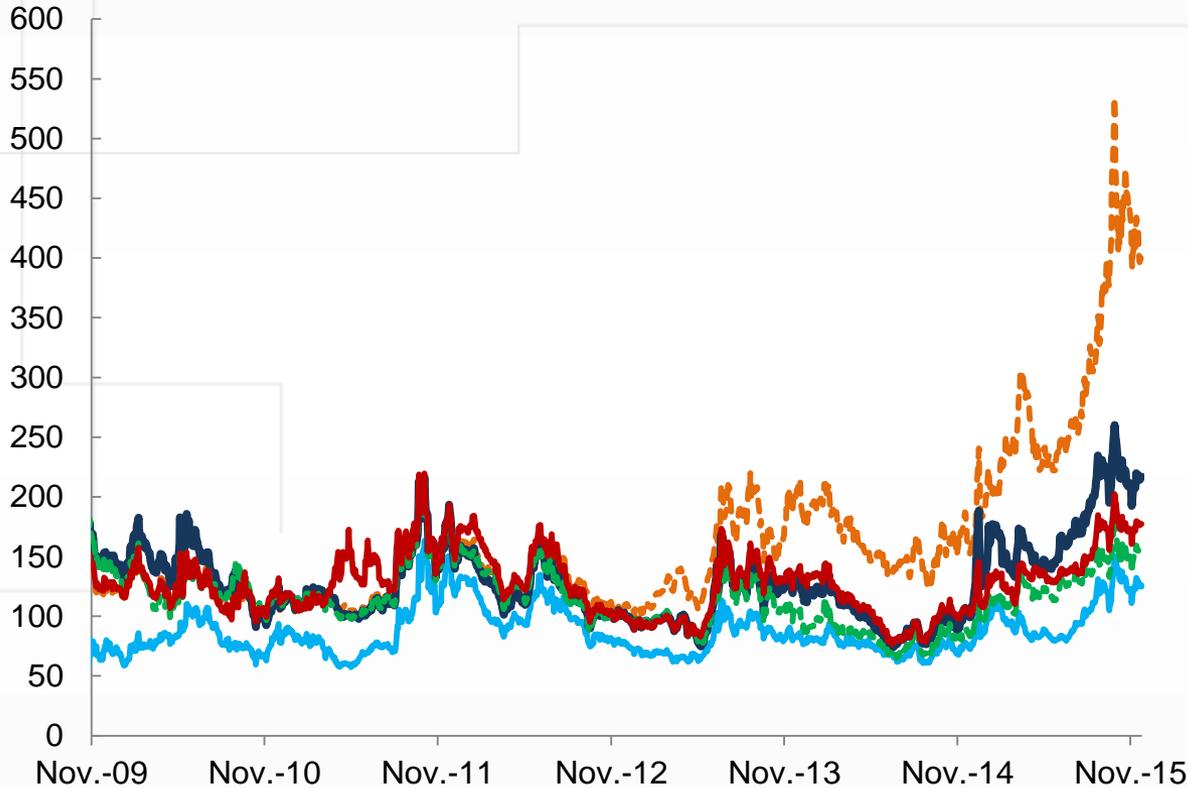


# Resultante ampliación del déficit de la cuenta corriente, el talón de Aquiles de la economía

- El déficit rondando el 8%
- A pesar del menor crecimiento de la demanda y de la libre flotación cambiaria, se mantendría cerca de ese nivel por desplome adicional de los precios del petróleo
- El más alto entre las economías de tamaño similar o superior en el mundo
- En año corrido a noviembre 30 la IED en petróleo y minería de la balanza cambiaría caía - 35% y la de portafolio - 65% vs igual período del año 2104. En tanto que la cartera en moneda extranjera en -12%

# Las primas de riesgo de América Latina se han incrementado en las últimas semanas. Para Colombia y Brasil se registran los valores más altos desde 2009

(Puntos básicos)



Brasil Chile Colombia México Perú

Fuente: Bloomberg

**El real brasilero y el peso colombiano, las monedas más devaluadas. Sin embargo, la tasa de cambio aún se halla cercana al rango de equilibrio. Lo excesivo fue la revaluación, no la devaluación. A fin absorber los choques externos, se debe preservar el régimen de flotación y un nivel adecuado de reservas**

Devaluación  
Tipos de

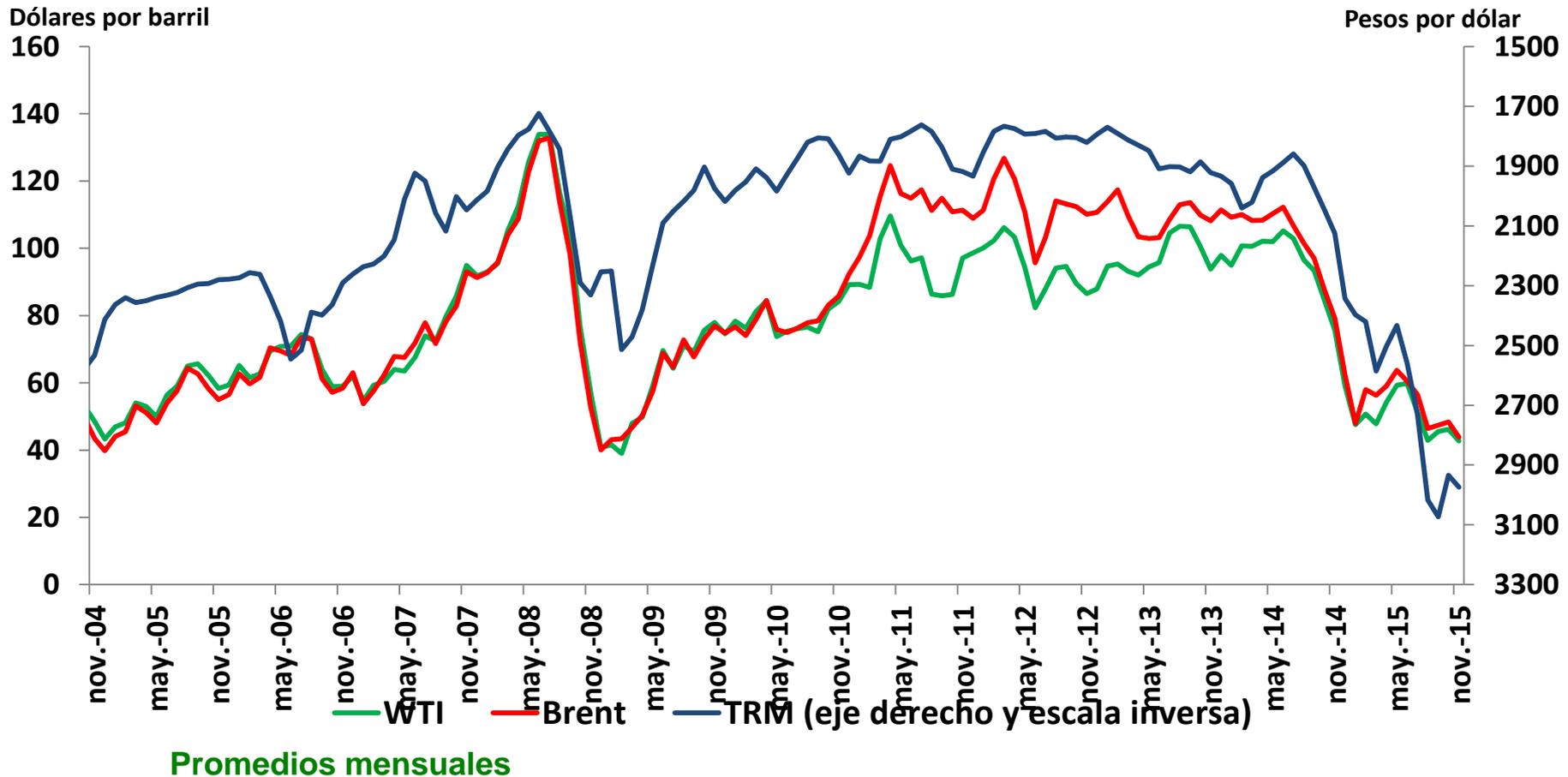
10-dic-15

LATAM	Devaluaciones							
	dia	semana	mes	año corrido	6 meses	año completo	Dos años atrás	Tres años atrás
Colombia Tasa Promedio a las 13:00:00	-0,75%	3,68%	10,80%	37,04%	29,02%	36,01%	68,69%	81,62%
Colombia Tasa Ultima a las 13:00:00	-1,17%	3,25%	10,34%	36,47%	28,48%	35,45%	67,99%	80,86%
Brasil	0,94%	0,76%	0,71%	42,52%	21,41%	45,90%	64,20%	82,10%
México	0,18%	2,30%	2,18%	16,01%	10,99%	18,54%	32,86%	31,75%
Argentina	0,11%	0,28%	1,48%	13,98%	7,87%	13,98%	55,61%	98,76%
Peru	0,03%	0,18%	1,85%	12,74%	6,96%	14,04%	20,86%	31,82%
Uruguay	0,03%	0,08%	0,59%	21,89%	11,26%	24,16%	40,36%	54,03%
Chile	0,02%	0,35%	0,78%	16,13%	11,30%	14,67%	32,40%	46,66%



¿Qué va a pasar con el precio del dólar?... En buena parte depende de lo que vaya a pasar con el precio del petróleo...¿Y qué va a pasar con el precio del petróleo...???

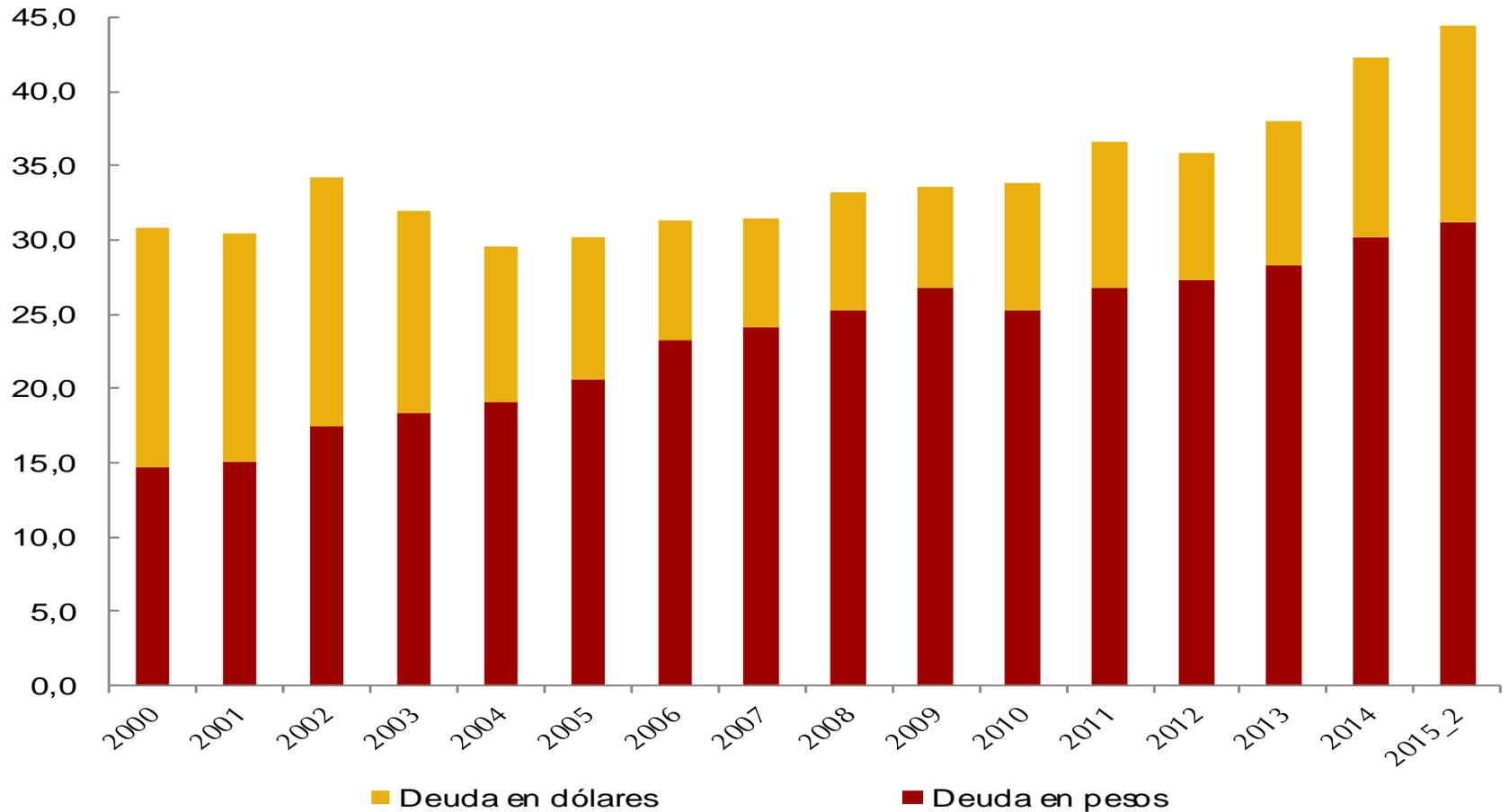
### Tasa de cambio y precio internacional del petróleo



# Deuda privada (% del PIB)

Deuda Financiera del Sector Corporativo Privado como porcentaje del PIB por moneda

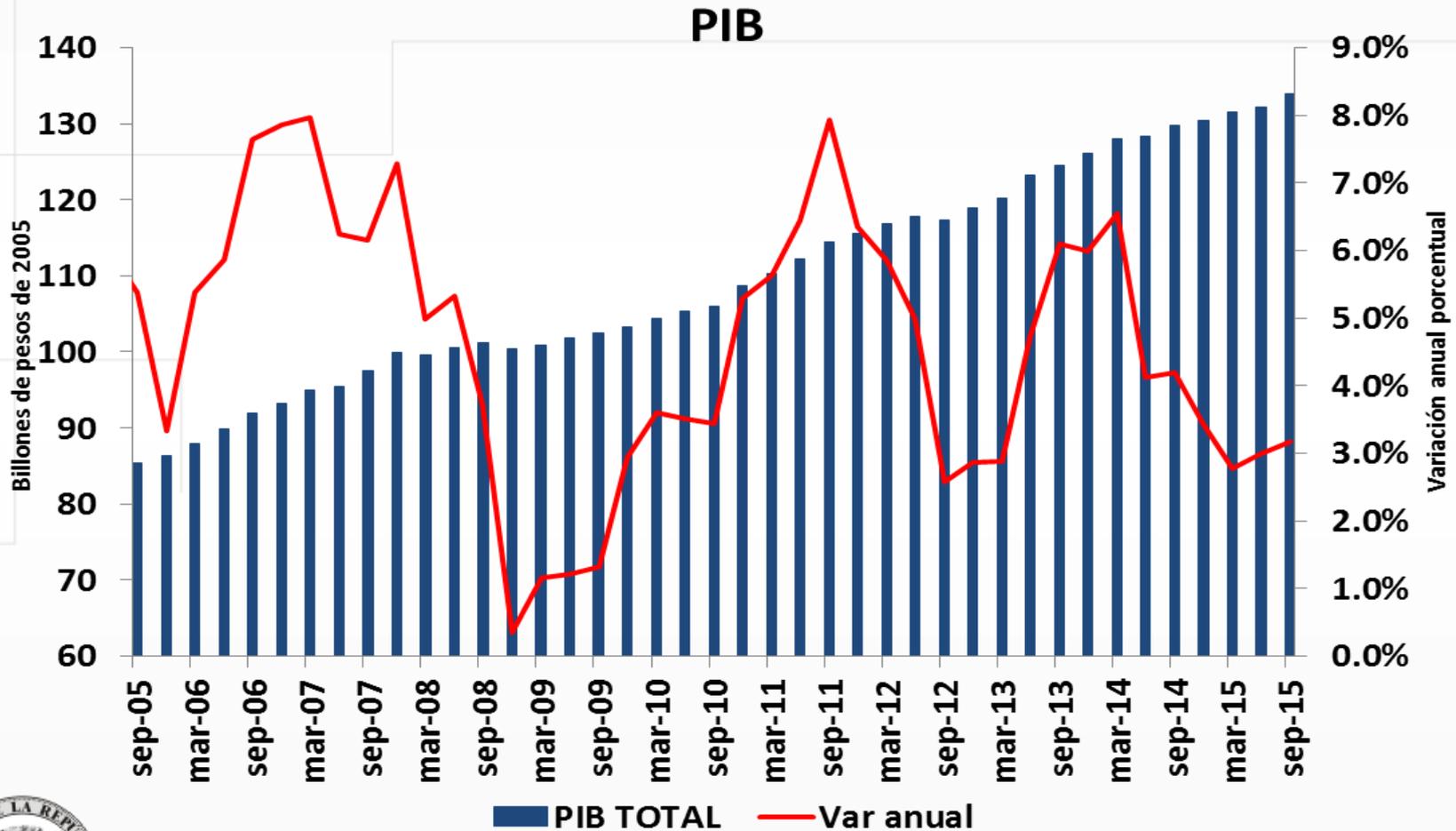
(porcentaje)



### **3. Crecimiento: esperada desaceleración**

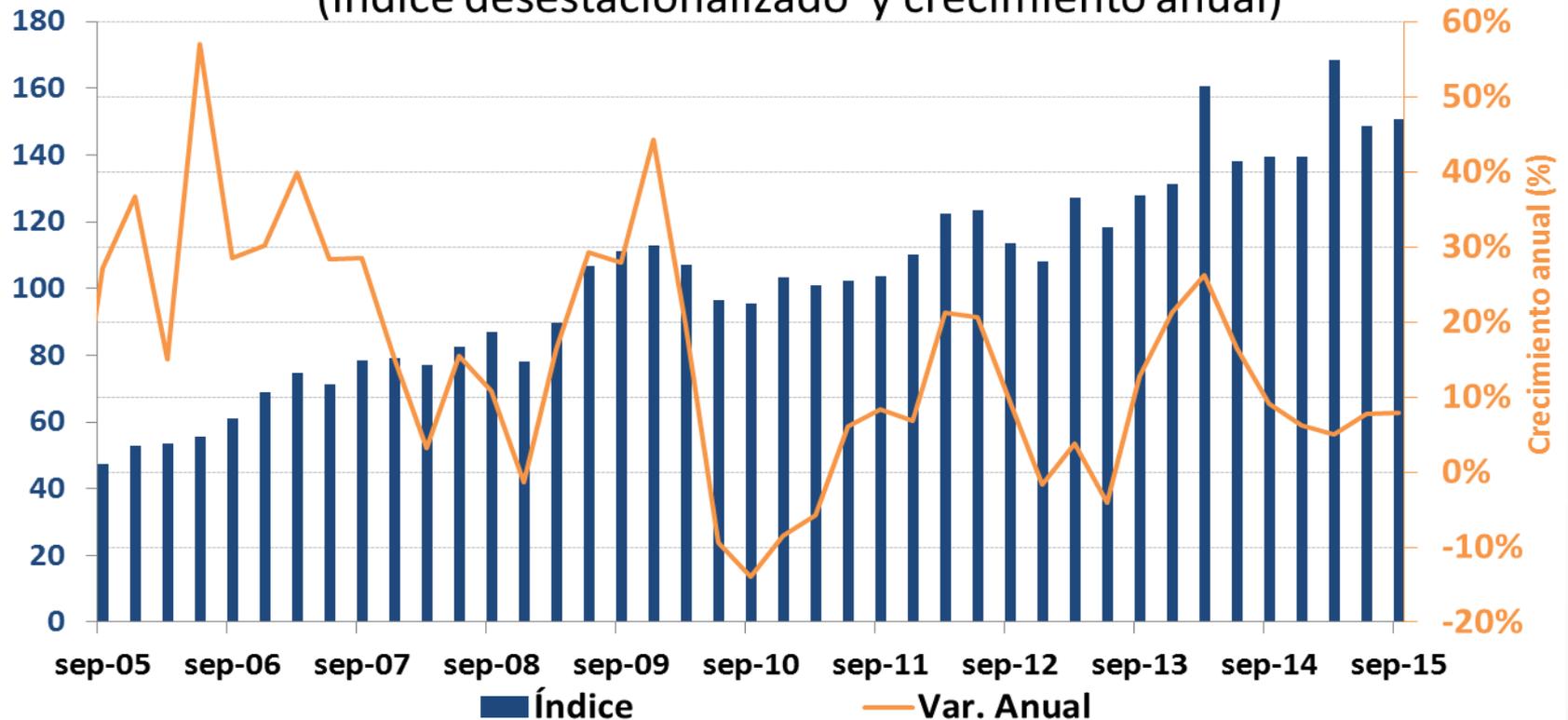


**El primer trimestre de 2015 el PIB creció 2,8%, el segundo 3% y el tercero 3,2%. Se espera que en año completo 2015 alcance 3%**



# En el tercer trimestre la inversión en de obras civiles creció 8,2% anual. Ostensibles la recuperación del café y la sustitución de importaciones industriales por revaluación

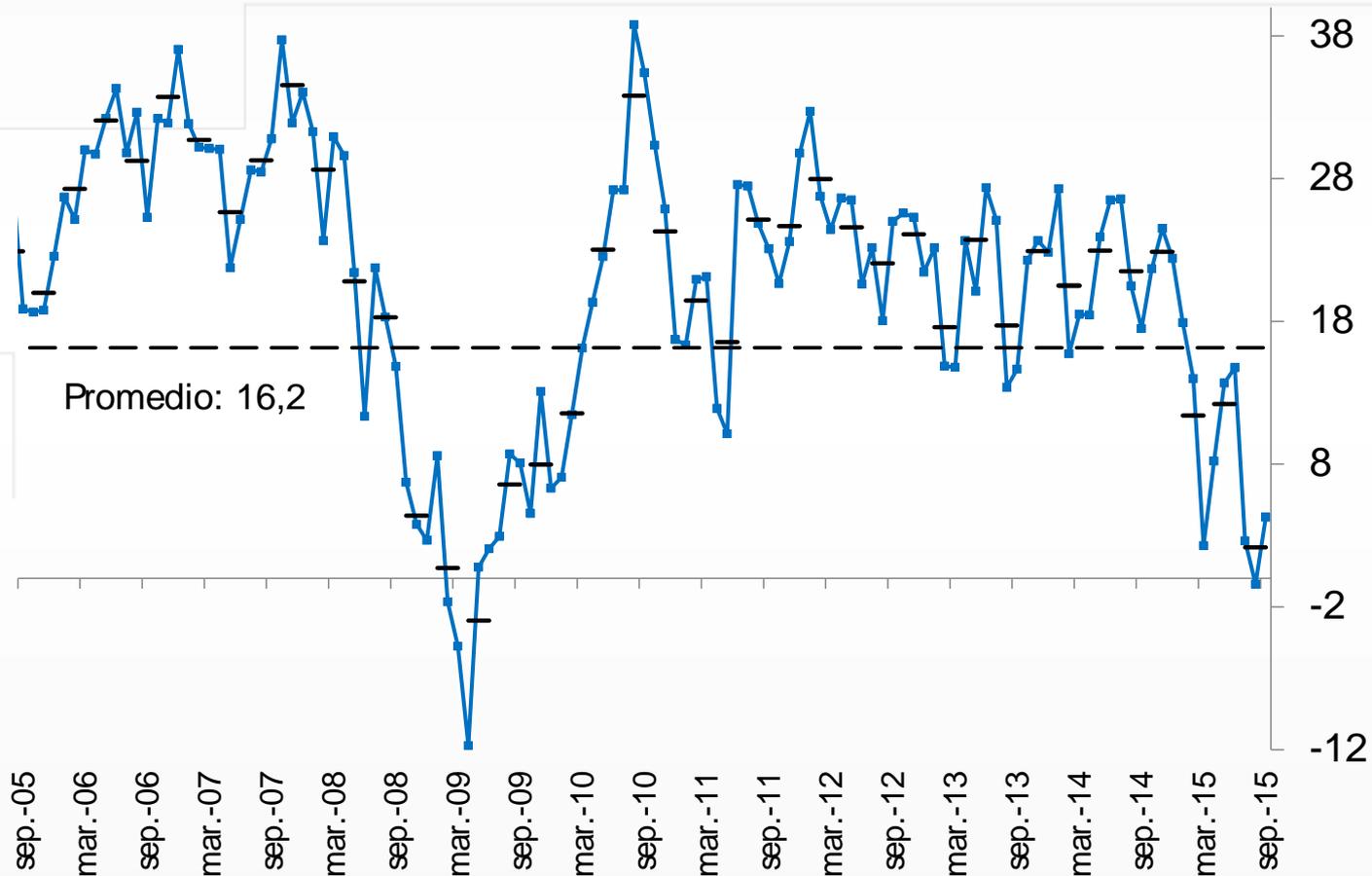
## Indicador de obras civiles (índice desestacionalizado y crecimiento anual)



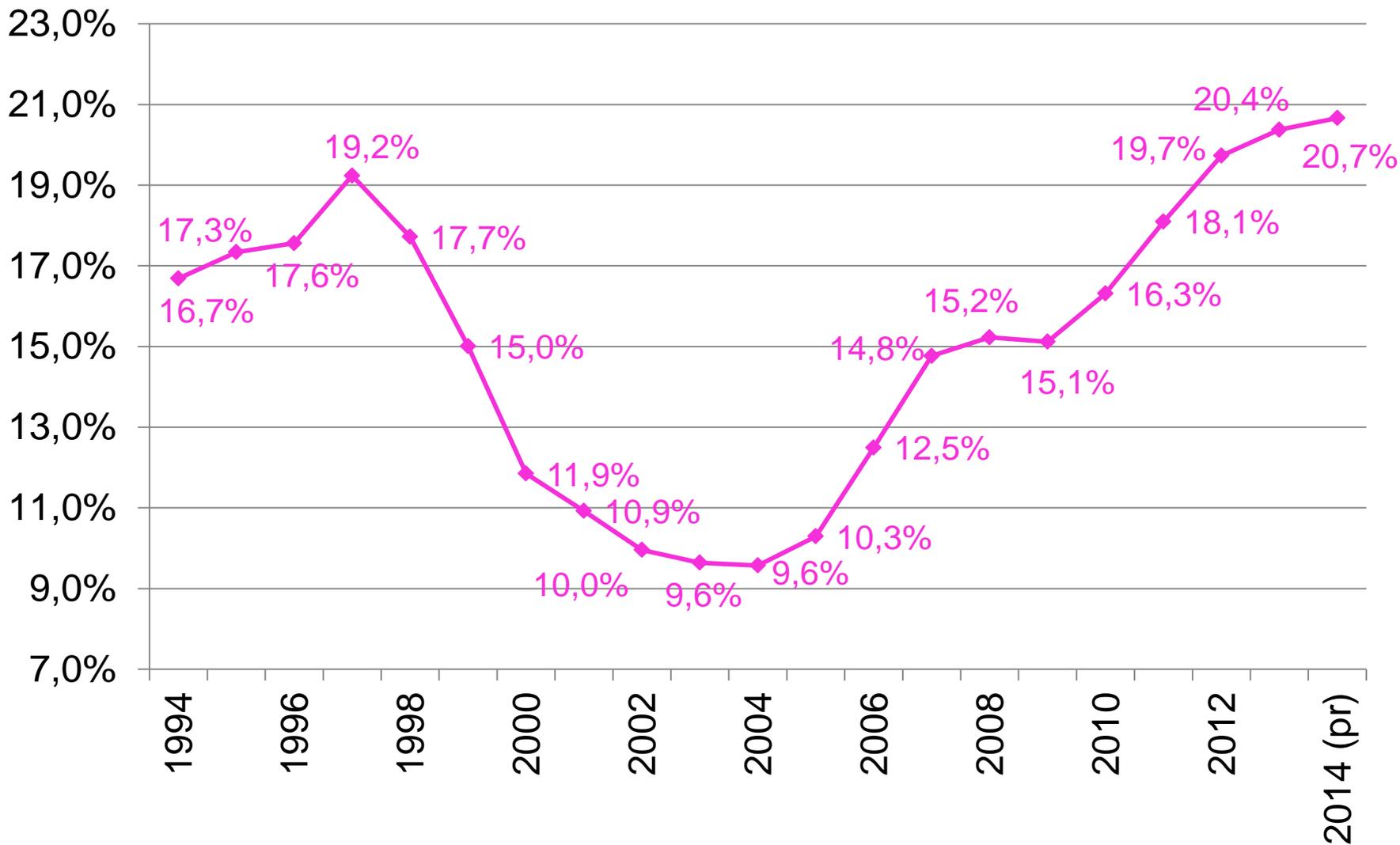
Fuente: DANE

# En septiembre el Índice de Confianza del Consumidor observó un repunte

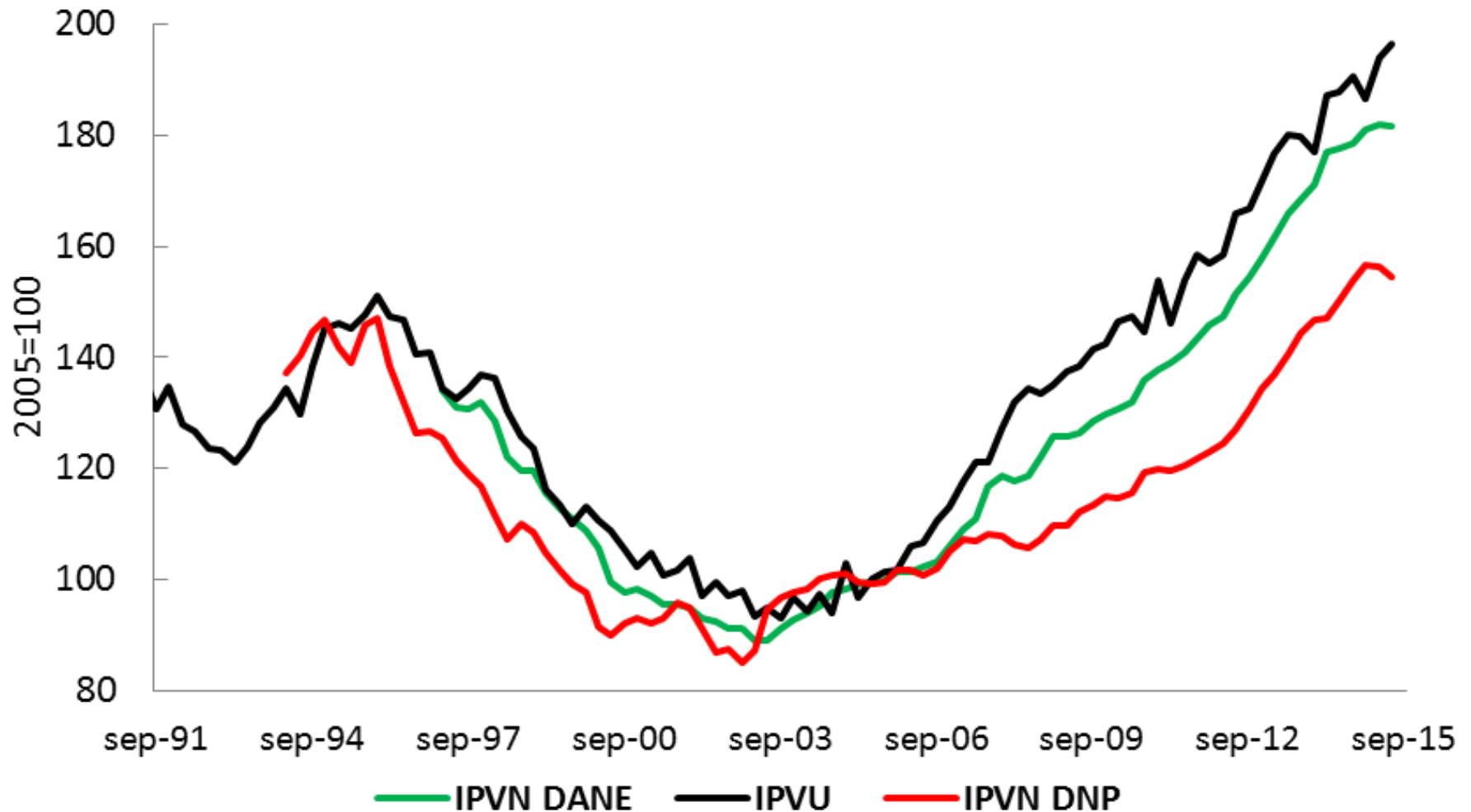
## Índice de Confianza del Consumidor (Fedesarrollo)



# Deuda de los hogares/ingreso disponible (%)

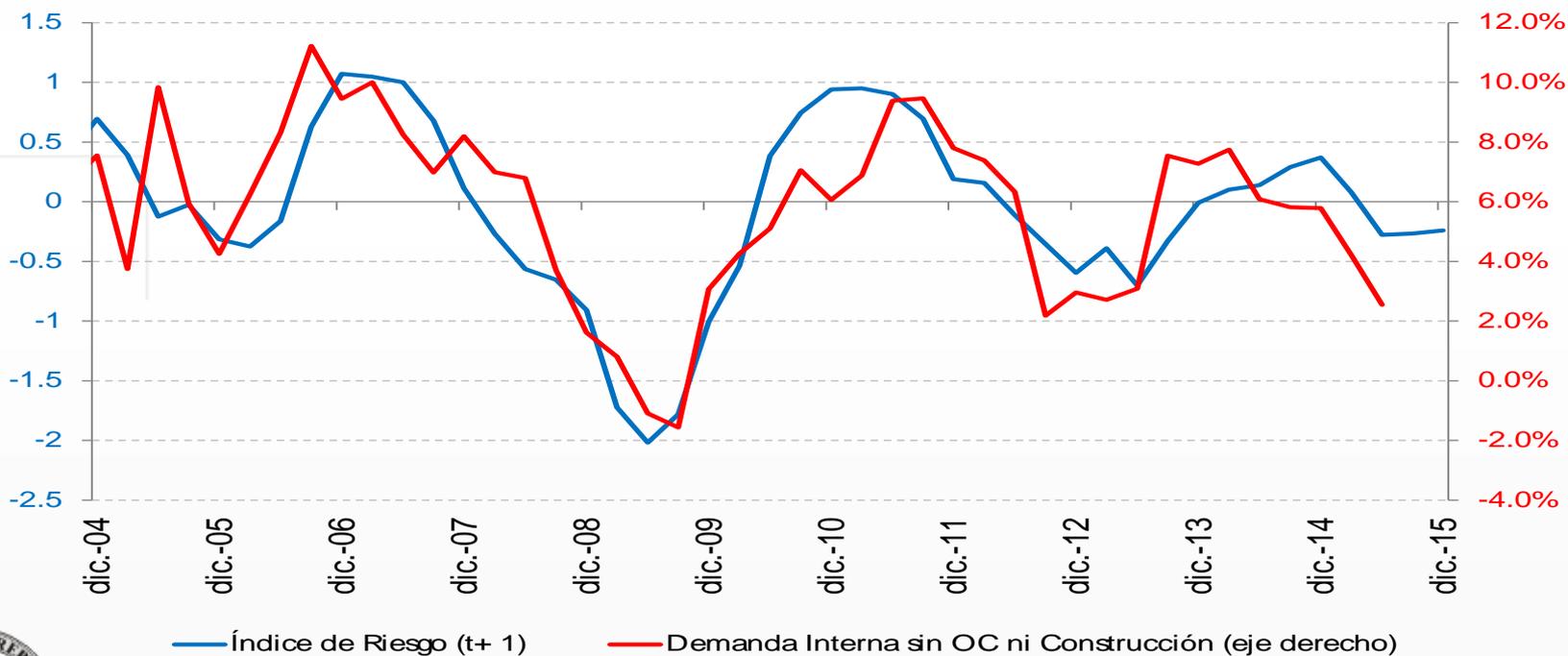


# Índice de precios de la vivienda relativo al IPC



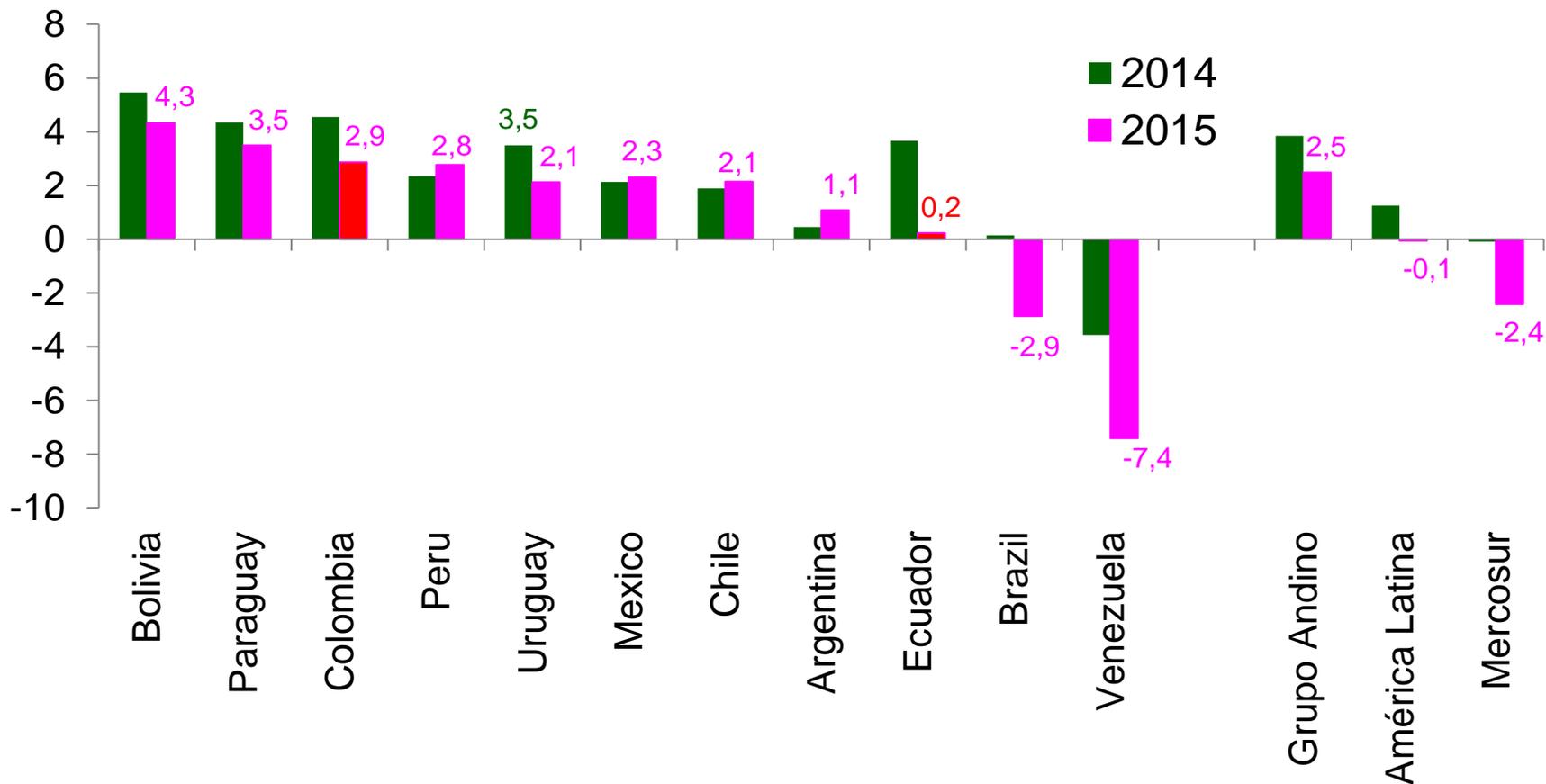
**Durante el segundo semestre de 2015 la demanda interna crecería a un ritmo similar al del segundo. El equipo técnico del Banco elevó el pronóstico de 2,8% a 3% para 2015**

**Índice de Riesgo (t+ 1) y Crecimiento de la Demanda interna**



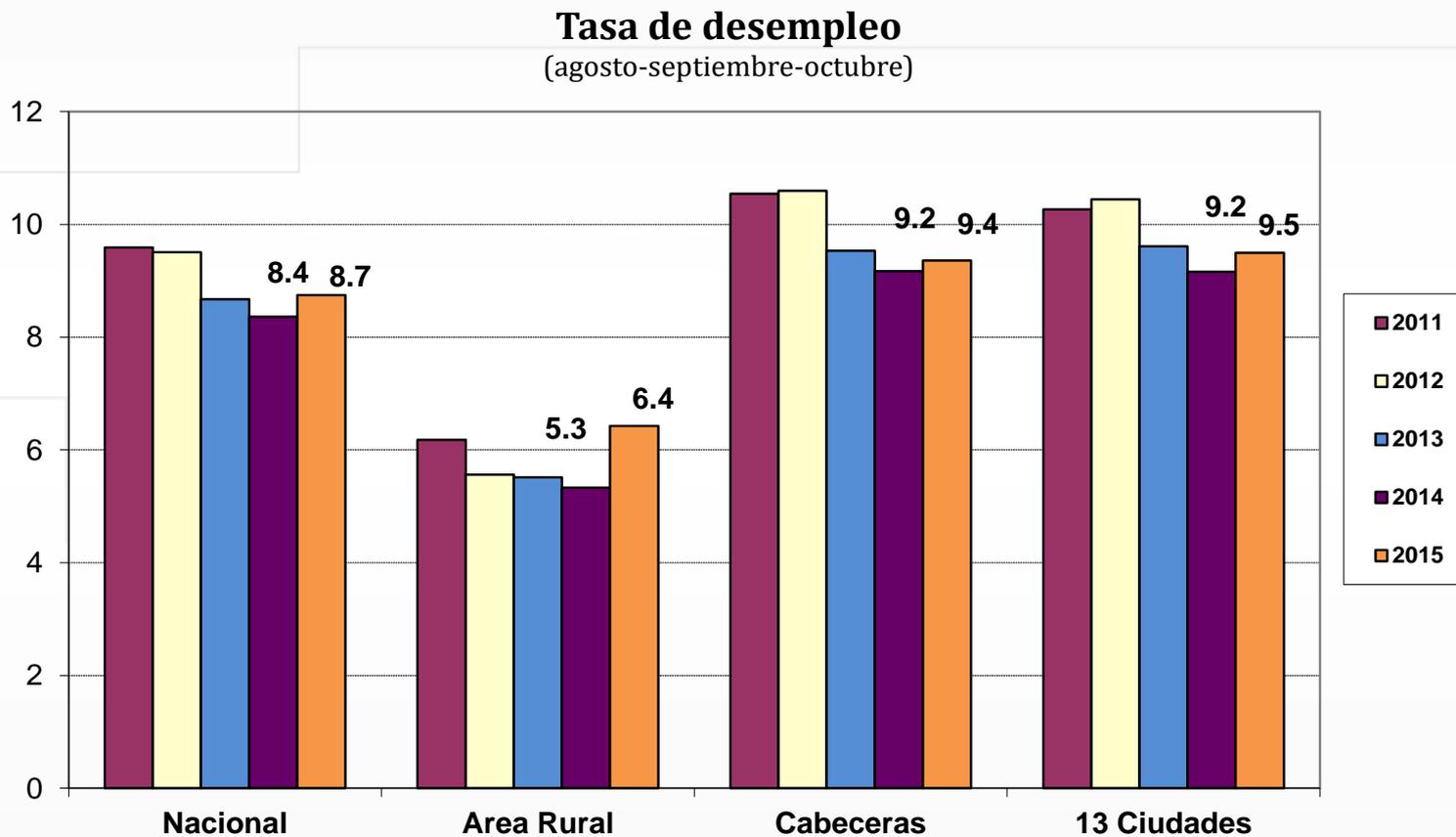
Fuente: Banco de la República - DODM, cálculos DPI.

# Colombia en la región: crecimiento del PIB en 2014 y 2015 (var %)



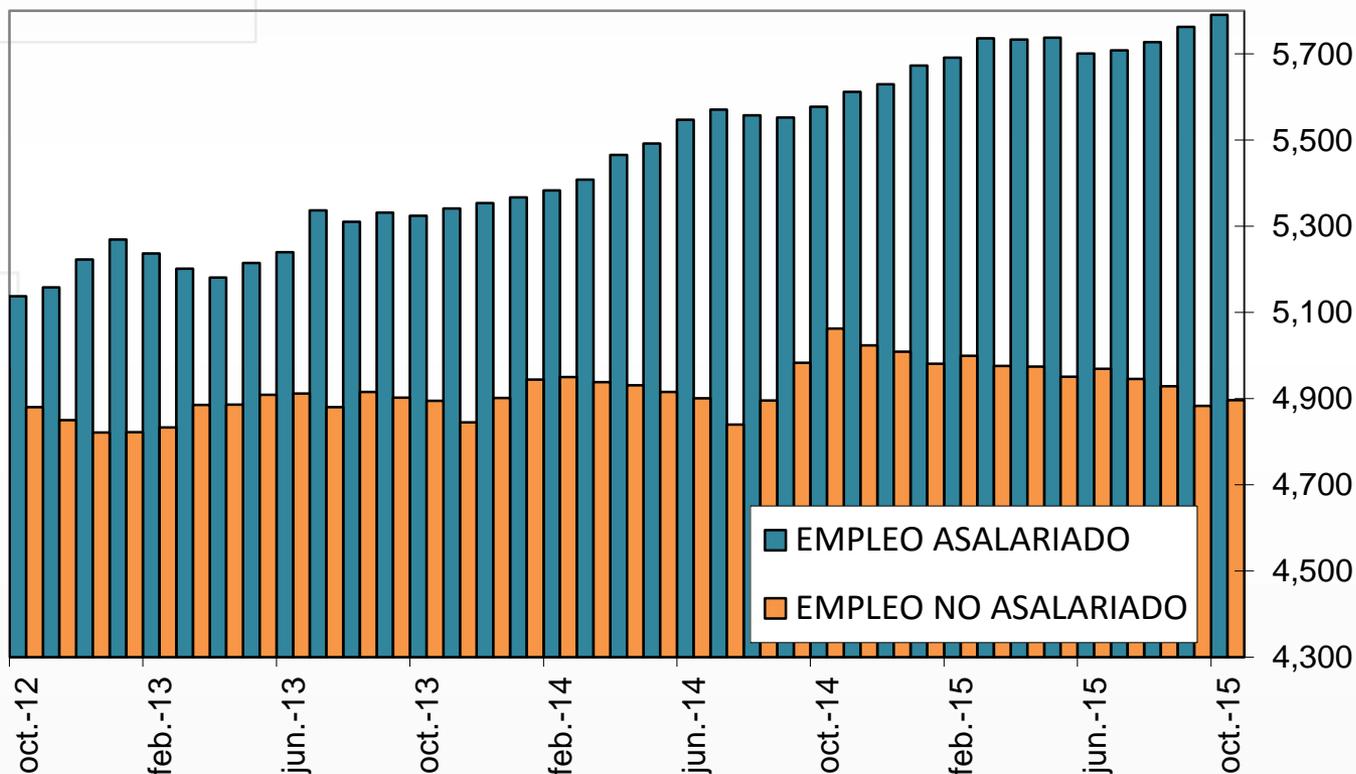
Fuente: LatAm. Concensus Forecast, Noviembre 2015

# En el trimestre móvil agosto – octubre se observaron aumentos de la TD en todos los dominios geográficos



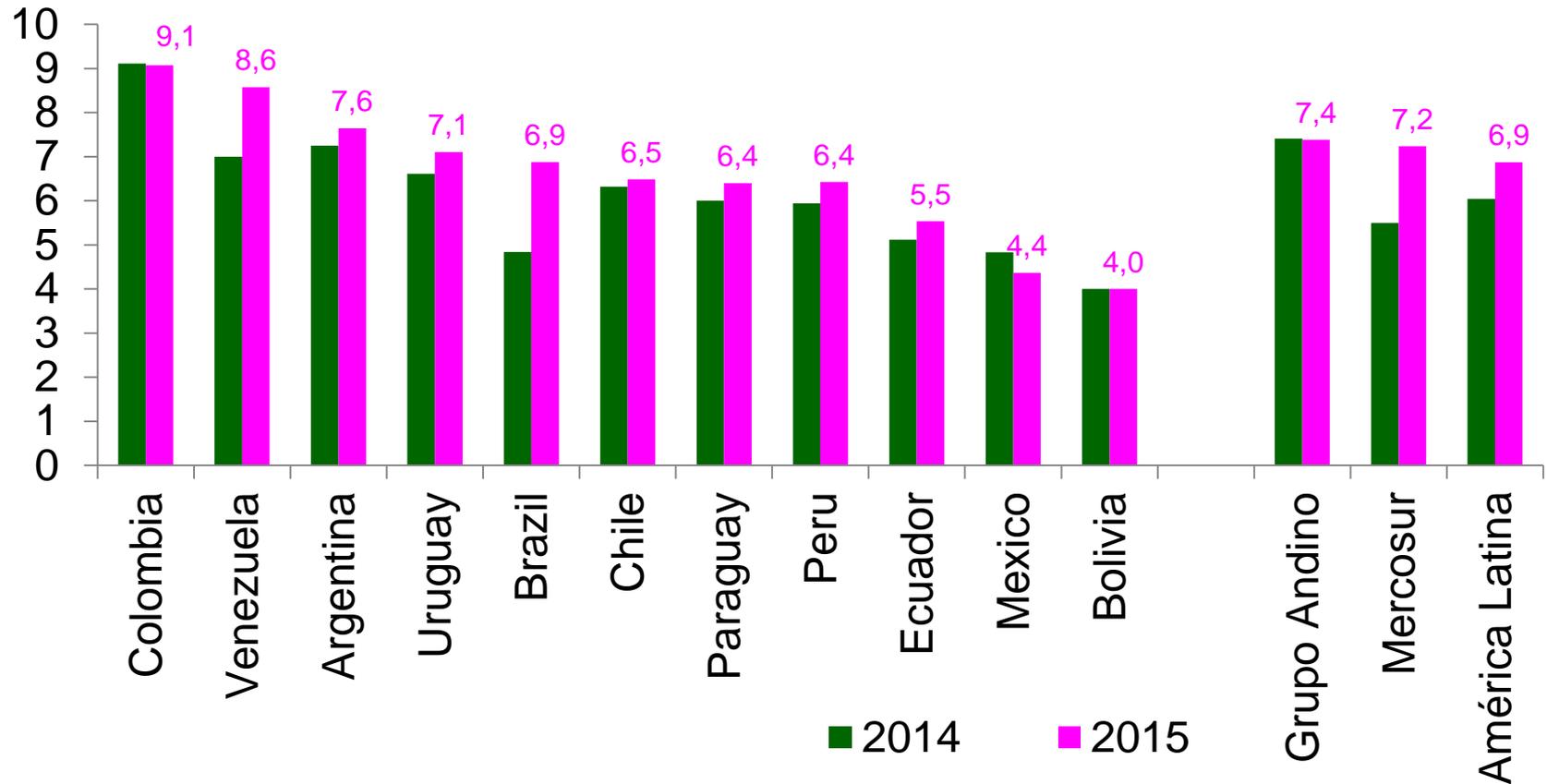
# El empleo asalariado repuntó y el no asalariado cayó

**Empleo por Tipo de Ocupación**  
(13 Áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



Fuente: GEIH – DANE, cálculos del Banco de la República.

# El desempleo (%) en la región. La tasa de desempleo más alta, la de Colombia

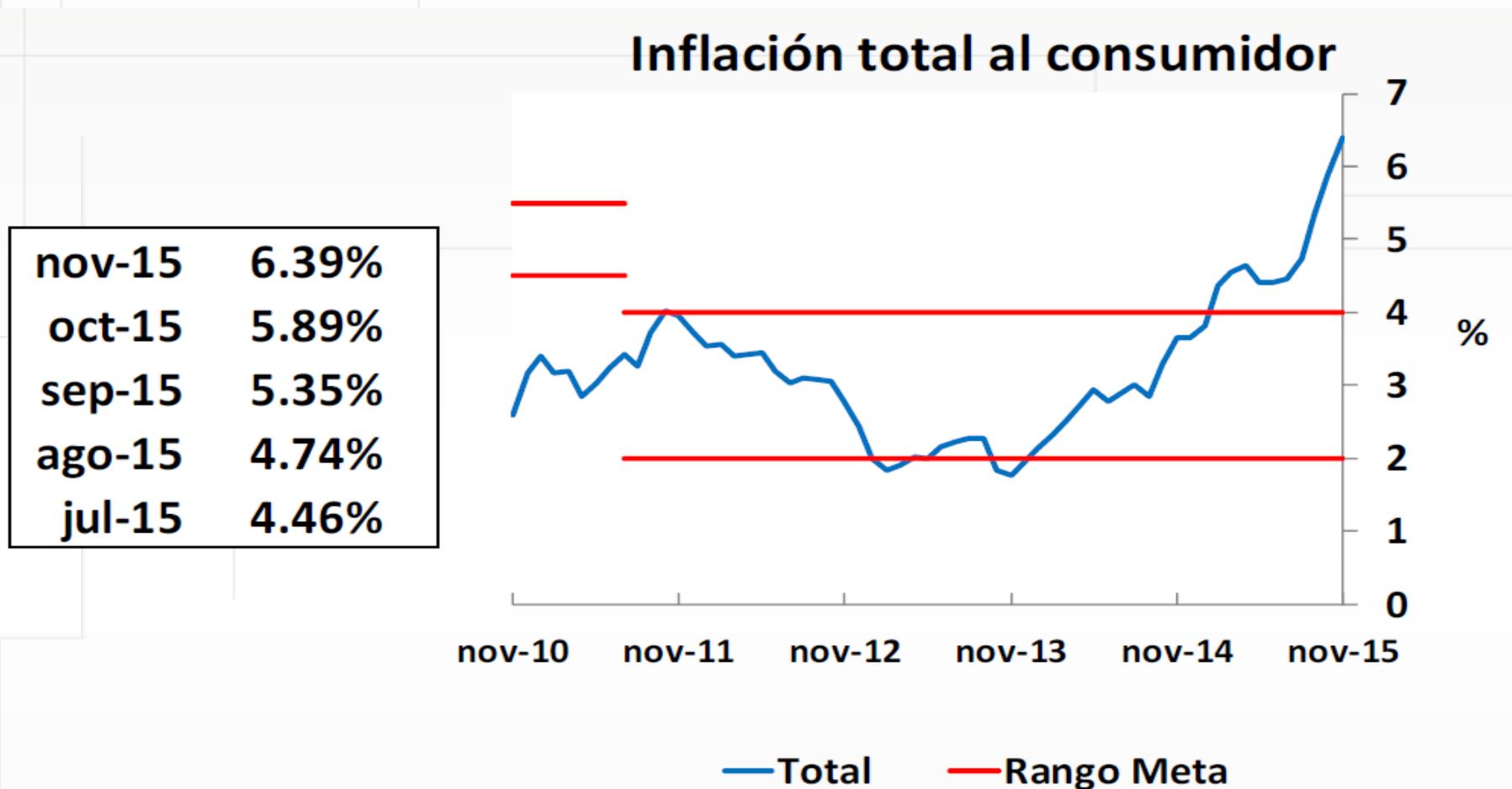


Fuente: LatAm. Concensus Forecast, Noviembre 2015

## **4. La respuesta de política ante la persistencia del aumento de la inflación y el riesgo sobre la credibilidad de la autoridad monetaria**



**Inflación a noviembre – 6,4% anual -, la más alta desde abril de 2009 y por décimo mes consecutivo por encima del límite superior del rango meta (2% - 4%), y más del doble de la meta puntual del 3%**



**Ciertamente la inflación anual de alimentos (9,8% a noviembre) ha sido la que más ha jalonado la total. En teoría se trata de choques de oferta transitorios ante los que en principio no debería reaccionar la política monetaria. A no ser que se afecten las expectativas de inflación**

**Inflación anual de Alimentos**

nov-15	9.81%
oct-15	8.80%
sep-15	7.30%
ago-15	6.11%
jul-15	5.67%



**Sin embargo, ya no es sólo por la de alimentos. Aún la inflación sin alimentos, que hace un año era 3,2%, se ha trepado al 5,1%. Excluyendo además regulados, en el último año más que se dobló, pasando de 2,6% a 5,5%**

**Inflación anual sin Alimentos**

nov-15	5.05%
oct-15	4.75%
sep-15	4.58%
ago-15	4.20%
jul-15	3.98%



**La inflación de transables sin alimentos ni regulados, la más asociada a la tasa de cambio, pasó de 1,7% hace un año a 6,9%. En tanto que la de no transables, más asociada a la demanda, pasó de 3,2% a 4,4%**

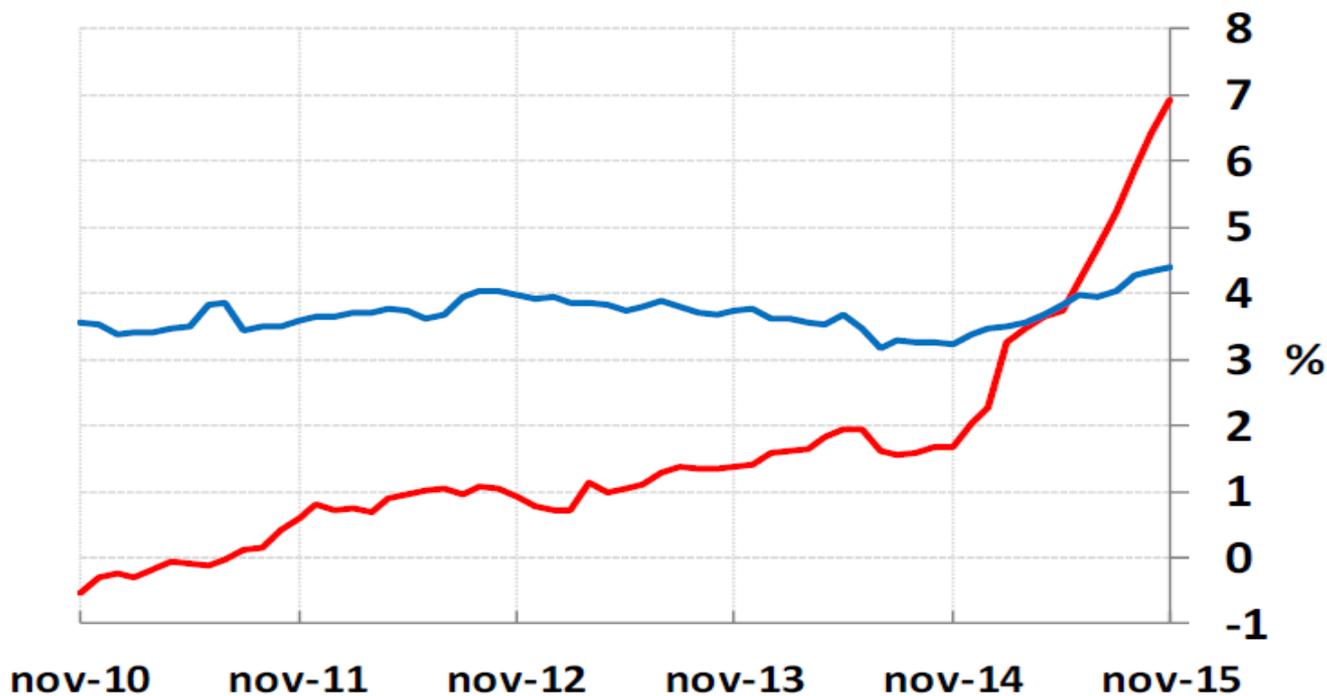
### Transables

nov-15	6.92%
oct-15	6.42%
sep-15	5.90%
ago-15	5.23%
jul-15	4.69%

### No transables

nov-15	4.39%
oct-15	4.34%
sep-15	4.27%
ago-15	4.02%
jul-15	3.95%

**Inflación anual de Transables y No Transables sin alimentos ni regulados**



— Transables

— No transables

**El promedio de las básicas aumentó en noviembre por décimo cuarto mes consecutivo. Hace un año era 2,8%. Hoy se sitúa en 5,4%. O sea, el doble**

### Indicadores de inflación básica

nov-15	5.40%
oct-15	5.11%
sep-15	4.89%
ago-15	4.46%
jul-15	4.27%



La persistencia del aumento de todos los indicadores relevantes de la inflación anual, cada vez más distantes del límite superior del rango meta fijado por la Junta, – el IPC, la inflación sin alimentos, la inflación sin alimentos ni regulados, la de transables, la de no transables y el promedio de las básicas –, evidencia la existencia de presiones de demanda



Entretanto, la tasa de interés real de intervención del Banco se mantuvo alrededor de cero desde principios del año hasta julio, y ahora se halla en terreno negativo desde agosto



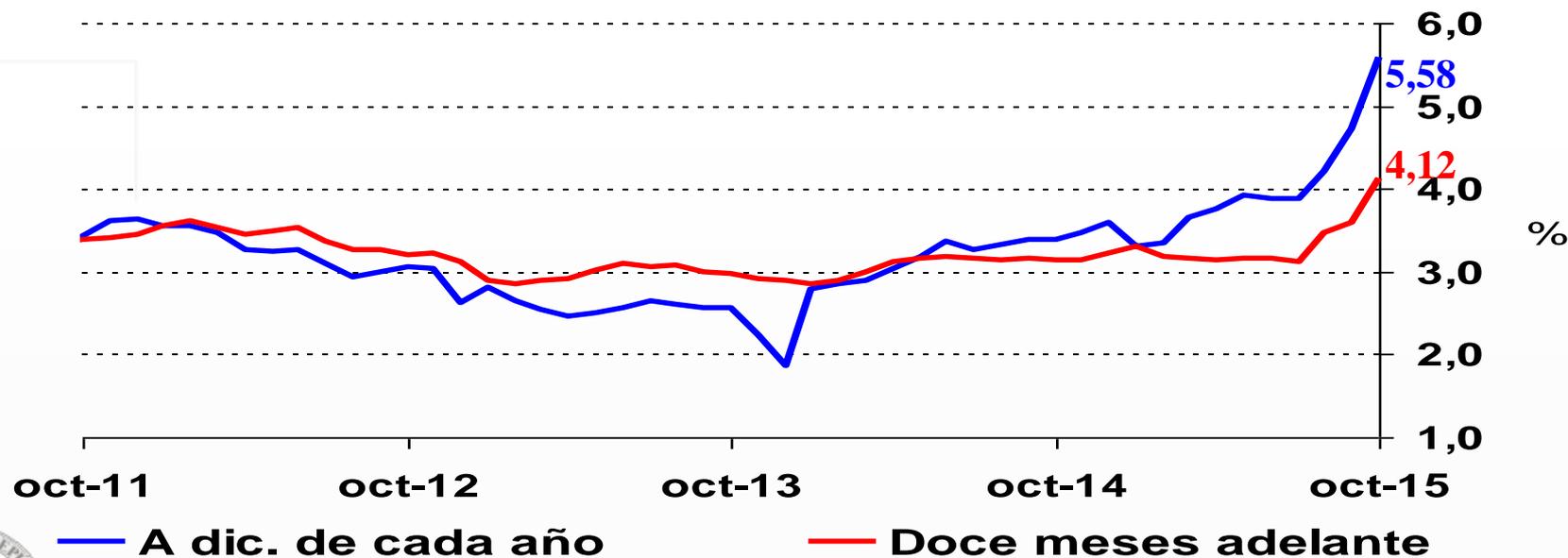
# El 'des-anclaje' de las expectativas de inflación

Tanto las encuestas como los modelos probabilísticos del Banco arrojan evidencia de que las expectativas de mediano plazo se han desanclado del objetivo fijado por la Junta

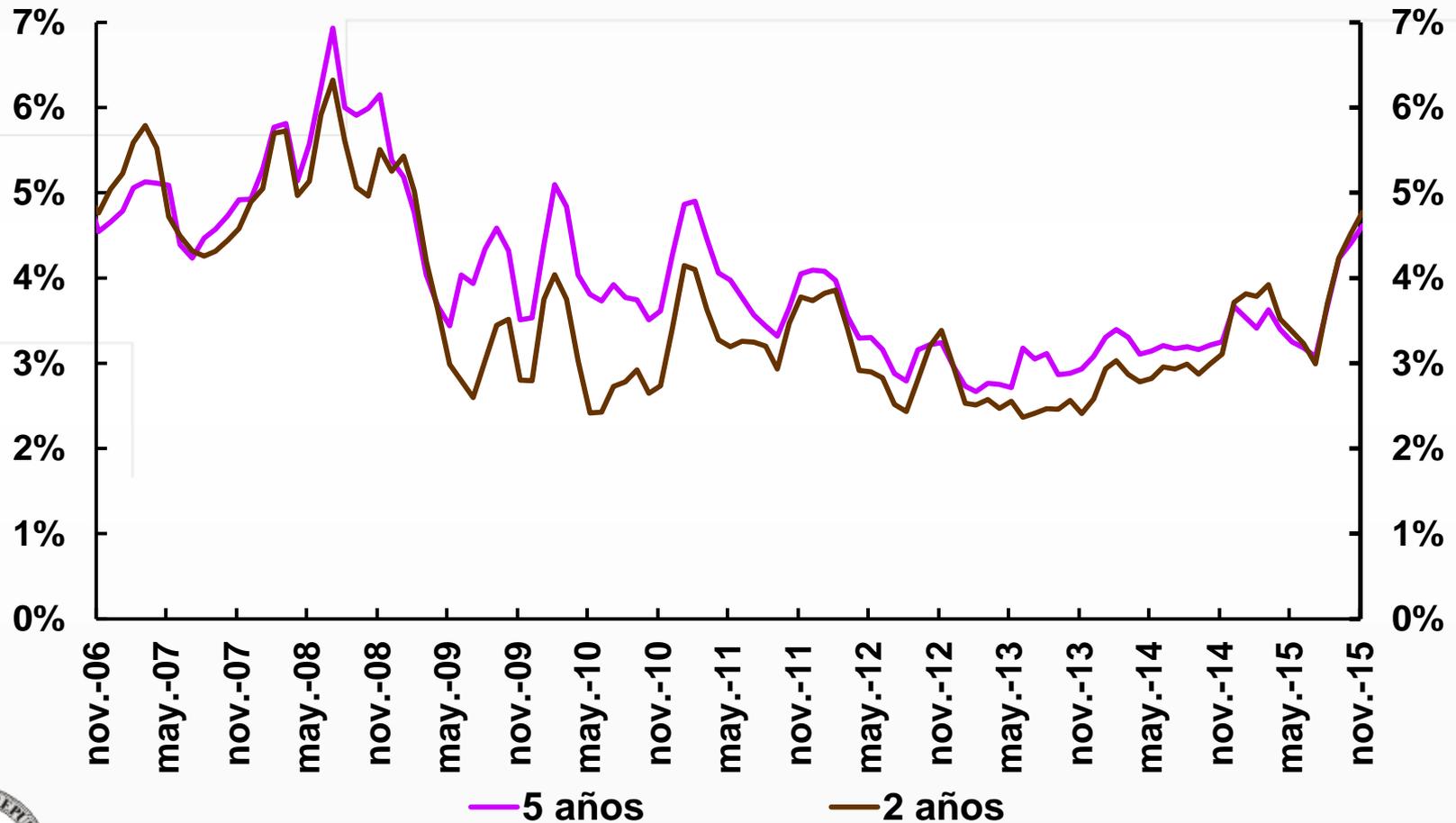


**Las expectativas a corto plazo, antes de conocerse el dato de inflación de octubre (5,9%). Después de conocido, las expectativas a diciembre de 2015 se elevaron a 6,24%, y a diciembre de 2016 a 4,3%. Pero antes de conocerse el dato de noviembre (6,4%)**

### **Pronóstico de inflación anual bancos y comisionistas de bolsa**



# Las expectativas de inflación a mediano plazo desancladas de la meta, aún antes de conocerse el dato de noviembre (6,4%)

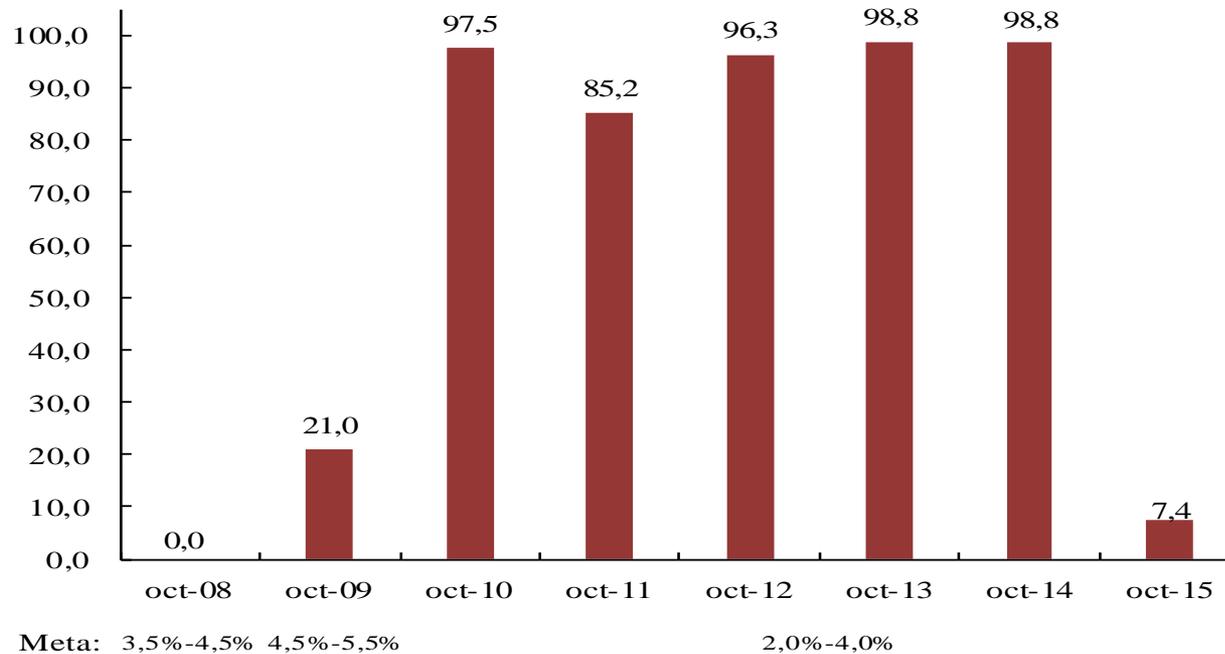


(\*) Metodología Nelson y Siegel.

Fuente: MEC y SEN, Cálculos Banco de la República

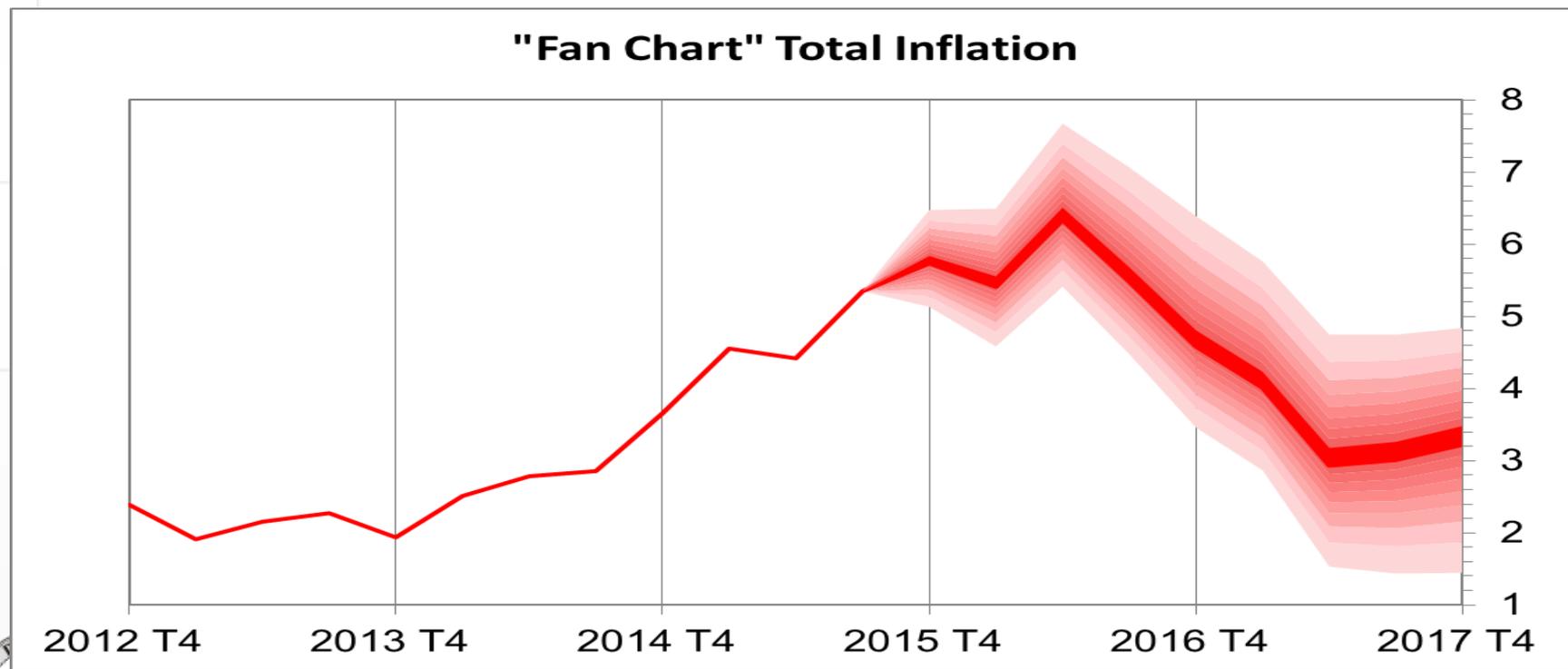
# La credibilidad, el componente más valioso del patrimonio de un banco central

**PORCENTAJE DE CREDIBILIDAD EN LA META DE INFLACIÓN**  
**de los años 2008 a 2015**  
(encuesta aplicada en octubre de cada año)



Fuente: Encuesta Trimestral Banco de la República

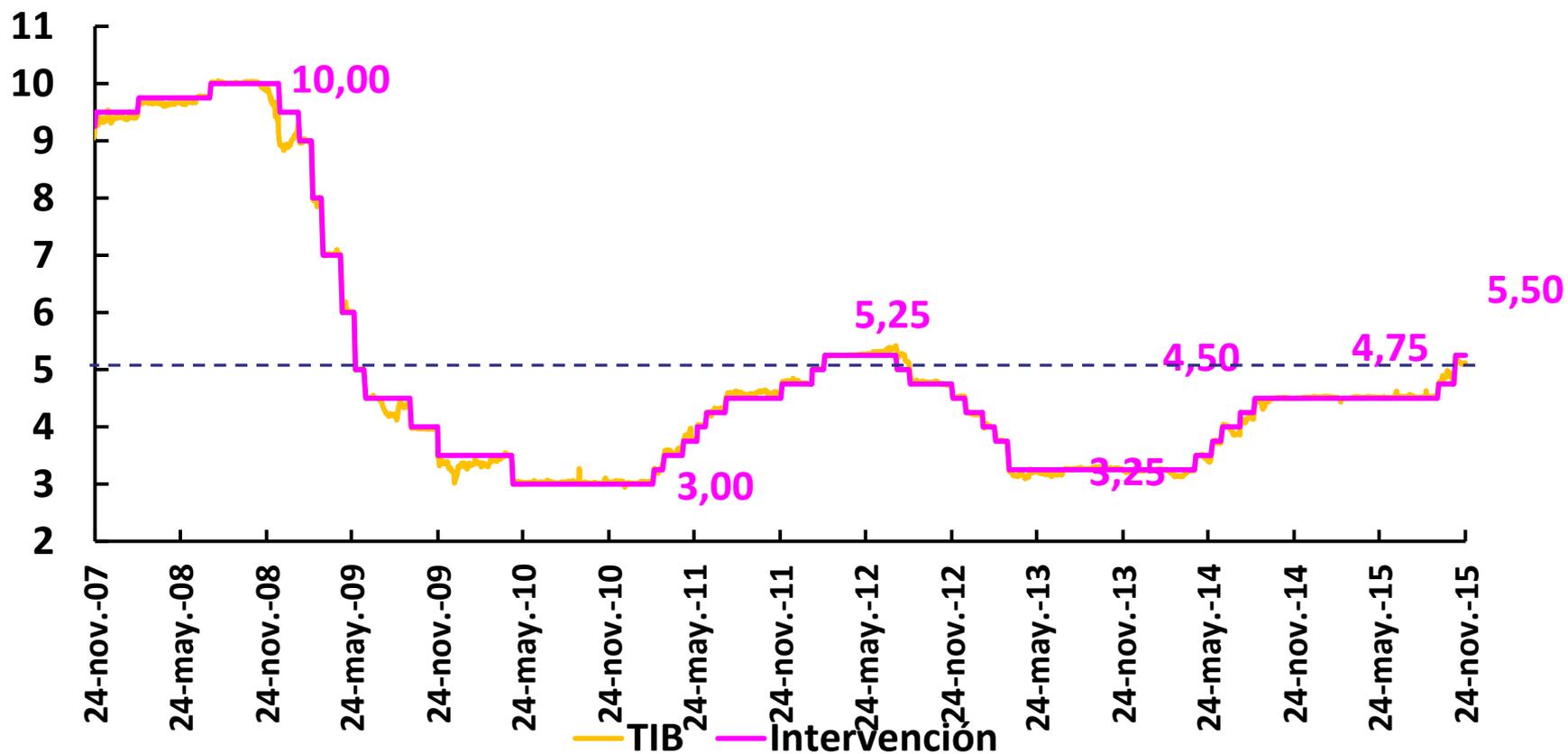
**Distribución de probabilidades del pronóstico de inflación (Fan Chart): tocando su máximo a mediados de 2016, y a partir de allí convergiendo hacia la meta. Pero este ejercicio supone política monetaria activa. Esto es, elevación de la tasa de interés**



- Tras haber mantenido por unanimidad la tasa de interés de intervención en 4,5% desde agosto del año pasado, en julio de 2015 dicha unanimidad cesó
- La Junta el 25 de septiembre tomó la determinación de elevarla en 25 puntos básicos. El 30 de octubre, en 50 puntos básicos. Y el 27 de noviembre en 25 puntos básicos
- La senda de reajustes adicionales debe proseguir



# Tasa de intervención y TIB (porcentaje): en la senda ascendente



**GRACIAS**

