



FOCUS

*Boletín Trimestral de
Coyuntura Económica*

Nº1 / Noviembre / 2015

—

Índice

Resumen ejecutivo.....	3
Escenario global.....	4
China se frena.....	4
Perspectivas de crecimiento de la economía española.....	5
Demanda y producción.....	6
Agregados de demanda nacional.....	7
Demanda externa.....	7
Actividad productiva.....	8
Precios.....	8
Mercado laboral.....	9
Balanza de pagos.....	10
Sector público.....	11
Escenario 2015-2016: crecimiento sostenido ...	11
Cuadro de previsiones anuales de la economía española y resto de cuadros.....	14

BOLETÍN TRIMESTRAL DE COYUNTURA ECONÓMICA.

Resumen ejecutivo.

La economía española mantiene un fuerte ritmo de crecimiento anualizado del 4%, al crecer un 1% en el segundo trimestre de 2015. **En términos interanuales, la demanda interna (+3,3%) es la principal responsable de la subida del PIB**, impulsada por el fuerte crecimiento del consumo privado (+3,5%) y de la inversión (+6,1%). Las exportaciones, por su parte, registran un muy buen comportamiento en el segundo trimestre, a tenor del brusco debilitamiento del comercio internacional. Ahora bien, su crecimiento (6%) no logra superar al de las importaciones (7,2%), lo que implica que la aportación del saldo exterior al crecimiento del PIB sea negativa en el segundo trimestre. El reducido precio del petróleo debería permitir a la economía española, no obstante, cerrar el año con un ligero superávit en la balanza de pagos.

Aunque esperamos una leve ralentización del crecimiento del PIB en el tercer y cuarto trimestre (0,8% y 0,6%), nuestra previsión de crecimiento para 2015 se mantiene en el 3,1%. En los próximos trimestres, tanto el consumo privado como la inversión moderarán sus subidas y, especialmente, el consumo público y la construcción, que habiendo crecido un 1% y un 5,1% interanual en el segundo trimestre respectivamente, crecerán significativamente menos en trimestres venideros, tras su repunte del primer semestre del año, una vez concluidas las elecciones autonómicas y municipales.

Por el lado de la demanda interna, indicadores parciales de coyuntura tales como matriculaciones, registros del mercado laboral, comercio al por menor o confianza de los agentes señalan un menor crecimiento del consumo de las economías domésticas y de la inversión en maquinaria y equipo en la segunda mitad de 2015. A ello hay que añadir la ralentización prevista para el segundo semestre de la demanda pública y de la inversión en construcción no residencial, afectada por la obra pública.

En lo que respecta a la demanda externa, las variables de gasto, tales como ventas exteriores de grandes empresas y gasto turístico, las expectativas (cartera de pedidos) y **los datos de comercio exterior de bienes para los meses de julio y agosto indican que las exportaciones siguen creciendo con fuerza**, a pesar de la caída del comercio mundial, y permite ser optimistas sobre su comportamiento en el tercer trimestre, aunque el efecto depreciación del euro no ayudará tanto como lo ha hecho en el segundo trimestre. Las crecientes expectativas de retraso de la subida de tipos de interés por parte de la Reserva Federal ha impulsado recientemente la cotización del euro con respecto al dólar. No obstante, en lo que llevamos de año la moneda única se ha depreciado un 7,3% frente al dólar, un 7,1% frente al yen y un 5,4% frente a la libra esterlina. **En términos de tipo de cambio efectivo nominal frente al conjunto de países industrializados, el euro se ha depreciado un 4,5% desde principios de 2015.** Por lo tanto, la ralentización del crecimiento mundial y el débil crecimiento de nuestros principales socios comerciales afectarán negativamente a nuestras exportaciones, si bien durante lo que resta de año no debería provocar un cambio negativo significativo en las previsiones de crecimiento a corto plazo ya que podría compensarse por el estímulo interno proveniente de un barril de petróleo en el entorno de los 50\$. Además, la depreciación del tipo de cambio efectivo real, sustentada en la devaluación interna y en la política monetaria más expansiva en la zona euro, contribuirá positivamente a la evolución de nuestras exportaciones.

Al abaratamiento del barril de petróleo habría que añadir, como factores exógenos impulsores de la economía española en 2015, la bajada de impuestos promovida por el gobierno así como el hecho de que los tipos de interés se encuentran en mínimos históricos, lo que unido a la relajación cuantitativa puesta en marcha por el Banco Central Europeo desde marzo del presente año, han favorecido el consumo de familias, el acceso al crédito y el coste de financiación tanto del sector público como del sector privado. Todos estos factores contribuirán en menor medida al crecimiento de la economía española en 2016, por lo que nuestra previsión de crecimiento del PIB para el próximo año se sitúa en el 2,6%.

La tasa de paro, nuestro principal desequilibrio macroeconómico y la principal preocupación de los españoles, podría situarse a finales de 2015 en el 22,8% y bajar hasta el 21,5% a finales de 2016. Ello se traducirá en la creación de cerca de un millón de puestos de trabajo entre los dos años. En los próximos trimestres la tasa de creación de empleo ralentizará su crecimiento y volverá a niveles más sostenibles, en torno al 2%.

Por lo que se refiere a los precios de consumo, el avance del INE de septiembre registró una caída del 0,9%, cinco décimas superior a la registrada en agosto. Ello es debido a la caída del precio de la electricidad y de los carburantes. Todo apunta a que 2015 cerrará con una leve caída en el nivel de precios.

La recuperación no está exenta de riesgos. Deflación, elevado endeudamiento, incertidumbres políticas, subida del precio del petróleo, parón abrupto del comercio internacional e inestabilidad cambiaria que aprecie el euro, el frenazo de la economía china, el posible incumplimiento del objetivo del déficit en 2015 y el ajuste adicional en 2016, fin del programa de compra de deuda del Banco Central Europeo (BCE) y aumento de las primas de riesgo, son algunos a seguir muy de cerca. El crecimiento del PIB, en cualquier caso, será menor en 2016 y los riesgos sobreponderan al alza.

Escenario global.

China se frena

En el primer trimestre de 2015, el comercio mundial se desplomó un 25% anualizado. Eliminando el efecto precio, la caída en volumen de comercio sería del 10% en tasa anualizada. Estamos ante la segunda mayor caída del comercio desde 1995, sólo superada por la que se produjo después de la quiebra de Lehman en el otoño de 2008 y similar a la posterior al atentado de las Torres Gemelas en 2001.

La causa es el frenazo del crecimiento chino. En el primer semestre del año, el PIB creció próximo al 5% en tasa anualizada, pero la producción industrial permaneció prácticamente estancada. La caída de precios no afecta solo a las materias primas. También a los bienes manufactureros, que han registrado una caída anualizada en el 1T15 próxima al 15%. La construcción de viviendas y sus precios cayeron, y las exportaciones a Europa se vieron afectadas por la menor demanda europea y por la apreciación del yuan contra el euro.

El frenazo de China tuvo un fuerte efecto arrastre en toda Asia y se extendió a América Latina y África, principalmente por el efecto sobre los precios de las materias primas. En América Latina destaca la mala evolución de Brasil. Aunque la caída del PIB fue mínima, el gasto de las familias y de inversión de las empresas brasileñas registró una fuerte caída en el 1T15. La caída de la actividad comercial mundial se vio, no obstante, compensada parcialmente con exportaciones dentro de Mercosur, favorecidas por la intensa depreciación del tipo de cambio, especialmente contra el peso argentino.

El problema de Brasil es la estanflación, ya que a pesar de la caída de demanda, la inflación ha aumentado hasta el 10%. Esto ha forzado al banco central a subir tipos hasta el 14,25% y al anuncio por parte del Gobierno de un nuevo ajuste fiscal equivalente al 1% del PIB.

Las expectativas de inflación en la negociación de salarios están desajustadas y los costes laborales unitarios crecen un 7% a pesar de la destrucción de empleo, lo cual agrava la situación. El déficit público está próximo al 7% del PIB y la deuda pública crece rápidamente. Brasil necesita crear un entorno más favorable para la inversión e impulsar medidas de oferta para reactivar el crecimiento, pero la pérdida de confianza en el Gobierno dificulta acometer esas reformas.

En las economías desarrolladas el crecimiento ha perdido intensidad pero sigue siendo positivo. En EEUU, la inversión empresarial, tras dos trimestres estancada, dio señales de reactivación en el 2T15. La apreciación del dólar ha afectado negativamente a sus exportaciones, pero en las últimas semanas se ha estabilizado. La Fed ha retrasado la subida de tipos por la inestabilidad financiera y la debilidad del comercio mundial.

El empleo en EEUU sigue, no obstante, su velocidad de crucero: el consumo mantiene su dinamismo y, aunque el crecimiento será menor del previsto hace tres meses, los temores de una recaída en la recesión han disminuido con los datos publicados en abril.

Europa se sigue beneficiando de la depreciación del euro y sus exportaciones no se han visto arrastradas por la caída del comercio mundial. No obstante, el pasado verano el euro se ha apreciado contra las divisas de países emergentes y sus exportaciones se verán afectadas en el segundo semestre.

En la demanda interna, el consumo francés y alemán en el segundo trimestre se paró en seco y la creación de empleo en ambos países también. La inversión empresarial sigue débil. El BCE mantiene su discurso y afirma que si es necesario ampliará la compra de deuda en cantidad y en plazo. Pero para combatir los riesgos a la baja sobre el crecimiento y la baja inflación que advierte Draghi Europa necesita estímulo fiscal. En dos sentidos: Plan Juncker con financiación europea y en países con baja deuda y elevado superávit con el exterior.

La volatilidad en los mercados ha aumentado, especialmente en las divisas de países emergentes. En agosto, el VIX de Chicago superó el 40%, máximo histórico sólo superado por la quiebra de Lehman. Y los diferenciales de tipos corporativos también repuntaron con fuerza.

Perspectivas de crecimiento de la economía española.

En España, al contrario que en la zona euro, la demanda interna se recupera con fuerza, destacando la inversión en bienes de equipo, que sorprende por su fuerte crecimiento, y a la que se ha unido la construcción. Las exportaciones se comportan bien si tenemos en cuenta el debilitamiento del comercio internacional, pero su crecimiento no logra superar al de las importaciones, lo que implica que la aportación del saldo exterior al crecimiento del PIB sea negativa. No obstante, la economía española es capaz de mantener el superávit de la balanza de pagos por cuenta corriente gracias a la caída de los precios del petróleo. La ralentización suave del crecimiento mundial y el débil crecimiento de nuestros principales socios comerciales europeos no debería provocar un cambio negativo significativo en las previsiones de crecimiento a corto plazo, ya que lo anterior podría compensarse por el estímulo interno proveniente de un barril de petróleo en el entorno de los 50\$ y por el adelanto de la rebaja fiscal prevista para el año próximo al segundo semestre de este año.

En los próximos trimestres, los fundamentos de la economía española justifican la consolidación de la recuperación económica a lo largo de 2015 y 2016. La actividad crecerá en torno al 3,1% en 2015 y al 2,6% en 2016, una velocidad de crucero que permitirá acumular hasta el final del periodo una creación neta de empleo en torno a 1.000.000 de personas y reducir la tasa de paro hasta cerca del 20%. En el escenario económico internacional, se espera un crecimiento de la economía global ligeramente inferior al registrado en 2014, lo que en el caso de la economía europea implicará aumentos del PIB en torno al 1,4% en 2015 y al 1,8% en 2016. Este aspecto, junto con la diversificación geográfica y la depreciación del tipo de cambio efectivo real, sustentada en la devaluación interna y en la política monetaria más expansiva en la zona euro, contribuirán positivamente a la evolución de las exportaciones.

A nivel interno, la economía española cierra, al menos de momento, el capítulo de política fiscal contractiva: **la bajada de impuestos** (cuyo primer tramo está en vigor desde enero) supondrá un impulso para el crecimiento a corto plazo. De igual modo, **la recuperación de la confianza y del empleo, la mejora de la financiación de las empresas y familias y el avanzado estado en el que se encuentran algunos procesos de ajuste internos, apoyarán el crecimiento de la demanda doméstica.** Por primera vez desde 2007 se espera que todos los componentes de la demanda nacional experimenten un saldo anual positivo.

En relación al tercer trimestre del año, la mayor parte de los indicadores apuntan a un crecimiento algo menos intenso por parte de la demanda. Por el lado de la demanda interna, indicadores parciales de coyuntura tales como matriculaciones, registros del mercado laboral, comercio al por menor o confianza de los agentes señalan un menor crecimiento del consumo de las economías domésticas y de la inversión en maquinaria y equipo en la segunda mitad de 2015. A ello hay que añadir la ralentización prevista para el segundo semestre de la demanda pública y de la inversión en construcción no residencial, afectada por la obra pública. En lo que respecta a la demanda externa, las variables de gasto, tales como ventas exteriores de grandes empresas y gasto turístico, las expectativas (cartera de pedidos) y los datos de comercio exterior de bienes para el mes de julio indican que las exportaciones siguen creciendo con fuerza, a pesar de la caída del comercio mundial, y permite ser optimistas sobre su comportamiento en el tercer trimestre, aunque el efecto depreciación del euro no ayudará tanto como lo ha hecho en el segundo trimestre.

Por lo que se refiere a los precios, el avance del INE registró que los precios al consumo retrocedieron un 0,4% interanual en agosto, tras dos meses en positivo, siendo la bajada de los precios de los carburantes y de la electricidad el principal responsable, como resultado de la caída en la cotización del crudo y, probablemente, de la reciente apreciación del tipo de cambio del euro. Por su parte, la inflación subyacente aumentó un 0,7 interanual en agosto.

Demanda y producción

Según los resultados de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), publicados por el INE, **la economía española acumula su octavo trimestre de crecimiento consecutivo y crece a una tasa trimestral anualizada del 4%.** El PIB real, corregido de calendario y estacionalidad, registró en el segundo trimestre de 2015 un crecimiento inter-trimestral del 1%, superior en una décima al del trimestre anterior y superior al de las economías de nuestro entorno, al quedar el crecimiento inter-trimestral en la zona euro en el 0,4%. Se trata en el caso español del crecimiento inter-trimestral del PIB más alto observado desde el primer trimestre de 2007. En términos interanuales, el PIB creció en el segundo trimestre un 3,1%, cuatro décimas más que en el primer trimestre.

Gráfico 1. PIB (variación interanual en %)



Fuente: CNTR.

En relación a la composición del PIB, **el segundo trimestre presenta un patrón de crecimiento algo más equilibrado que el primer trimestre.** Ambas, demanda interna y demanda externa, mejoran dos décimas su aportación al crecimiento interanual, la primera impulsada por la creación de empleo y la mayor renta disponible y la segunda movida por las ganancias de competitividad. Mientras que la demanda nacional aportó 3,3 puntos porcentuales al crecimiento del PIB, la demanda neta detrajo 0,2 puntos al mismo, resultado de un impulso mayor experimentado en las exportaciones (+6% frente al 5% del 1T15) frente al observado en las importaciones (+7,2% frente al 7% del 1T15).

Los indicadores globales de actividad confirman el dinamismo de la demanda nacional en el primer semestre de 2015. Las ventas de las Grandes Empresas no financieras (por encima de seis millones de euros de facturación), medidas a población constante, deflactadas y corregidas de calendario, crecieron en julio un 5,9% respecto al mismo mes del año anterior. Por lo que se refiere al periodo enero-julio de 2015, el crecimiento medio fue del 5,8% interanual. Las exportaciones de este grupo de empresas, por su parte, crecieron en julio un 8% (por encima del crecimiento del 7,8% registrado en el primer semestre), impulsadas especialmente por las ventas a la Unión Europea (UE), que crecen en torno a un 8,5% en julio, y por las dirigidas al resto de países con aumentos del 7,4%, que ralentizan ligeramente su crecimiento en parte por la ligera apreciación del euro en el segundo trimestre.

El empleo asalariado de las grandes empresas, aproximado por los perceptores de rendimientos del trabajo, se aceleró nuevamente. En julio el crecimiento anual observado fue del 3,5%, ligeramente por encima del promedio desde comienzos de año (3,1%). Por lo que se refiere al rendimiento bruto medio, julio consolidó un aumento interanual del 0,4%, similar al promedio registrado en los primeros siete meses del año (0,5%).

Agregados de demanda nacional

Entre los componentes de la demanda nacional destaca el dinamismo observado del consumo privado y de la inversión, creciendo ambos al mayor ritmo registrado desde finales de 2006 (3,5% y 6,1% interanual y 1% y 2% inter-trimestral, respectivamente). La favorable evolución del consumo privado se explica a partir de la creación de empleo, la moderación de precios y la mejora en el acceso y las condiciones de la financiación. Esta última, unida a la mejora en las expectativas empresariales sobre el comportamiento esperado de la economía, ha coadyuvado también al crecimiento de la formación bruta de capital, especialmente en su componente de inversión en equipo, que duplica su tasa de crecimiento inter-trimestral hasta situarse en un 3,2%.

El consumo público, por su parte, aumentó un 1% interanual en el segundo trimestre de 2015, ocho décimas más que en el mismo trimestre de 2014. **En términos inter-trimestrales, el gasto en consumo de las Administraciones Públicas se desaceleró de manera muy notable**, pasando de crecer un 1,7% en el primer trimestre a hacerlo un 0,4% en el segundo trimestre.

Demanda externa

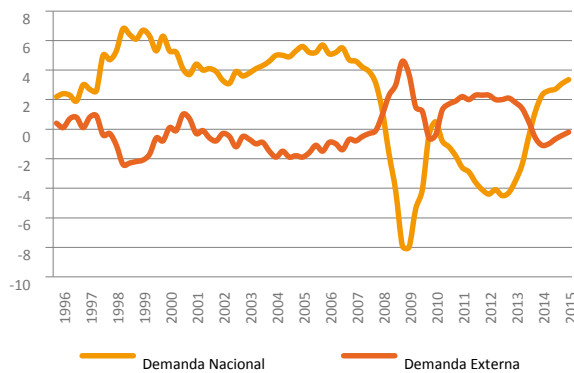
El sector exterior, por su parte, fue capaz en el segundo trimestre de reducir su aportación negativa al PIB en términos interanuales. La demanda externa neta detrajo dos décimas a la variación del PIB, dos décimas menos que en el periodo precedente, debido a una aceleración de las exportaciones (un punto porcentual, hasta el 6%) mayor que la de las importaciones (dos décimas, hasta el 7,2%). No obstante, el segundo trimestre el sector exterior, tras dos trimestres consecutivos de contribuciones positivas, detrajo dos décimas a la variación inter-trimestral del PIB, resultado de un avance inter-trimestral en las importaciones superior al registrado en las exportaciones (2,3% frente a 1,6%).

Las exportaciones de bienes y servicios volvieron a acelerarse en el segundo trimestre, recuperando la senda ascendente observada en los meses centrales del pasado ejercicio e interrumpida en el cuarto trimestre. Esta favorable evolución se explica, en gran medida, por la ganancia competitividad-precio, capaz de más que compensar la moderada evolución de la actividad de los principales socios comerciales y en las economías emergentes.

Según cifras de la CNTR, **las exportaciones de bienes en volumen aumentaron en el segundo trimestre un 1,7% inter-trimestral, tras dos trimestres de retrocesos, a pesar de la contracción experimentada por el comercio mundial de bienes en la primera mitad del año** (-1,5% en el primer trimestre y -0,5% en el segundo, según el *Central Planning Bureau* de Países Bajos). En términos interanuales, las exportaciones de bienes moderaron su tasa de crecimiento dos décimas respecto a la del primer trimestre, hasta el 5%.

El efecto combinado de todo lo anterior se saldó en el segundo trimestre de 2015 con un superávit de la balanza de bienes y servicios del 2,7% del PIB, misma cifra que el año anterior, al compensarse un mayor déficit de bienes (-2% del PIB, dos décimas mayor que el de un año antes) con un mayor superávit de servicios (4,7% del PIB, dos décimas por encima del registrado en el mismo periodo de 2014). Dentro de los servicios, el superávit de los ingresos netos de turismo (2,6% del PIB) disminuyó dos décimas y el de otros servicios (2,1% del PIB) aumentó cuatro décimas.

Gráfico 2. Demanda nacional y externa (Contribución al crecimiento)



Fuente: INE.

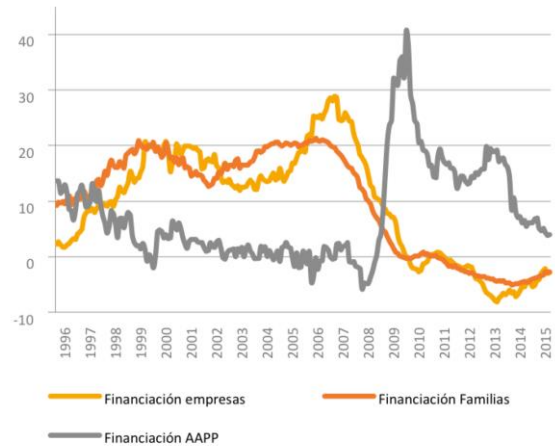
Actividad productiva

Desde la perspectiva de la oferta, el Valor Añadido Bruto (VAB) de todos los sectores creció en tasa inter-trimestral en el segundo trimestre. El del sector agrícola se aceleró 2,3 puntos, hasta el 2,8%; el de la industria moderó su ritmo de avance medio punto, hasta el 1,4%; el de la construcción redujo también su crecimiento seis décimas, hasta el 0,8%; y el de los servicios se aceleró dos décimas, hasta el 0,8%.

En términos interanuales, registraron avances en el ritmo de crecimiento los VAB de todos los sectores: el agrícola mejoró 4,8 puntos, hasta el 2,2%; el sector industrial seis décimas, hasta el 3,5%; el de la construcción una décima, hasta el 5,8% y el de servicios tres décimas, hasta el 3%.

En relación a la financiación a la actividad productiva, el gráfico 3 muestra la evolución de la tasa de variación de la financiación para los distintos agentes productivos. El crédito a empresas y familias ralentiza su ritmo de caída, lo cual favorece la actividad productiva, pero sigue disminuyendo en términos interanuales.

Gráfico 3. Financiación. Tasa variación interanual



Fuente: Banco de España.

La tasa interanual del IPC entró en agosto de nuevo en terreno negativo y se situó en el -0,4%, siendo en septiembre del -0,9%, reducción que correspondería, principalmente, a la bajada de los precios de los carburantes de la electricidad.

Precios

La inflación española, estimada por la tasa de variación interanual del Índice de Precios de Consumo (IPC), entró en junio en terreno positivo (0,1%), tras casi un año de registros negativos y registrar en enero la menor tasa desde mediados de 2009 (-1,3%), y se mantuvo en el 0,1% en julio. Atendiendo al indicador adelantado que elabora el INE, la tasa interanual del IPC entraría en agosto de nuevo en terreno negativo y se situaría en el -0,4%, reducción que correspondería, principalmente, a la bajada de los precios de los carburantes y de la electricidad.

La inflación subyacente, por su parte, se mantuvo en niveles reducidos desde comienzos de año, mostrando una tendencia suavemente al alza a lo largo de los primeros siete meses del año y alcanzando en julio el 0,8%, ocho décimas superior a la de diciembre de 2014.

La evolución alcista de la inflación desde febrero hasta julio se explica, en gran medida, por el comportamiento de los productos energéticos y de la alimentación, especialmente la no elaborada. Entre los factores que han impulsado la inflación destacan la depreciación del euro al encarecer nuestras importaciones (especialmente las de materias primas), el dinamismo del consumo privado, la ligera recuperación de los Costes Laborales Unitarios (CLU), el aumento de la utilización de la capacidad productiva y el contexto general de mejora de la actividad económica.

Mercado laboral

En los primeros ocho meses de 2015, el mercado de trabajo español ha prolongado la tendencia favorable que comenzó a mediados de 2013 gracias, en parte, a la fortaleza y consolidación de la recuperación de la actividad productiva y al impacto positivo de la reforma laboral de 2012. Así, según las estimaciones de la EPA, corregidas de estacionalidad, **la tasa de variación del empleo se situó en el 1,1% en el segundo trimestre, muy por encima del 0,6% registrado en el primer trimestre (0,6%).**

En términos interanuales, según la CNTR, el empleo equivalente a tiempo completo, con series desestacionalizadas y corregidas de efecto calendario, se aceleró una décima en el segundo trimestre, hasta el 2,9% interanual, lo que se tradujo en la creación de 477.000 puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo en los cuatro últimos trimestres. Como resultado de una mayor aceleración del PIB real (3,1% interanual, frente al 2,7% en el primer trimestre) que del empleo, la productividad aparente del trabajo se aceleró tres décimas, hasta el 0,2% interanual.

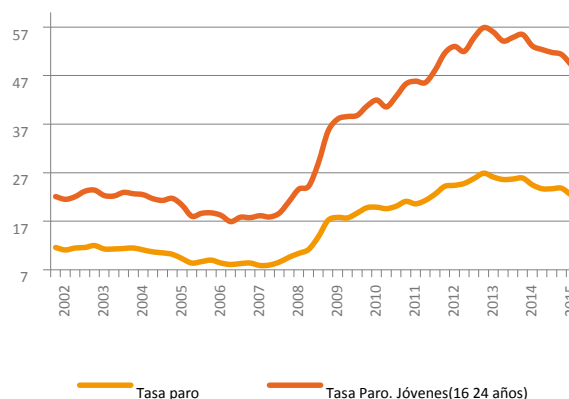
La evolución de la tasa de paro se puede observar en el gráfico 4, que sitúa la tasa de desempleo nacional en el 22,4, mientras que la tasa de paro juvenil baja hasta el 49,2.

La población ocupada se situó en 17.866.500 personas, cifra superior en un 2,4% a la del trimestre anterior. Por sectores, el aumento inter-trimestral del empleo afectó a todos positivamente, especialmente al sector servicios, que experimentó un aumento de 291.700 personas, seguido de la industria que generó 64.800 nuevos empleos, construcción con 32.300 nuevos ocupados y agricultura con 23.000. En términos interanuales, el aumento del empleo se concentró en los sectores no agrarios (3,1%), con avances de 248.000 (1,9%) en servicios, 150.600 (6,4%) en industria y 113.900 (11,6%) en construcción, mientras que en agricultura prácticamente se estabilizó la ocupación al registrar un ligero incremento de 1.100 empleos.

El incremento inter-trimestral del empleo tuvo lugar sobre todo en el sector privado, que aumentó su nivel de ocupación en 412.100 personas. En el sector público, el empleo prácticamente no varió. En el último año, el empleo privado aumentó en 486.700 personas y el público en 26.800, con tasas interanuales del 3,4% y del 0,9%, respectivamente.

La población activa aumentó en 116.100 personas en el segundo trimestre, hasta situarse en 23.015.500 y respecto a hace un año se incrementó en 39.600 personas, el 0,2% frente al 0,1% del trimestre anterior. La mayor población activa en el trimestre responde al incremento de la tasa de actividad, tres décimas, hasta el 59,8%, compensado parcialmente por la reducción de la población en edad de trabajar, en 20.600 personas.

Gráfico 4. Tasa paro. Porcentaje población activa

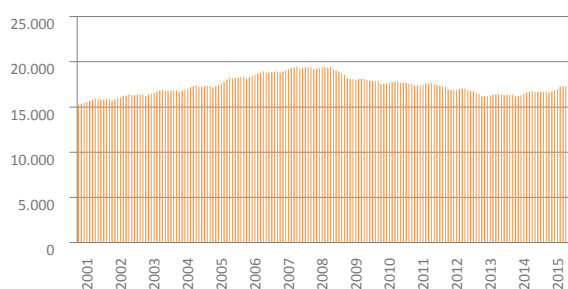


Fuente: INE

Según los indicadores de costes laborales nominales disponibles, se observa una ligera recuperación en lo que llevamos de año, frente al estancamiento o caída registrada en los últimos años. En lo que respecta a los incrementos salariales en el marco de la negociación colectiva, se estableció en junio un incremento salarial que no debería superar el 1% en 2015 y el 1,5% en 2016.

La remuneración por asalariado, según cifras de la CNTR, registró un avance interanual del 0,2% en el segundo trimestre de 2015, frente al 0,8% observado en el trimestre previo. La evolución de la remuneración por asalariado, junto al comportamiento de la productividad aparente del trabajo comentada anteriormente, explican la tasa interanual negativa (-0,1%) de los Costes Laborales Unitarios (CLU) en el segundo trimestre, frente al avance del 0,9% en el primer trimestre.

Gráfico 5. Afiliados Seguridad Social (media mensual). Miles



Fuente: Seguridad Social.

Balanza de pagos

Según los datos disponibles de Balanza de Pagos, **en los seis primeros meses de 2015 la economía española generó una capacidad de financiación frente al exterior de 3.478 millones de euros (0,6% PIB)**, frente a una necesidad de financiación de 372 millones en el primer semestre de 2014.

La mejora de sector exterior se explica por la ampliación del superávit de bienes y servicios y por la moderación del déficit de rentas primarias y secundarias, mientras que el superávit de capital se redujo. La balanza por cuenta corriente acumuló un superávit de 467 millones de euros, frente al déficit alcanzado en el primer semestre de 2014 (3.568 millones de euros).

Desde el otro lado del balance, la balanza financiera registró salidas netas de capital por valor de 5.244 millones de euros, la tercera parte que un año antes, a pesar del aumento de la posición neta deudora del Banco de España por importe de 24.257 millones de euros, que no bastó para compensar las salidas netas de capital, excluido el Banco de España, de 29.500 millones.

Por lo que se refiere a la balanza por cuenta corriente, los intercambios con el exterior de bienes y servicios entre enero y junio de 2015 dieron lugar a un superávit de 11.369 millones de euros, superior en un 10,1% al registrado en el mismo periodo del año anterior. En términos nominales, las exportaciones aumentaron un 6,8% interanual y las importaciones un 6,5%, tasas superiores en 6,1 y 1,2 puntos a las del mismo periodo de 2014, respectivamente.

Atendiendo a los datos de Aduanas, la economía española se benefició en el primer semestre de 2015 de una caída del precio del petróleo del 36,4%, lo que permitió reducir el déficit comercial de bienes energéticos en un 31%. Por el contrario, el superávit de la balanza no energética se redujo notablemente en el mismo periodo. El resultado final fue una disminución del 3,4% del déficit comercial.

De igual modo, la balanza de servicios turísticos acumuló en los primeros seis meses del año un superávit de 14.822 millones de euros, si bien ligeramente inferior al del primer semestre de 2014. Ello se explica por un aumento de los ingresos por turismo (2,9% interanual) inferior al anotado por los pagos (14,9%).

La balanza de rentas primarias y secundarias, por su parte, acumuló en el primer semestre de 2015 un déficit de 10.902 millones de euros, un 21,5% inferior al observado en el mismo periodo de 2014, resultado de un aumento del 1,9% de los ingresos y de una caída del 6,3% de los pagos.

Por lo que se refiere a la cuenta financiera, en el primer semestre de 2015 se registraron salidas netas de capital por valor de 5.244 millones de euros, frente a unas salidas de 15.349 millones del mismo periodo de 2014. Si excluimos el Banco de España, entre enero y junio se observaron salidas netas de capital por valor de 29.500 millones de euros (5,4% PIB), más del doble que las salidas netas de un año antes.

Ello se explica por un elevado crecimiento del saldo positivo (inversiones) en las operaciones de activo y un descenso en el de las de pasivo.

Es oportuno destacar la ralentización de la inversión exterior en España en el primer semestre. La variación de pasivos generó hasta junio entradas netas de capital (inversiones) por valor de 49.517 millones, inferiores en un 8,2% a las registradas en el primer semestre de 2014

La recuperación de la inversión de España en el exterior, por su parte, se mantiene. La variación de activos frente al exterior, excluido el Banco de España, acumuló en los seis primeros meses de 2015 salidas netas de capital (inversiones) por valor de 79.018 millones de euros, un 18,1% mayores a las observadas en el primer semestre de 2014.

Por último, la posición deudora neta del Banco de España frente al Eurosistema aumentó en los primeros meses de 2015 del mismo modo que la Posición de Inversión Internacional Neta (PIIN) incrementó su saldo deudor en el primer trimestre de 2015, un 5,2% interanual, hasta alcanzar 1,042 billones de euros. Este aumento se debe a la necesidad de financiación de la economía registrada en este periodo y a un efecto valoración negativo. La PIIN deudora representó el 97,6% del PIB en el primer semestre de 2015, 3,1 puntos porcentuales más que un año antes.

Sector público

El Banco de España publicó los datos de Deuda del conjunto de las Administraciones Públicas (AAPP), según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE), hasta junio de 2015. Según este organismo, la Deuda PDE de las AAPP alcanzó en dicho periodo la cifra de 1.053.025 millones de euros, un 4% superior a la registrada en el mismo periodo del año anterior.

Nuestras previsiones apuntan a un crecimiento anual para 2015 del 3,1%.

El sector público cerró 2014 con un déficit del 5,7% del PIB, con un leve desvío respecto al objetivo (5,5%). **El objetivo de déficit para 2015 (4,2%) implica un esfuerzo de reducción de 1,5 p.p. aunque la mejora significativa del ciclo económico va ayudar, es posible que no se logre dicho objetivo.** La reducción prevista del déficit de la Administración Central (de siete décimas, hasta el 2,2% del PIB) se apoya en un cuadro macro favorable, que contempla un crecimiento previsto del 3% en 2016. La Agencia Independiente de Responsabilidad Fiscal, en un informe reciente, concluía que el escenario económico es plausible y que presenta riesgos equilibrados, aunque señala las posibles dificultades para ejecutar la rigurosa política de contención del gasto público que se desprende de las previsiones de consumo público realizadas por el Gobierno. Los presupuestos prevén un aumento de los ingresos tributarios del 4% y una reducción del gasto del 4,4%, consecuencia del descenso del pago de intereses y de prestaciones por desempleo que se derivarán de la mejora cíclica de la economía. Los presupuestos no contemplan medidas adicionales de consolidación fiscal. También se prevé una subida del 0,25% de las pensiones y un notable aumento del gasto en personal, tras años de contención, como refleja la subida del 1% de la retribución de los empleados públicos y la devolución del 50% de la paga extra de 2012, o el aumento de la tasa de reposición de las plantillas.

Escenario 2015-2016: crecimiento sostenido

Con sendos **crecimientos del PIB estimados del 3,1% y del 2,6%**, la creación neta de empleo podría alcanzar el millón de personas y reducir la tasa de paro hasta el 21,5%.

Tras un primer semestre de fuerte crecimiento, la segunda mitad del año podría registrar una ligera desaceleración de la actividad. Con todo el crecimiento alcanzará el 3,1%.

El crecimiento se debe a la demanda doméstica, tanto pública como privada. **La inversión en maquinaria y equipo ha sorprendido al alza y seguirá contribuyendo al crecimiento en el tercer trimestre.** En el mes de julio el Índice de Producción Industrial (IPI) creció a un ritmo anual del 5,2%, el mayor en 15 años. Este avance de la industria se apoyó en la mayor producción de bienes de consumo duradero (+3,8%) pero sobre todo de bienes de equipo (+10,2%). Se trata de una noticia extraordinaria pues muestra la mejora de las expectativas empresariales. Si aumenta la producción y la instalación de bienes de equipo también aumentará el crecimiento económico presente y futuro, pues se trata de un elemento clave del aumento de la capacidad productiva de un país y una señal de que los empresarios auguran expectativas favorables sobre el futuro de la economía.

No hay duda de que un barril de petróleo en torno a 50 dólares impulsa a la economía española, pues genera demanda tanto de manera directa a través de las posibilidades de mayor consumo como de manera indirecta a través de mayores beneficios empresariales. Este hecho podría llegar a contribuir hasta un punto al crecimiento económico del PIB. Otro aspecto favorable es el compromiso firme del BCE de alejar el fantasma de la deflación de la zona euro comprando deuda hasta que sea necesario, lo que ha tenido como principal consecuencia la depreciación del euro en los meses anteriores, si bien dicha depreciación perderá fuerza en el segundo semestre.

Por componentes de la demanda, el crecimiento del consumo privado previsto del 3,4% se apoya en la creación de empleo, la bajada de precios de la gasolina y en la reducción del IRPF. A su vez, el aumento de la confianza del consumidor permite reducir la tasa de ahorro, especialmente para rentas medias y altas y eso también apoya el consumo, especialmente de bienes duraderos. Si a ello añadimos que los salarios van a seguir prácticamente estancados, el componente del consumo privado debería mostrar crecimientos algo más moderados a partir del verano.

La demanda de inversión, por su parte, crecerá en torno al 6,2% en 2015, tanto la destinada a compra de maquinaria y bienes de equipo como a construcción. El QE del Banco Central Europeo (BCE) ha bajado la prima de riesgo y el tipo de cambio del euro. La bajada de rentabilidades a corto y medio plazo en deuda pública hasta aproximadamente cero ha forzado a los bancos a reducir considerablemente su restricción de crédito. Si bien en cantidad aún no se nota mucho, los costes financieros para muchas empresas se han reducido significativamente desde el pasado verano.

Esto, junto con la depreciación del euro y la bajada de los precios del petróleo y del transporte, debería permitir aumentar los márgenes de las empresas, reactivar la inversión en equipo y detener la deflación salarial. Todo ello coadyuvará al crecimiento de la inversión y de las exportaciones en los próximos trimestres.

El consumo público y la construcción, que han crecido de manera notable en el primer semestre de 2015 ralentizarán su crecimiento en el segundo semestre y, muy probablemente, en 2016. Ha habido boom de empleo en el segundo trimestre de 2015 en parte debido a las elecciones municipales y autonómicas y no se repetirá. Además, el nuevo Gobierno tendrá probablemente que recortar la desviación de déficit, por lo que la construcción y el consumo público estarán débiles.

Respecto al sector inmobiliario, si bien es cierto que muchos indicadores del sector están creciendo muy rápido (a tasas incluso de dos dígitos) y que los precios han subido un 4% en lo que llevamos de 2015 según el INE (no según el Consejo Superior del Notariado), **ello debe enmarcarse en una recuperación tras un hundimiento histórico:** hoy, la compraventa de viviendas en el primer semestre de 2015 representa tan solo el 41% de las realizadas en el primer semestre de 2007; los visados de iniciación de obra representan tan solo el 5% de los visados en 2007; a pesar de la intensa creación de empleo, el empleo en este sector representa tan solo el 7% del total, frente al 14% en 2007; y, los precios están todavía un 33% por debajo de su máximo.

Las exportaciones se han animado por la recuperación europea y la depreciación de la moneda única, a lo que habría que añadir los diferenciales favorables de inflación de la economía española con respecto a sus principales competidores. No obstante, **la ralentización en el crecimiento de la zona euro y de la economía mundial y la apreciación del euro con respecto a algunas monedas** (como el rublo, el won coreano o el peso mexicano, que afectarán nuestras exportaciones de automóviles y de turismo), **auguran crecimientos de las exportaciones más pausados en el segundo semestre de 2015 y en 2016.** La previsión es de un **crecimiento de un 4,4% en 2015.** Las importaciones, por su parte, también crecerán holgadamente empujadas por el fuerte crecimiento del PIB y se prevé que su tasa interanual se sitúe en el 5,5%.

El escenario anteriormente descrito consolida la recuperación económica en España y augura un crecimiento entre fuerte y moderado del PIB para 2015 y 2016, pero conviene recordar que la recuperación no está libre de riesgos. A nivel externo, las incertidumbres geopolíticas podrían volver a ser una amenaza. Una posible subida del petróleo no se puede descartar, del mismo modo que no se puede obviar una posible apreciación del euro por la debilidad del PIB en EEUU y el retraso de subidas de tipos esperadas de la Reserva Federal.

En Europa, además de la crisis griega, una consecuencia no deseada de las medidas del BCE es que podrían ralentizar la reducción de la fragmentación financiera, al no contemplar una mutualización total del riesgo. Más allá del ámbito de la política monetaria común, los estados miembros de la zona euro deben trabajar en políticas de oferta que disipen dudas y aumenten la capacidad de crecimiento estructural. Además, Europa tiene que superar un complicado calendario electoral, con elecciones en al menos ocho países.

Por último, **España se enfrenta al reto de conseguir que el crecimiento sea sostenido y sostenible.** La mejora de la actividad debe ir acompañada por una intensa creación de empleo para que la recuperación termine de llegar al conjunto de la sociedad y sea sostenible internamente. Y la mejora del empleo debe ser compatible con la consecución de saldos positivos en la balanza por cuenta corriente, de forma que la recuperación sea sostenible en términos externos. La elevada y negativa posición de inversión internacional neta (PIIN) es uno de los frentes en los que la economía española todavía tiene mucho trabajo por hacer. La PIIN deudora representó el 97,6% del PIB en el primer semestre de 2015, 3,1 puntos porcentuales más que un año antes. Debemos tener presente que la Comisión Europea pone el umbral en una PIIN deudora del 35% del PIB. Otro de los riesgos claros es el de un escenario de fragmentación política que complique la gobernabilidad, junto con una deflación y débil crecimiento nominal y de los ingresos públicos que dificulten la reducción del déficit y cumplir los objetivos pactados con Bruselas. A ellos se suman el efecto incierto de la subida de tipos en EEUU, especialmente sobre unas economías emergentes con más problemas para mantener su ritmo de crecimiento óptimo, un ajuste brusco de la actividad en China o el recrudecimiento de los problemas geopolíticos y migratorios (Oriente Medio, Rusia-Ucrania).

Cuadro de previsiones anuales de la economía española y resto de cuadros

Cuadro 1. PREVISIONES ANUALES

% variación media anual, salvo indicación en contrario

	2014	2015	2016
PIB real	1,4	3,1	2,6
Consumo final hogares	2,4	3,4	2,6
Consumo final AAPP	0,1	1,0	0,1
Formación Bruta de Capital Fijo	3,4	6,2	5,0
- Maquinaria y bienes de equipo (1)	9,1	9,5	7,7
- Construcción	-1,5	5,2	4,2
Variación. existencias (contribución al crec. del PIB en p.p.)	0,2	0,0	0,0
Demanda nacional	2,3	3,5	2,7
Exportaciones de bienes y servicios	4,2	4,4	3,6
Importaciones de bienes y servicios	7,6	5,5	4,1
Producción Industrial (IPI)	1,2		
IPC (media anual)	-0,2		
Costes laborales por asalariado (2)	-0,2	0,3	0,2
Empleo (Contabilidad Nacional) (3)	1,2	2,5	2,0
Tasa de paro (EPA, % población activa)	24,4	22,8	21,5
Saldo balanza pagos cuenta corriente (% PIB) (4)	0,1	0,5	0,1
Cap (+) o nec (-) financ. AA.PP. excluyendo ayudas a ent. financieras (% PIB)	--	5,5	4,5
<p>(1) Incluye FBCF en material de transporte y en otra maquinaria y bienes de equipo. (2) Remuneración media por asalariado equivalente a tiempo completo. Comprende salarios brutos percibidos por los asalariados y cotizaciones a la Seguridad Social. (3) Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. (4) Según estimaciones del Banco de España.</p>			

Son Grandes Empresas (GGEE) las personas físicas o jurídicas cuyo volumen de operaciones haya excedido la cifra de 6,01 millones de euros durante el año natural inmediatamente anterior. Las empresas que cumplen este requisito forman el Censo de GGEE que, por definición, varía cada año. En la actualidad existen 26.527 empresas.

Las GGEE representan algo menos del 1% del total de declarantes por IVA. Sin embargo, su peso en la facturación del total de empresas es superior al 67%, superando en el caso de las exportaciones e importaciones el 83% del total nacional.

Cuadro 2. Contabilidad Nacional Trimestral

(Variación en %, volumen encadenado de referencia 2010, datos corregidos de efectos estacionales y de calendario)

	2013	2014	Interanual					Intertrimestral		
			II-14	III-14	IV-14	I-15	II-15	IV-14	I-15	II-15
<i>Demanda</i>										
Gasto en consumo final	-2,4	1,8	1,8	2,1	2,4	2,6	2,9	0,5	1,0	0,9
* Consumo privado	-2,3	2,4	2,3	2,7	3,3	3,5	3,5	0,9	0,7	1,0
* Consumo público	-2,9	0,1	0,3	0,3	-0,5	0,1	1,0	-1,0	1,7	0,4
Formación bruta de capital fijo	-3,8	3,4	3,9	3,9	5,1	6,0	6,1	1,4	1,4	2,0
* Bienes de equipo	5,6	12,2	12,9	10,2	10,3	9,4	9,2	1,9	1,6	3,2
* Construcción	-9,2	-1,5	-0,7	0,1	2,4	4,9	5,1	1,4	1,6	1,4
Variación de existencias	0,0	0,2	0,2	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
Demanda nacional (contribución al PIB pm)	-2,7	2,2	2,3	2,6	2,7	3,0	3,3	0,5	0,9	1,2
Exportaciones de bienes y servicios	4,3	4,2	1,0	4,5	4,7	5,7	6,0	0,0	0,4	1,6
* Exportaciones de bienes	5,7	4,5	0,8	5,5	5,3	3,4	5,0	-0,8	-0,6	1,7
* Exportaciones de servicios	0,9	3,3	1,6	2,4	3,4	11,2	8,2	1,9	2,6	1,5
Importaciones de bienes y servicios	-0,5	7,6	4,9	8,6	7,7	7,4	7,2	-0,6	0,4	2,3
* Importaciones de bienes	0,4	7,8	4,8	8,7	7,5	6,8	8,0	-1,3	1,0	2,7
* Importaciones de servicios	-4,7	7,0	5,4	7,8	8,7	10,4	3,2	3,0	-2,7	0,3
Demanda externa neta	1,4	-0,8	-1,1	-1,0	-0,7	-0,3	-0,2	0,2	0,0	-0,2
<i>Oferta</i>										
Agricultura	15,6	3,3	1,6	5,3	-3,4	-2,6	2,2	-4,5	0,5	2,8
Industria	-1,8	1,5	1,9	1,5	2,1	2,7	3,5	0,0	1,9	1,4
* Manufacturera	-1,1	2,3	2,4	2,3	3,0	2,8	3,8	0,5	1,4	1,6
Construcción	8,1	-1,2	-1,7	0,0	3,4	5,8	5,8	3,1	1,4	0,8
Servicios	-1,0	1,6	1,4	1,7	2,3	2,6	3,0	0,8	0,6	0,8
PIB pm	-1,2	1,4	1,2	1,6	2	2,7	2,7	0,7	0,9	1,0
PIB nominal	-0,6	0,9	0,8	1,4	1,4	3,2	3,7	0,4	1,6	1,2

Cuadro 3. Indicadores de demanda nacional (variación anual o saldos netos en %)

	2013	2014	2014			2015				
			II	III	IV	I	II	último dato disp.	mes	
<i>Consumo privado</i>										
IPI bienes de consumo	-2,2	1,7	2,8	1,9	0,3	-0,3	0,1		0,5	ago-15
Importaciones bienes de consumo (vol.)	2,4	12,1	11,1	12,4	5,3	6,3	7,3		7,4	jul-15
Índice de ventas de comercio al por menor	-3,8	1,1	0,7	0,3	3,1	2,5	2,8		2,4	ago-15
Matriculación de automóviles	-1,0	17,8	23,6	13,5	24,9	34,2	15,7		25,1	ago-15
Remuneración asalariados real	-3,3	1,4	1,3	2,0	2,6	5,3	3,7		-	jun-15
Ventas grandes empresas-Consumo	-0,8	1,9	1,9	2,0	2,7	5,4	4,5		8,1	jul-15
<i>Inversión en equipo</i>										
IPI de bienes de equipo	1,5	1,0	2,2	-2,3	-0,4	2,5	6,8		-	jun-15
Importación de bienes de equipo (vol.)	14,1	18,7	17,5	19,1	9,7	17,3	11,0		-	jun-15
Financiación a empresas	-11,2	-4,2	-5,6	-3,2	-2,6	-3,8	-3,9		-3,9	jul-15
Matriculación de vehículos de carga	-9,5	30,2	31,3	15,5	27,4	37,4	30,1		30,0	ago-15
Ventas grandes empresas-Equipo	-7,0	3,8	4,9	5,8	2,0	6,7	4,9		-1,9	jul-15

Cuadro 4. Indicadores de actividad y producción (variación anual o saldos netos en %)

	2013	2014	2014			2015			
			II	III	IV	I	II	Último dato	Fecha últ. dato
Ventas Grandes Empresas. Totales	-2,9	2,4	2,5	2,2	3,1	6,4	5,1	5,2	ago-15
Ventas Grandes Empresas. Interiores	-4,1	1,7	2	1,7	2	3,9	4,1	5,3	ago-15
Afiliados a la Seguridad Social	-3,7	1,6	-	2	2,3	2,9	3,5	3,2	sep-15
Financiación a empresas y familias	-9,2	-4,9	-	-	-4,6	-5,2	-4,8	-5,0	ago-15
Industria									
IPI (ccal)	-1,5	1,3	2,6	0,7	0,3	1,6	3,6	-	jun-15
VIGE. Industria	-2,7	3,5	5,4	3,6	2,2	7,7	2,7	4,0	jul-15
Afiliados industria Seguridad Social	-4,4	0,1	0	0,6	0,9	1,5	2,2	2,4	sep-15
Construcción									
Consumo aparente de cemento	-20,7	0,3	-3,5	2,9	6,3	8,7	8,5	2,2	ago-15
Afiliados construcción Seguridad Social	-12,2	-1,7	-2,3	-0,5	1,6	4,6	5,6	4,5	sep-15
Licitación oficial (precios corrientes)	17,3	32,8	61,5	9,6	-24,8	-	-25,0	38,0	jun-15
Visados obra nueva	-36,3	-1,7	-11,2	-2,1	-13	31,0	-	37,1	may-15
Compraventa de viviendas	0,4	2	-8,3	-5	15,3	9,0	10,8	10,7	jul-15
Hipotecas. Capital prestado	-27,6	9,9	5,8	34,3	20,1	6,7	11,9	-	jun-15
Precio m2 vivienda	-5,8	-2,4	-2,9	-2,6	-0,3	-0,1	4,0	-	jun-15
Servicios									
VIGE. Servicios	-2,8	2	1,6	2,2	2,3	5	4,5	5,9	ago-15
Tráfico aéreo viajeros. Total	-3,5	4,6	5,9	5,2	4,3	6,4	4,7	3,4	ago-15
Pernoctaciones en hoteles	1,9	2,9	5,3	2	3,1	3,5	3,2	4,5	ago-15
Entrada Turistas	5,6	7,1	7,3	7,6	5,9	5,3	3,6	1,6	ago-15
Afiliados servicios Seguridad Social	-2	2,2	2,2	2,6	2,8	3,5	3,7	3,4	sep-15

Cuadro 5. Indicadores mercado laboral

	2013	2014	2014				2015	
			I	II	III	IV	I	II
Afiliados a la seguridad social	-3,2	1,6	0,4	1,5	2	2,3	2,9	3,5
Ocupados (Estimación EPA)	-3,3	1,2	-0,4	1	1,7	2,4	2,8	2,9
Parados (Estimación EPA)	4,1	-7,3	-5,5	-7	-8,7	-8,1	-8,2	-8,4
Paro registrado	2,7	-5,6	-4,2	-6,4	-5,9	-5,8	-6,5	-7,6
Tasa paro (% población Activa)	25,7	23,7	24,4	23,9	23,7	23,7	23,8	22,4

Cuadro 6. Balanza de Pagos. Operaciones no financieras

Millones de euros	Enero-junio 2014			Enero-junio 2015		
	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo
Cuenta corriente y capital	192.597	192.969	-372	203.969	200.533	3.438
Cuenta corriente	189.144	192.712	-3.568	200.656	200.189	467
Bienes y servicios	163.119	152.795	10.324	174.141	162.770	11.369
Turismo	20.604	5.562	15.042	21.210	6.338	14.822
Rentas primarias y secundarias	26-025	39.917	-13.892	26.515	37.419	-10.902
Cuenta de capital	3.453	257	3.195	3.313	344	2.971

FOCUS

axesor { Primera Agencia
conocer para decidir. de Rating española }

902 10 10 33

www.axesor.es

Comunicacion@axesor.es