

The logo for BBVA Research, featuring the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by the word "Research" in a smaller, lighter weight of the same font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

BBVA Research

Situación España

2T18

Abril 2018

Creando Oportunidades

Mensajes clave

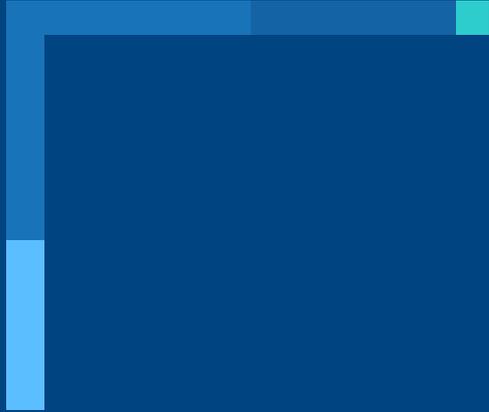
- El crecimiento global se mantiene robusto, pero aumenta la incertidumbre. El estímulo fiscal de EE.UU. puede apoyar el avance también en otras áreas, pero las medidas proteccionistas suponen un riesgo
- En España, los datos recientes confirman los sesgos al alza apuntados hace tres meses. Las exportaciones y la inversión repuntan, mientras que el consumo se modera
- La incertidumbre en Cataluña es elevada, pero ha decrecido, y su impacto está en línea con lo esperado: temporal (4T17), limitado a la región y con efectos en sectores específicos (turismo)
- Se revisan al alza las previsiones de crecimiento en España, hasta el 2,9% en 2018 y el 2,5% en 2019, por la mejora en los fundamentos (entorno externo favorable, política fiscal, etc.)
- Entre los riesgos internos destacan el entorno político, la relajación en el ajuste fiscal y una recuperación desigual

Índice

01 Situación Global 2T18

02 Situación España 2T18

03 Anexos



01

Situación Global 2T18

Crecimiento global robusto, pero mayor incertidumbre

01

El ritmo de expansión global continúa...

...gracias a la recuperación de la inversión y del comercio

02

Las políticas económicas alargan la recuperación cíclica

El impuesto fiscal de EE.UU. puede apoyar al resto de áreas

03

Mayor volatilidad financiera

El inusual entorno de baja volatilidad ha quedado atrás

04

Normalización de la política monetaria de los bancos centrales algo más rápida de lo previsto en la Fed, mientras que el BCE ya ha dado los primeros pasos

05

Efecto incierto de las medidas proteccionistas de EE.UU.

El efecto directo de lo ya aprobado no es muy grande, pero puede presagiar medidas más agresivas

06

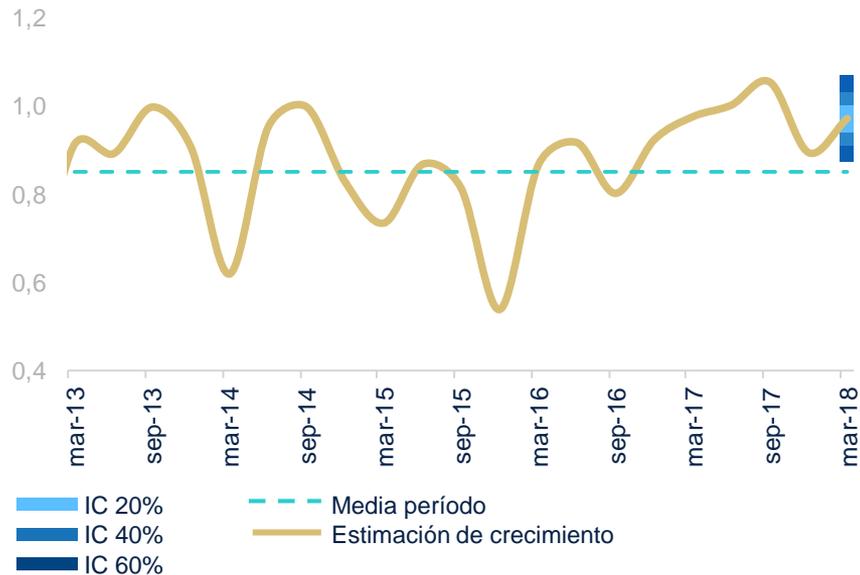
Riesgos globales

Aumentan en el corto plazo por una posible escalada de las medidas proteccionistas

Crecimiento global robusto

Crecimiento del PIB mundial

(Previsiones basadas en BBVA-GAIN, % t/t)

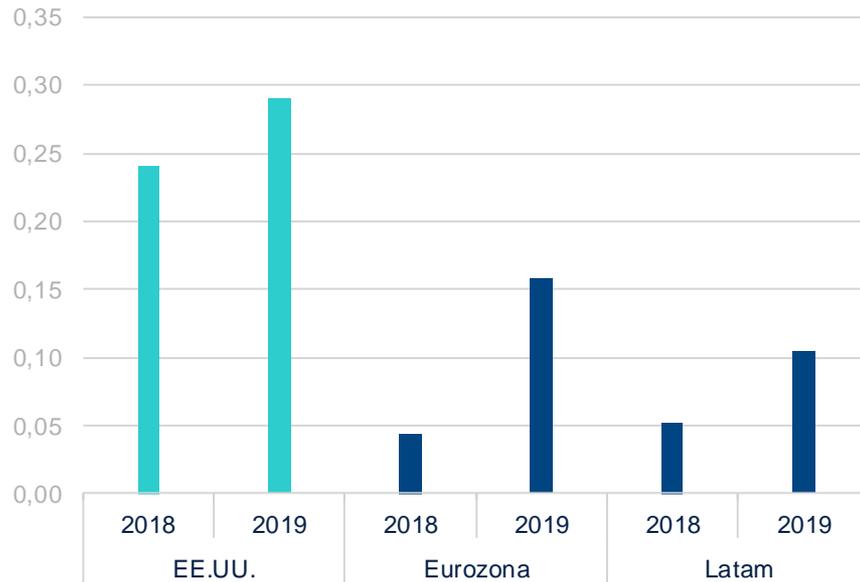


- El crecimiento mundial continúa, apoyado en la recuperación de la inversión y del comercio
- El consumo privado se atenúa, pero sigue siendo un factor positivo para las economías avanzadas y gana impulso en las emergentes
- Los indicadores de confianza se mantienen en niveles altos, pero muestran señales de moderación

El mayor crecimiento en EE.UU. puede apoyar el avance en otras áreas

Impacto del estímulo fiscal en EE.UU. sobre el crecimiento

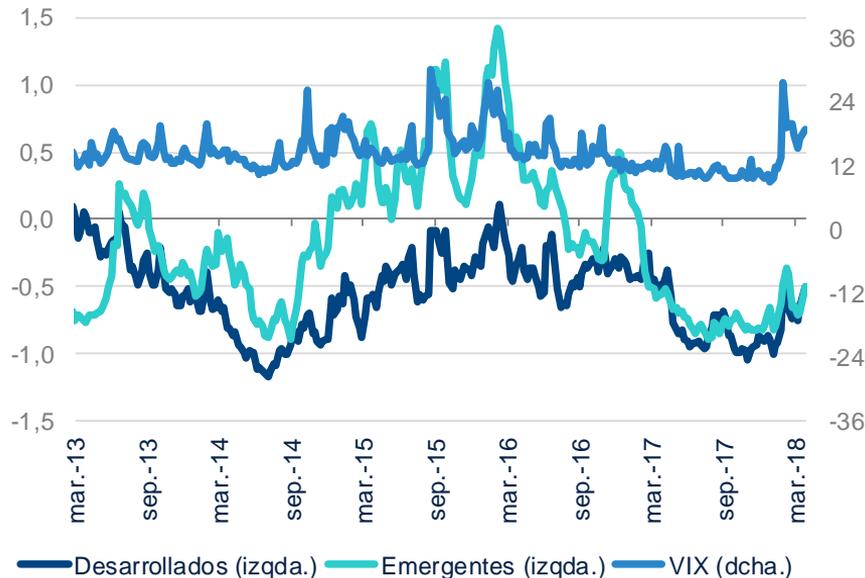
(pp)



- El efecto más significativo se observaría en 2019, sobre todo en la zona euro
- Este apoyo compensaría algunos vientos de cara en otras áreas (incertidumbre política en América Latina o aumento de la volatilidad global)
- La debilidad del dólar podría atenuar el impacto positivo del incremento de la demanda de EE.UU.

Las tensiones financieras empiezan a reflejar un entorno menos complaciente

VIX e Indicador BBVA de tensiones financieras (%)



- El temor a un repunte de la inflación (EE.UU.) y el anuncio de medidas proteccionistas ha provocado un aumento de la volatilidad y corrección de las bolsas
- El efecto contagio está siendo limitado pero todo dependerá de la persistencia del actual choque
- Es poco probable que los mercados sean tan complacientes con la incertidumbre como en 2017

Las condiciones financieras serán menos acomodaticias

Condiciones financieras globales*

(% y variación en MM de dólares)

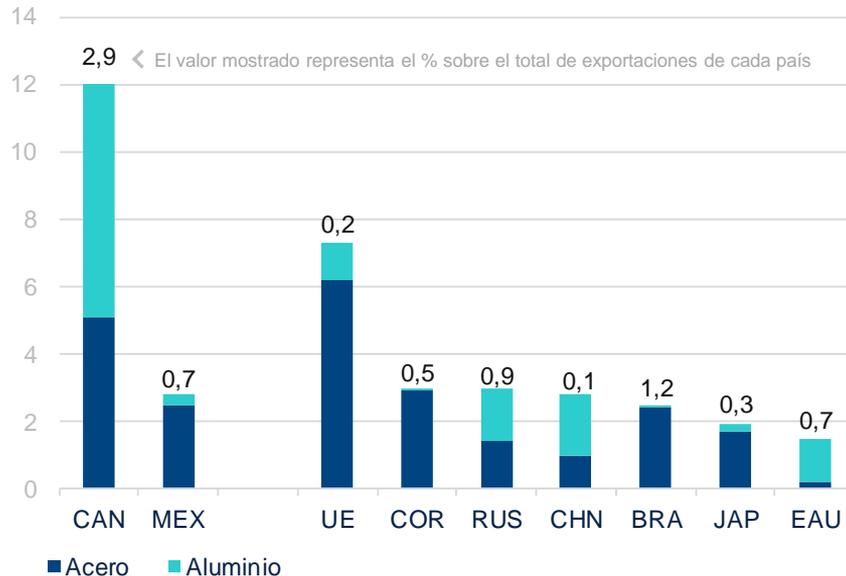


- En un contexto en el que los **bancos centrales reducirán sus balances** y los tipos de interés suben gradualmente...
- ...los **shocks de volatilidad pueden ser más frecuentes y persistentes**
- **Posición más cauta de los inversores**

(*) Tipos de interés a corto y largo plazo, rendimiento medio bono alemán y americano a 3 meses y 10 años. Incluye los activos en los balances de la Fed, BCE, BoE y BoJ
Fuente: BBVA Research, Fed, BCE, BoE y BoJ

El riesgo de escalada proteccionista genera incertidumbre sobre la economía global

EE.UU.: Importaciones de acero y aluminio y peso sobre total exportaciones de cada país (MM de dólares, % total exportaciones)

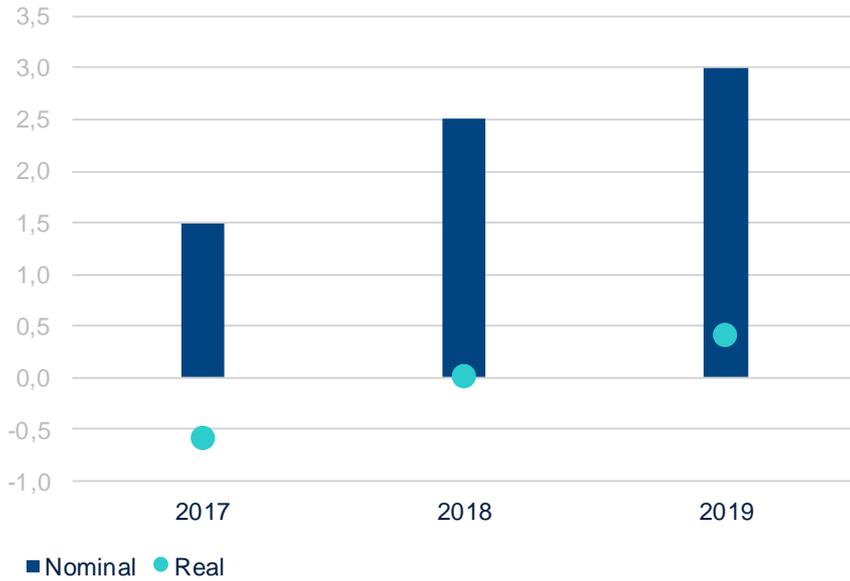


Fuente: BBVA Research

- Los aranceles sobre el acero y aluminio de EE.UU. tienen un impacto directo pequeño:
 - Sólo representan una parte pequeña del total de las exportaciones
 - Exención para muchos países hasta mayo
 - El mayor impacto negativo puede venir de los efectos indirectos y de la posible reacción de los países afectados
- La subida de aranceles entre EE.UU. y China (25% y por valor de 50 MM dólares en 2017):
 - Tienen un impacto mayor: 38% exportaciones a China (3% de las totales de EE.UU.) y 11% de las exportaciones a EE.UU. (2% de las totales de China)
 - Puede ser el principio de una escalada mayor

Las subidas de tipos de la Fed se aceleran por el mayor dinamismo económico

EE.UU.: Tipo de interés de intervención (%)



- La Fed subirá los tipos en 75 puntos básicos más este año y otros 50 en 2019
- Las condiciones monetarias seguirán siendo laxas, con los tipos de interés reales próximos a cero

El BCE está avanzando en la salida del QE sin generar tensiones

QE



En 2018 se pondrá fin al QE

Compras mensuales de activos
(30 MM de euros) hasta septiembre

Reducción de compras entre
septiembre y diciembre

Tipos



Conforme nos aproximamos al fin del QE, **el foco se desplaza a las subidas de tipos:** cuándo empiezan y a qué ritmo

Pero el BCE seguirá presente en el mercado de deuda: reinversión de vencimientos

El reto para el BCE es **guiar las expectativas** de tipos (*forward guidance*)

Elementos clave en la salida:



Tipos largos y
primas de riesgo

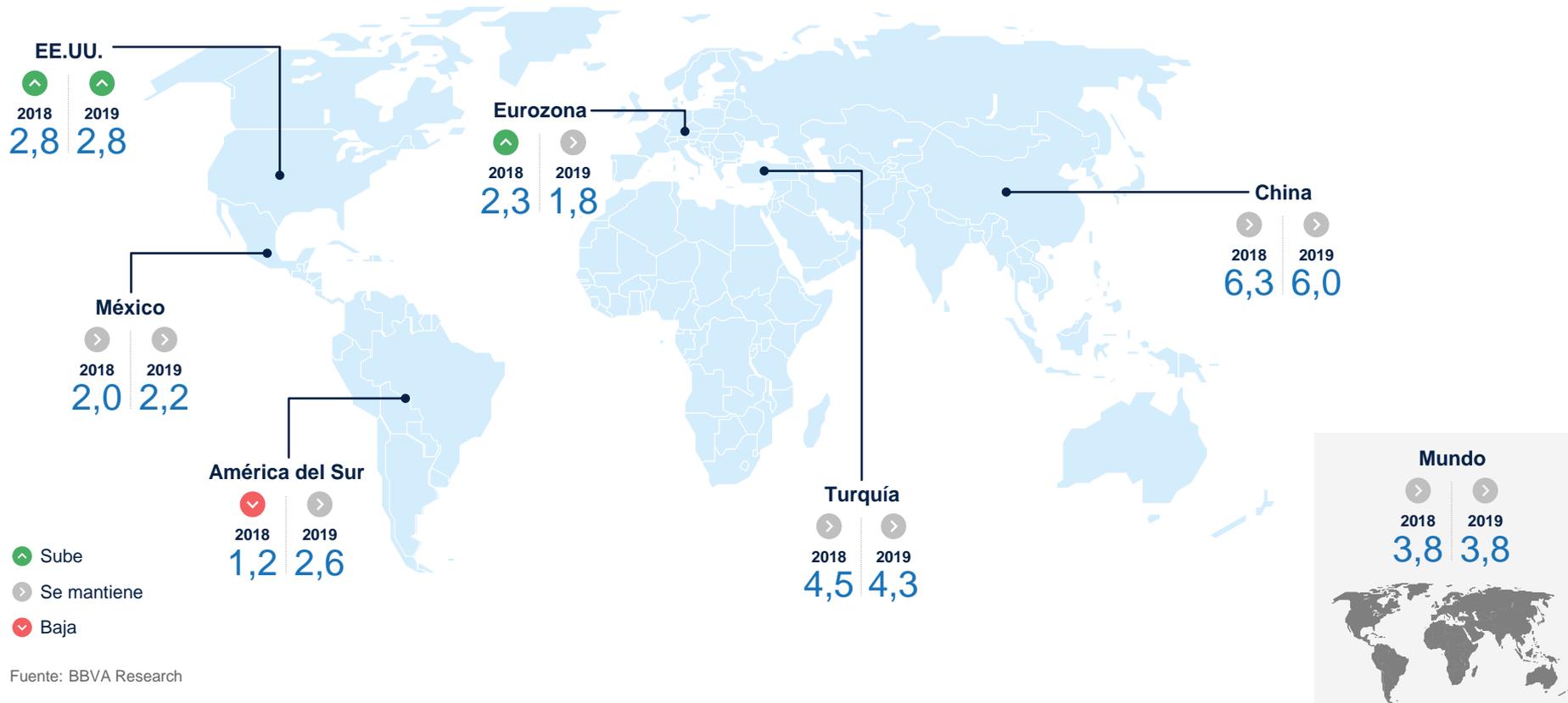


Tipo de cambio
(Euro)



Expectativas de
subidas de tipos

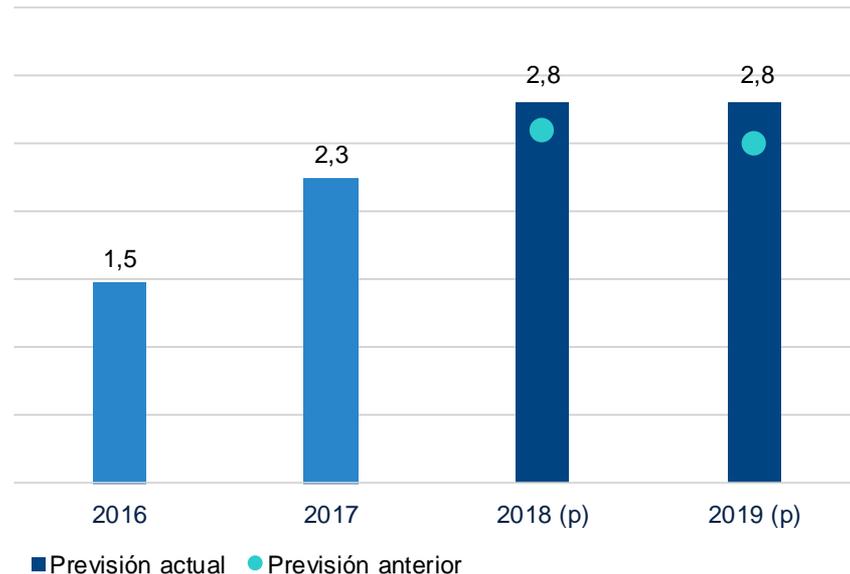
Revisión al alza en EE.UU. y a la baja en América del Sur



EE.UU.: Mayor crecimiento económico por el estímulo fiscal

EE.UU.: Crecimiento del PIB

(% a/a)



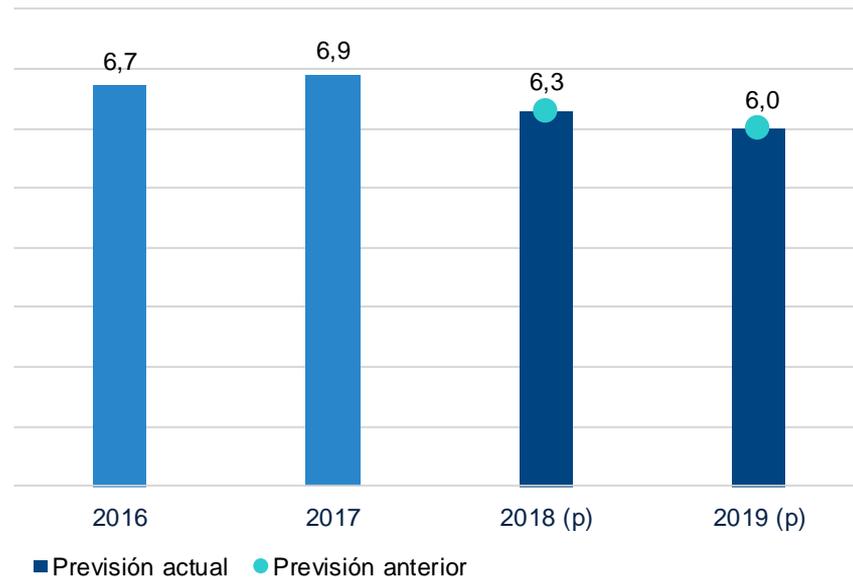
(p) Previsión
Fuente: BBVA Research a partir de BEA

- Efecto moderado del nuevo estímulo fiscal en el corto plazo en una economía en pleno empleo y sin medidas que sustenten un aumento significativo del crecimiento potencial
- El entorno global favorable y la solidez de la demanda doméstica complementan el efecto positivo del mayor gasto público (0,2pp en 2018 y 0,3pp en 2019)
- Aumenta la probabilidad de que la inflación rebase temporalmente el objetivo de la Fed, pero seguirá contenida

China: Crecimiento estable y menor incertidumbre política

China: Crecimiento del PIB

(% a/a)



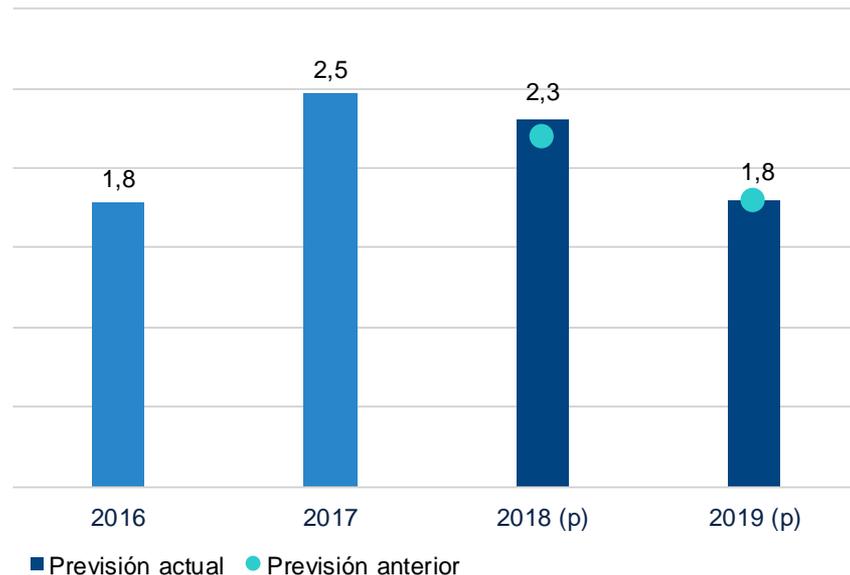
(p) Previsión
Fuente: BBVA Research a partir de CEIC

- La **fortaleza del crédito y de las exportaciones** han contribuido a estabilizar la economía en 1T18
- **Sin cambios en el escenario:** moderación del crecimiento a lo largo del año debido a las medidas económicas más prudentes
- **Aumenta la probabilidad de aplicar reformas estructurales a medio plazo** y atajar las vulnerabilidades financieras
- El **creciente proteccionismo** amenaza la sostenibilidad de las exportaciones

Eurozona: Panorama ligeramente más favorable en el corto plazo

Eurozona: Crecimiento del PIB

(% a/a)



(p) Previsión
Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

- El fortalecimiento de las exportaciones, apoyado en la mayor demanda global, contribuye a mantener el impulso en 2018
- Menor aportación de la demanda interna, aunque los fundamentales domésticos se mantienen sólidos
- La inflación subyacente continuará aumentando gradualmente, pero claramente por debajo del 2%
- La recuperación es generalizada en todos los Estados miembros, pero persiste el problema del bajo crecimiento potencial

Riesgos globales: Crecientes en el corto plazo y focalizados en EE.UU.



CHINA

- Contención de los riesgos ligados al elevado apalancamiento en el corto plazo y a la desaceleración económica
- Potencial efecto negativo de un aumento del proteccionismo

EE.UU.

- Los anuncios recientes incrementan el riesgo de proteccionismo
- La controversia política aún es elevada pese a los estímulos fiscales
- Signos de sobrevaloración de algunos activos financieros
- Riesgos asociados a la salida de la Fed (subidas agresivas de tipos ante un aumento transitorio de la inflación) y su impacto en el mercado de bonos

EUROZONA

- Aumento de la incertidumbre política tras las elecciones en Italia
 - Italia: incertidumbre sobre la formación del nuevo gobierno. Riesgo de una política que dificulte el proyecto europeo
 - *Brexit*: dudas sobre la futura relación comercial
- Gestión de la normalización de la política monetaria



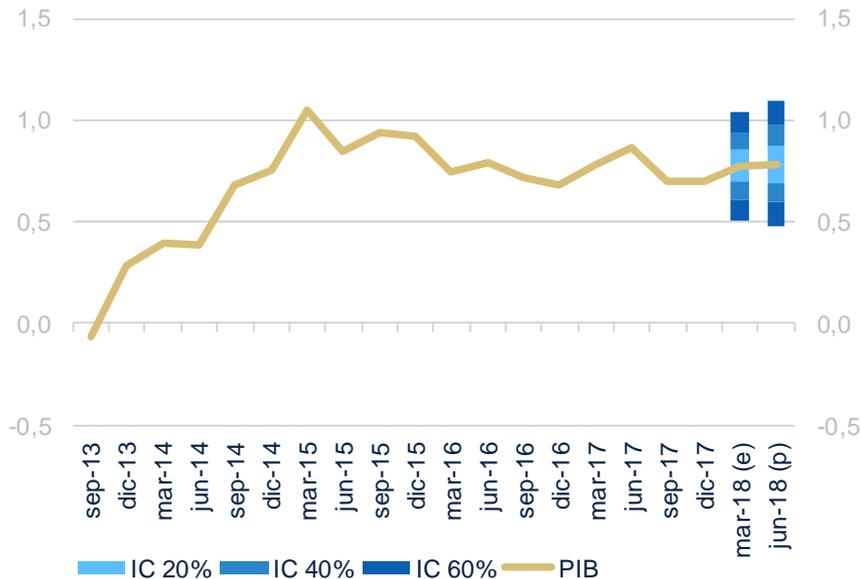
02

Situación España 2T18

Sesgos al alza en el corto plazo

Crecimiento del PIB

Previsión del modelo MICA-BBVA (% t/t)



(e) Estimación

(p) Previsión

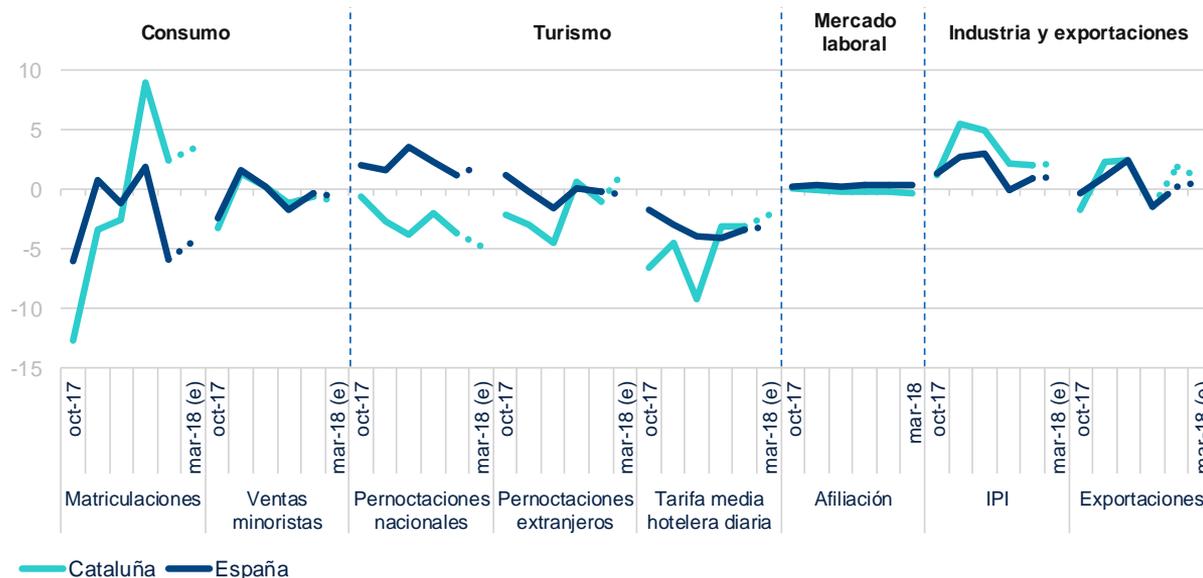
Fuente: BBVA Research a partir de INE

- Las estimaciones indican que el crecimiento del PIB se habría acelerado, y mejoraría las previsiones hechas hace tres meses
- A pesar de la incertidumbre de política económica, la economía podría avanzar en torno al 0,8% t/t en promedio durante 1S18

Cataluña: Impacto de la incertidumbre en línea con lo esperado

Datos observados y previsiones en un escenario sin incertidumbre

Diferencia mensual entre el dato bruto observado y el previsto con información hasta sep-17 (pp)



Intenso, pero temporal

Aumento del ahorro precautorio e impacto negativo en algunos sectores

Limitado geográficamente

Principalmente, en Cataluña

Mayor en el turismo

La actividad se ha recuperado, pero los precios aún no

Parcialmente compensado por la demanda externa

El aumento de la producción industrial y de las exportaciones responde a un mayor crecimiento en el resto del mundo

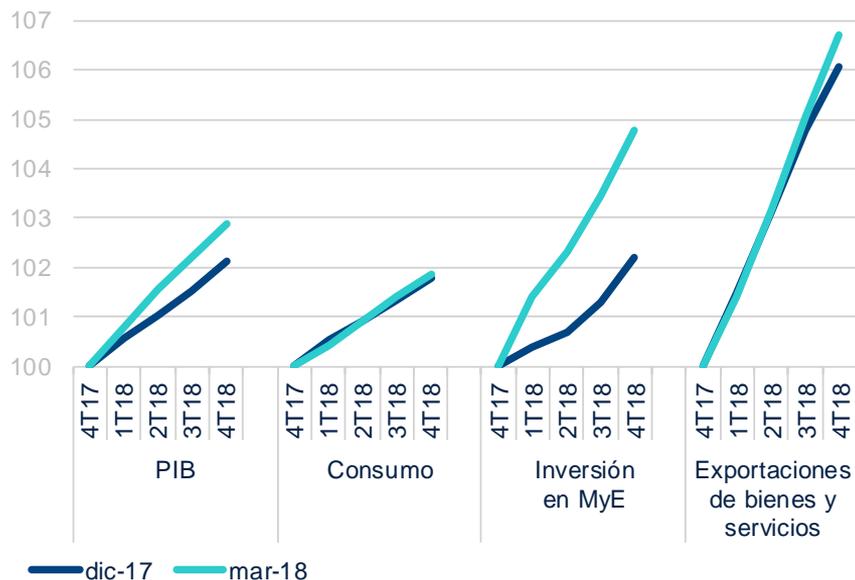
(e) Estimación

Fuente: BBVA Research a partir de INE, DGT, Datacomex y Seguridad Social

Exportaciones e inversión lideran el crecimiento

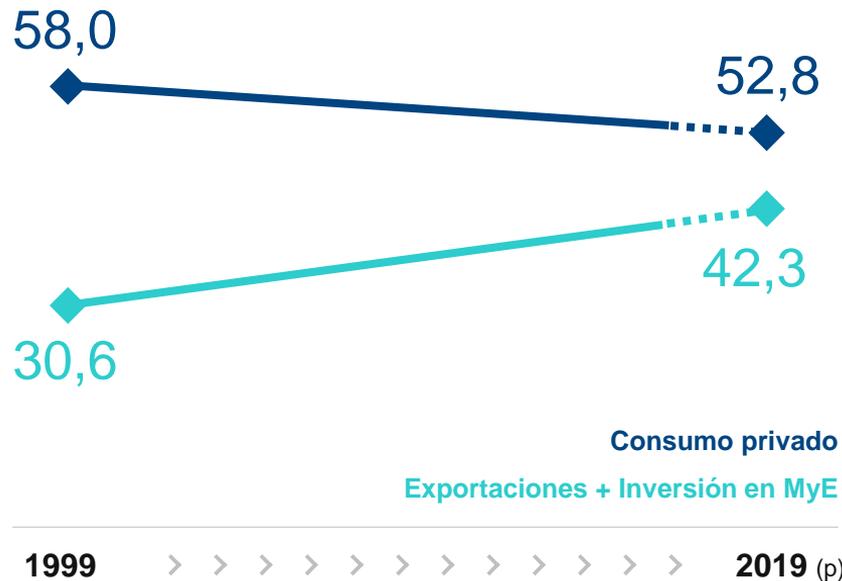
Evolución prevista de los componentes de la demanda

(4T17=100)



Cambios en la composición de la demanda

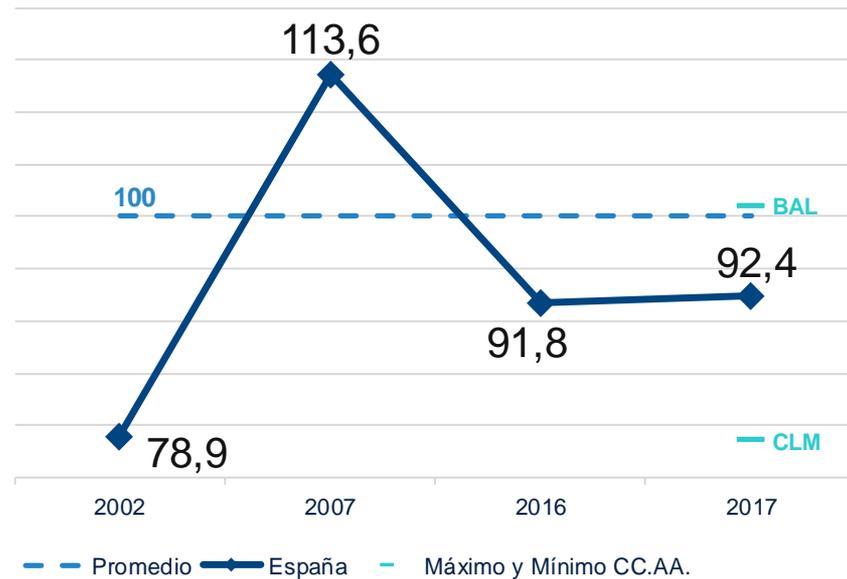
(% del PIB)



La recuperación del mercado inmobiliario continúa

Ratio entre precios de la vivienda e ingresos salariales por hogar

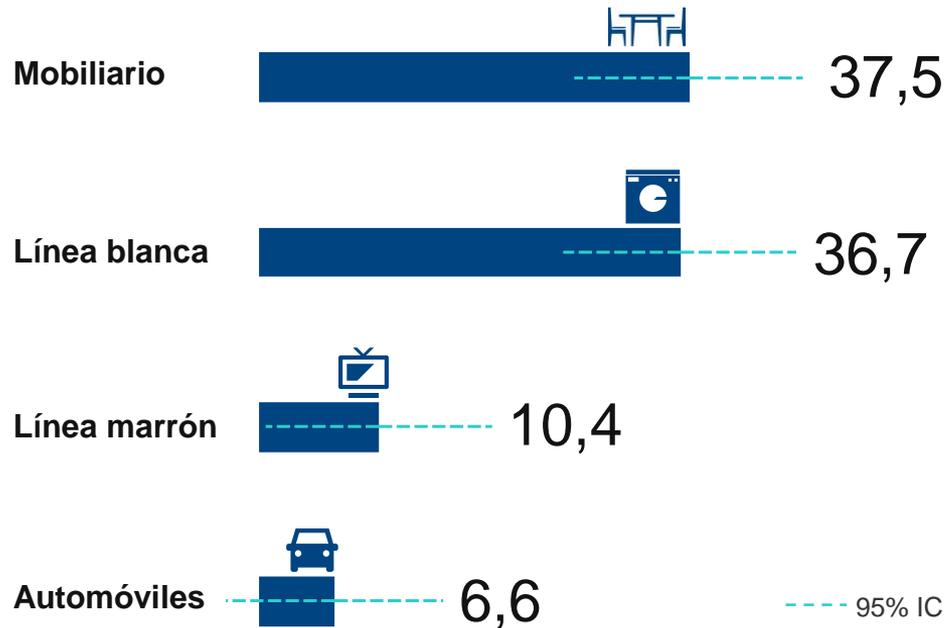
(Promedio 2002-2017=100)



- Pese a la incertidumbre de política económica y la reciente desaceleración, **el horizonte es positivo para el sector**
- Los precios están empezando a **crecer** en línea con los ingresos medios de las familias, pero todavía están lejos respecto a los niveles precrisis
- Las **condiciones de financiación se mantendrán favorables** y la construcción impulsará la creación de empleo, mientras que el turismo perderá dinamismo

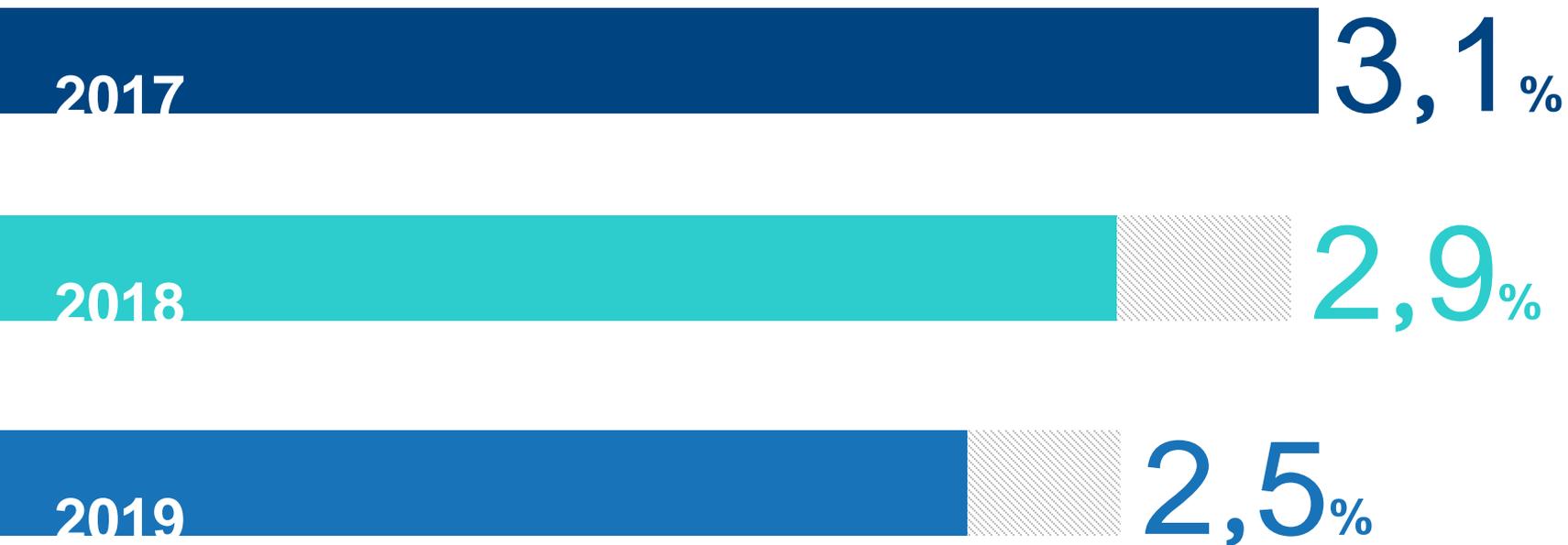
El impulso del sector inmobiliario apoyaría el crecimiento del gasto en ciertos bienes, en un entorno de desaceleración del consumo

Efecto de la compra de vivienda sobre el consumo (%)



- El gasto de un hogar aumenta en torno a un 20% cuando adquiere una vivienda, con independencia de los cambios que tengan lugar en el tamaño de la unidad familiar, los ingresos o la situación laboral de sus miembros
- El “*efecto propiedad*” alcanza el 35% en el caso del mobiliario y la línea blanca
- La recuperación del sector inmobiliario contribuirá al incremento de las compras de muebles y electrodomésticos

Revisión al alza en las previsiones de crecimiento para 2018 y 2019



2018-2019: El entorno externo apoyará el crecimiento



Precios del petróleo

Todavía bajos (respecto a 2014), a pesar de la tendencia al alza



Tipo de cambio

La apreciación tendrá un impacto limitado para España, pero puede afectar a algunas regiones, sectores y empresas



Crecimiento global

Mejora de las perspectivas para Europa y EE.UU.
Una recuperación global más sincronizada es positiva para España dada la diversificación de las exportaciones



Política monetaria

Salida del BCE muy gradual.
Tipos de interés reducidos a largo plazo



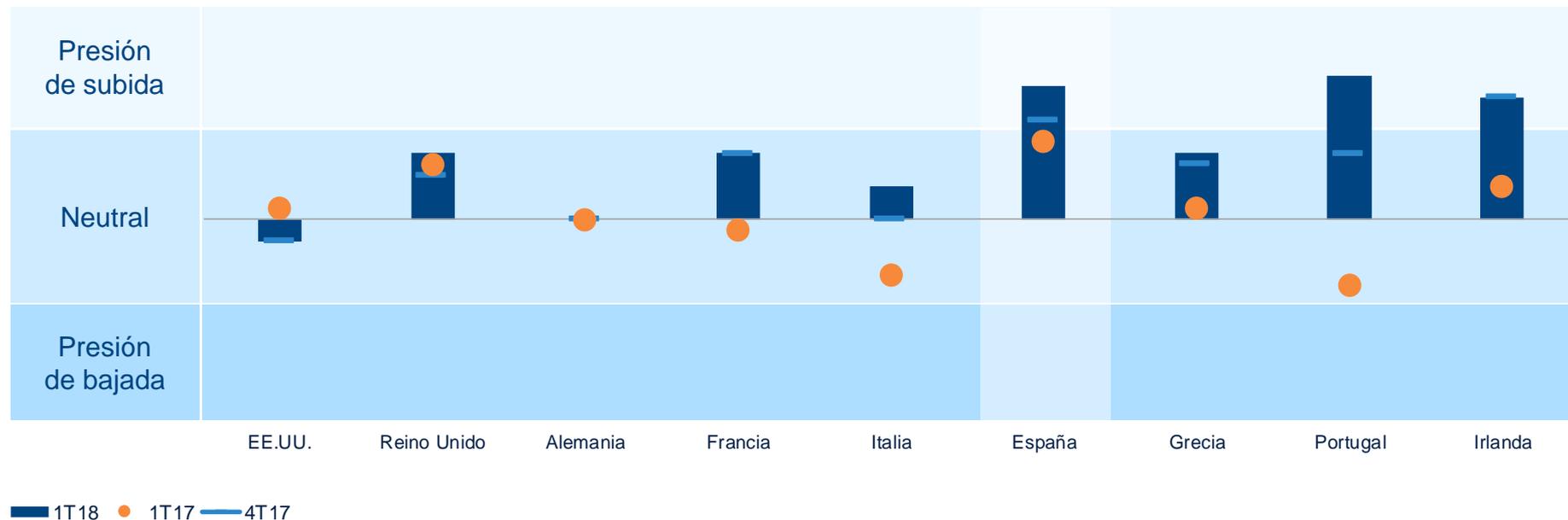
Prima de riesgo

Revisión a la baja en el coste de financiación a largo plazo

Un desempeño global mejor de lo esperado ha sido clave

Indicador de presión de mercado sobre el *rating* soberano

(Diferencial entre el *rating* del CDS implícito y el *rating* del soberano según clases; media trimestral)

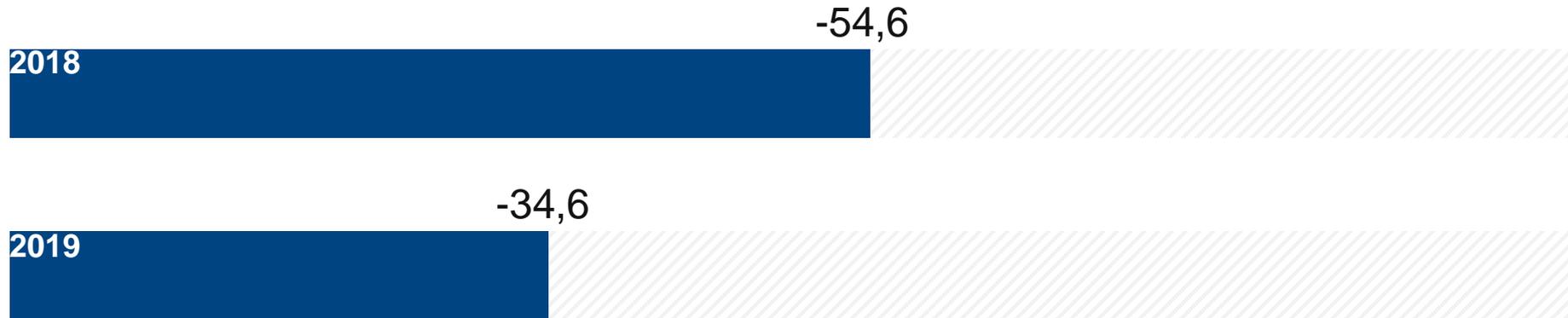


La política monetaria continuará siendo expansiva

Revisión a la baja de la prima de riesgo

(Desviación respecto al escenario base en pb)

Se reduce el coste de financiación a largo plazo



Impacto moderado de la apreciación del tipo de cambio del euro

España: Simulación de una apreciación del 10% en el tipo de cambio euro-dólar*

(Desviación respecto a los niveles del escenario base en pp durante el primer año)

 PIB	>	-0,6
 Exportaciones	>	-2,6
 Tipo de cambio efectivo nominal	>	3,6



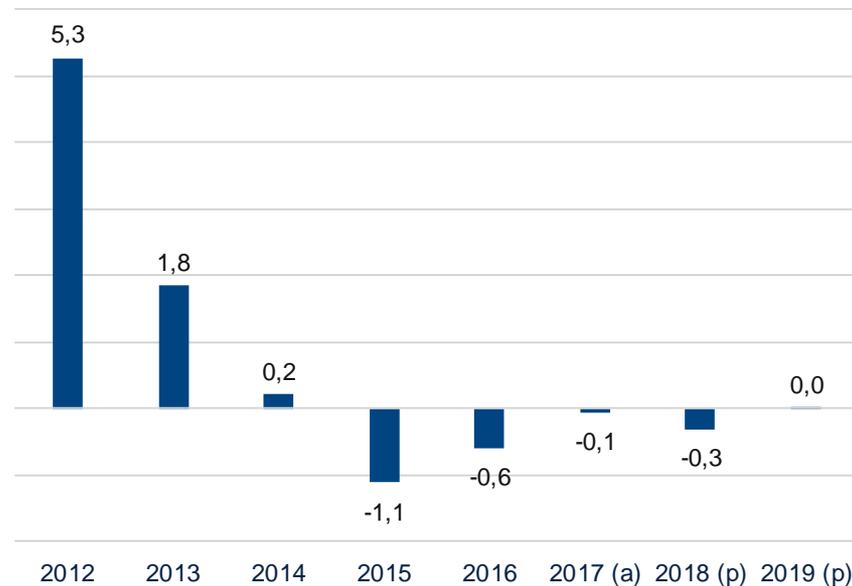
Las empresas, sectores y regiones con una mayor exposición al resto del mundo pueden verse más afectadas por las expectativas de un euro más fuerte

(*) El escenario de BBVA Research contempla una apreciación promedio del tipo de cambio euro-dólar del 9,0% en 2018 y del 2,5% en 2019
Fuente: BBVA Research

La política fiscal será ligeramente expansiva

Cambios en el saldo primario estructural*

(Excluidas las ayudas al sector financieras, pp del PIB)



(a) Avance

(p) Previsión

(*) No se incluyen las medidas que pudieran aprobarse en los Presupuestos Generales del Estado para 2018

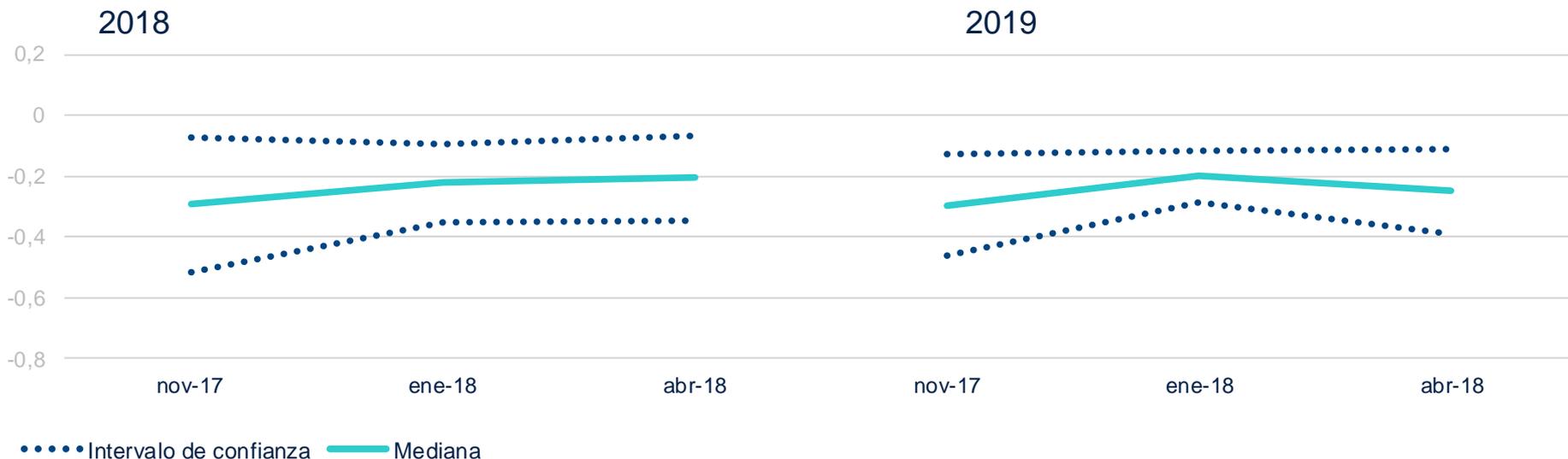
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP e INE

- La recuperación en la actividad económica podrían no ser suficiente para alcanzar los objetivos de estabilidad, dadas las nuevas medidas de expansión del gasto de inversión
- De ser aprobadas, las medidas incluidas en los Presupuestos Generales del Estado 2018 presentados por el Gobierno **aumentarían el impulso fiscal y la probabilidad de incumplimiento; y podrían llevar a un crecimiento mayor al 2,9% en 2018**

Riesgos internos: Incertidumbre de política económica

Respuesta del PIB a los *shocks* de incertidumbre de política económica

(% a/a, desviación del escenario base)

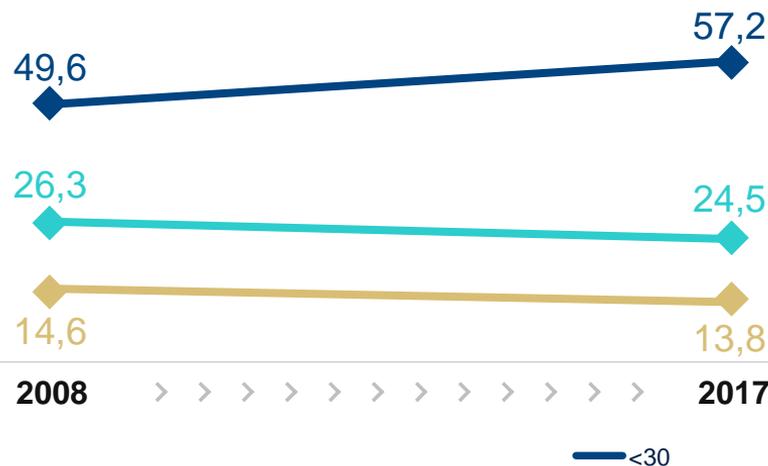


La incertidumbre, aunque sigue siendo alta, ha disminuido, tal y como se esperaba en noviembre. Su impacto también ha estado en línea con las estimaciones de BBVA Research

Retos: Avanzar hacia un mercado de trabajo más inclusivo

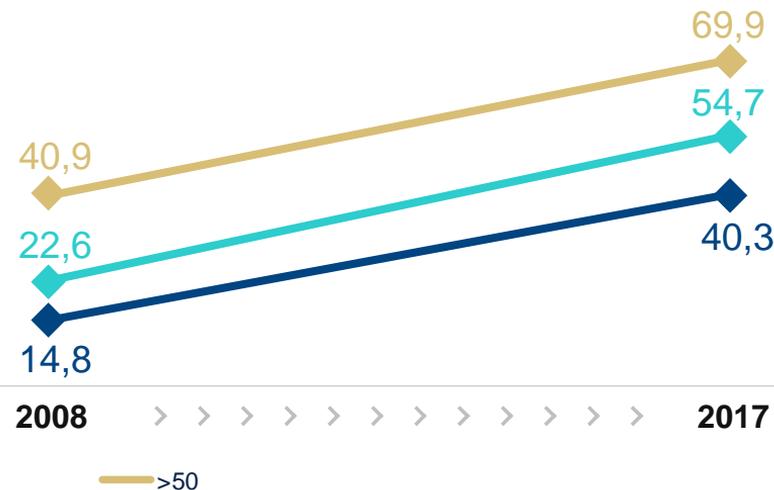
Tasa de temporalidad por grupo de edad

(% de asalariados)



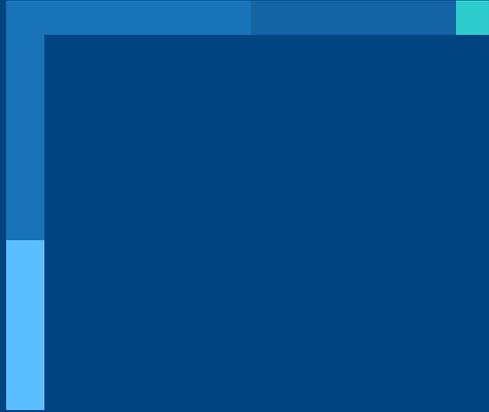
Incidencia del desempleo de larga duración por grupo de edad

(Parados durante al menos 12 meses/total de parados, %)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

La flexibilidad del mercado laboral español aumentó tras las reformas adoptadas desde 2012, pero el grado de seguridad del empleo no ha mejorado significativamente. Los trabajadores más jóvenes y los de más edad son los que menos se han beneficiado de la recuperación



03

Previsiones

Cambios en nuestras previsiones

Los fundamentos todavía apoyan una recuperación relativamente fuerte

% a/a	2017	2018 (p)	2019 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	2,2	2,1	2,0
Consumo privado	2,4	2,2	2,0
Consumo público	1,6	1,7	1,9
Formación Bruta de Capital Fijo	5,0	4,8	5,4
Equipo y Maquinaria	6,2	5,2	5,3
Construcción	4,6	4,7	5,4
Vivienda	8,3	6,1	5,6
Otros edificios y Otras Construcciones	1,5	3,4	5,2
Demanda interna (*)	2,8	2,6	2,6
Exportaciones	5,0	4,8	6,1
Exportaciones de bienes	5,0	5,4	6,4
Exportaciones de servicios	5,1	3,6	5,3
Servicios no turísticos	2,8	3,8	6,8
Consumo final de no residentes en el territorio económico	8,5	3,4	3,1
Importaciones	4,7	4,2	6,9
Demanda externa (*)	0,3	0,3	-0,1
PIB real pm	3,1	2,9	2,5

(*) Contribución al crecimiento del PIB

(p) Previsión

Fuente: BBVA Research a partir de INE y BdE

2018-2019: Previsiones de inflación y mercado laboral



Inflación

2018	2019
1,5%	1,6%



Crecimiento del empleo (EPA)

2018	2019
2,6%	2,3%



Tasa de paro

2018	2019
15,3%	13,7%

Mensajes clave

- El crecimiento global se mantiene robusto, pero aumenta la incertidumbre. El estímulo fiscal de EE.UU. puede apoyar el avance también en otras áreas, pero las medidas proteccionistas suponen un riesgo
- En España, los datos recientes confirman los sesgos al alza apuntados hace tres meses. Las exportaciones y la inversión repuntan, mientras que el consumo se modera
- La incertidumbre en Cataluña es elevada, pero ha decrecido, y su impacto está en línea con lo esperado: temporal (4T17), limitado a la región y con efectos en sectores específicos (turismo)
- Se revisan al alza las previsiones de crecimiento en España, hasta el 2,9% en 2018 y el 2,5% en 2019, por la mejora en los fundamentos (entorno externo favorable, política fiscal, etc.)
- Entre los riesgos internos destacan el entorno político, la relajación en el ajuste fiscal y una recuperación desigual

The logo for BBVA Research, featuring the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by the word "Research" in a smaller, lighter weight of the same font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

BBVA Research

Situación España 2T18

Abril 2018

Creando Oportunidades

Este informe ha sido elaborado por la unidad de España y Portugal

Economista Jefe de España y Portugal

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

+34 91 374 39 61

Joseba Barandiaran

joseba.barandia@bbva.com

+34 94 487 67 39

Giancarlo Carta

giancarlo.cart@bbva.com

+34 673 69 41 73

Juan Ramón García

juanramon.gi@bbva.com

+34 91 374 33 39

Antonio Marín

antonio.marin.campos@bbva.com

+34 648 600 596

Virginia Pou

virginia.pou@bbva.com

+34 91 537 77 23

Pep Ruiz

ruiz.aguirre@bbva.com

+34 91 537 55 67

Angie Suárez

angie.suarez@bbva.com

+34 91 374 86 03

Camilo Andrés Ulloa

camiloandres.ulloa@bbva.com

+34 91 537 84 73

Con la colaboración de:

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com

Agustín García

agustin.garcia@bbva.com

Rodrigo Falbo

rodrigo.falbo@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

María Martínez

maria.martinez.alvarez@bbva.com

Sistemas Financieros

José Félix Izquierdo

jfelix.izquierdo@bbva.com

BBVA Real Estate

Félix Lores

felix.lores@bbva.com

BBVA-Research

Jorge Sicilia Serrano

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech

r.domenech@bbva.com

Economía Digital

Alejandro Neut

robertoalejandro.neut@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo Plazo Global

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas

oscar.delaspena@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis

sfernandezdelis@bbva.com

Regulación Digital y Tendencias

Álvaro Martín

alvaro.martin@bbva.com

Regulación

Ana Rubio

arubiog@bbva.com

Sistemas Financieros

Olga Cerqueira

olga.gouveia@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

Nathaniel.karp@bbva.com

México

Carlos Serrano

carlos.serranoh@bbva.com

Turquía, China y Big Data

Álvaro Ortiz

alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia

Le.xia@bbva.com

América del Sur

Juan Manuel Ruiz

juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive

jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea

hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda

juliocesar.pineda@bbva.com

The logo for BBVA Research, featuring the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by the word "Research" in a smaller, lighter weight of the same font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

BBVA Research

Situación España 2T18 (Anexo)

Abril 2018

Creando Oportunidades

La demanda Europea, a favor

España: Efecto sobre el PIB del *shock* de demanda de la UEM

(Desviación respecto al escenario base en pp)

2018

0,2

Exportaciones



0,1

Demanda doméstica



0,1

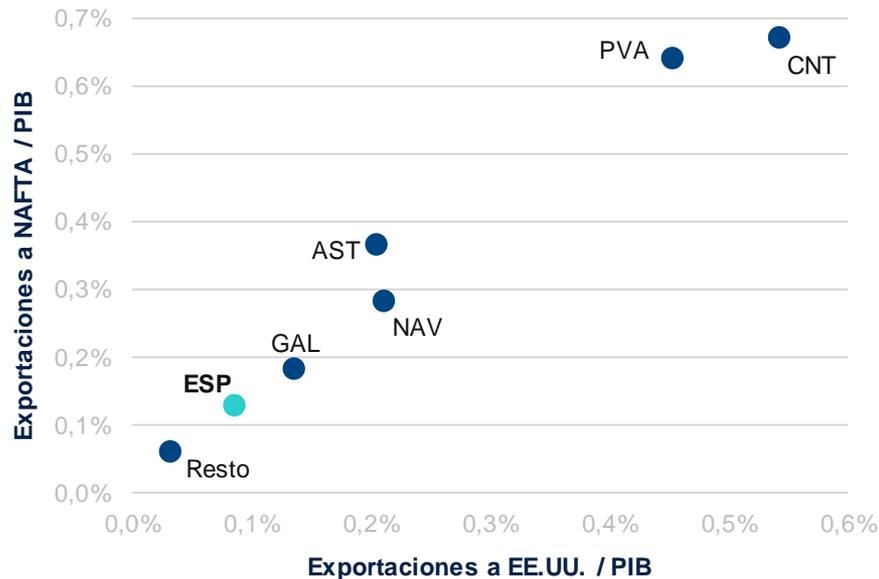
PIB



Riesgo externo: El mayor impacto podría venir por el canal indirecto

CC.AA.: Exportaciones de acero, aluminio y sus manufacturas

(% PIB regional)

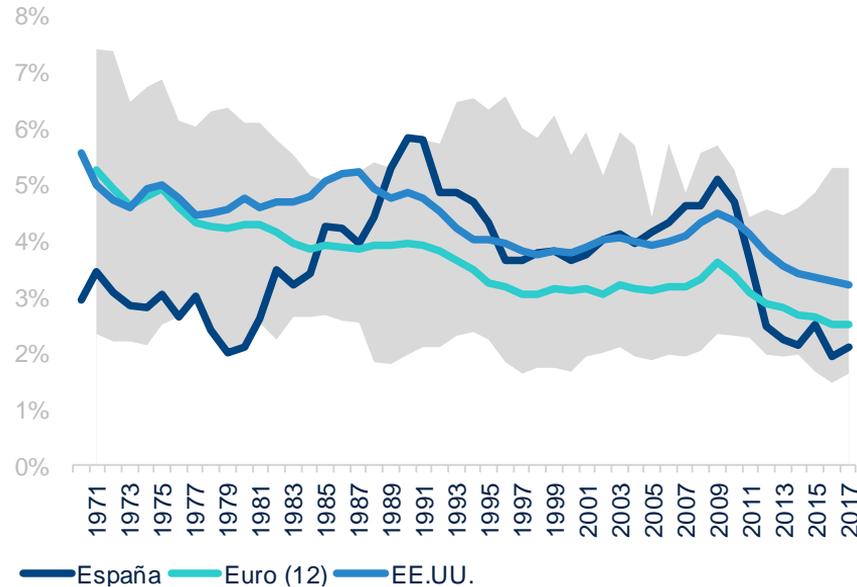


- Si se aplicaran los aranceles de EE.UU. sobre el acero, el aluminio y sus manufacturas **no tendrían un impacto directo relevante en las exportaciones españolas**
- En 2017, EE.UU. importó dichos bienes desde España por un porcentaje equivalente al **0,1% del PIB español**
- El **shock es asimétrico** en términos regionales, afectando más al País Vasco y a Cantabria (0,5% del PIB regional)

Se necesita un esfuerzo de consolidación más eficiente

Inversión pública

(% del PIB)

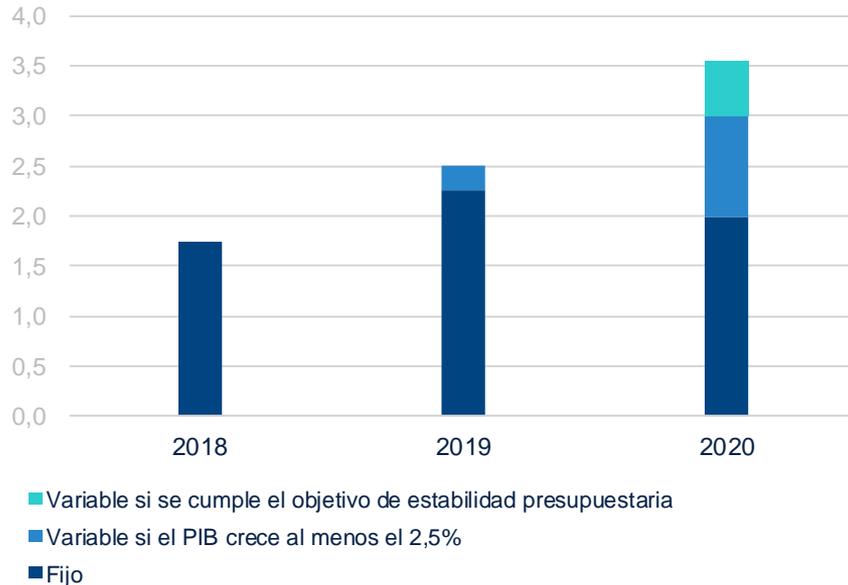


(*) Desarrollados: Bélgica, Dinamarca, Alemania, Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, Holanda, Austria, Portugal, Finlandia, Suecia, Reino Unido, Noruega, EE.UU. y Japón
Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

- Parte de la reducción del déficit público se hizo a **costa de una menor inversión**
- Más allá de la situación cíclica, esta **tendencia está también presente en otras economías desarrolladas** como resultado de:
 - Rendimientos decrecientes a escala
 - Cambios en los tipos de inversión
 - Menor inversión privada
 - Menor productividad (ausencia de reformas)
- **La competitividad podría verse afectada negativamente.** Se necesitan instituciones que permitan un uso eficiente de los recursos escasos

Impacto del acuerdo sobre los salarios públicos en el sector privado

Crecimiento salarial pactado en el sector público (2018-2020, %)

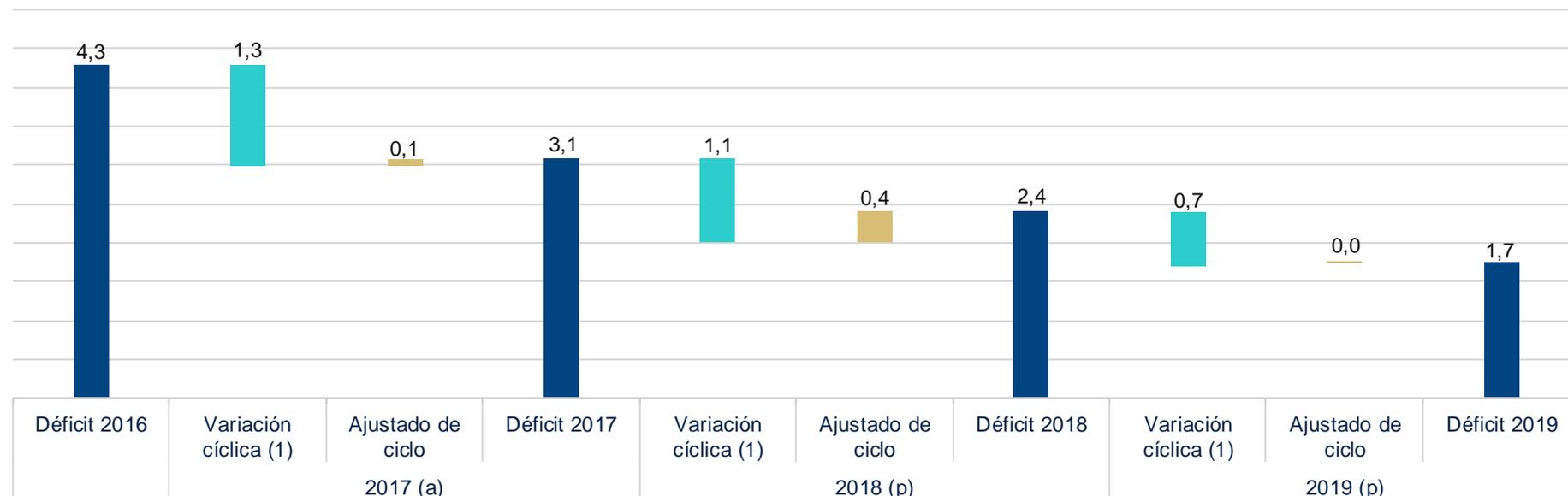


- Es probable que el crecimiento salarial pactado entre el Gobierno y las organizaciones sindicales en materia de función pública para el trienio 2018-2020 no tenga repercusiones significativas sobre las retribuciones de los trabajadores del sector privado
- La evidencia empírica muestra que en la gran mayoría de las economías desarrolladas el efecto arrastre de los salarios del sector público es limitado, en comparación con el del sector privado...
- ... y lo será todavía más debido a los efectos de la globalización, la menor presencia sindical y la reducción del tamaño del sector público

Los objetivos presupuestarios serían alcanzables con un mayor esfuerzo de contención del gasto

España: Necesidad de financiación y ajuste fiscal*

(% del PIB)



(*) Excluidas las ayudas al sector financiero

(1) Incluye cambios en la carga de intereses

(a) Avance (p) Previsión

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP e INE

Los objetivos presupuestarios son alcanzables

AA.PP.: necesidad de financiación, excluidas las ayudas al sector financiero

(2018-2020, %)

% del PIB	2016	2017 (a)	2018 (p)	2019 (p)
Remuneración de asalariados	10,8	10,6	10,5	10,4
Consumos intermedios	5,1	5,0	4,9	4,9
Intereses	2,8	2,6	2,4	2,3
Prestaciones por desempleo	1,7	1,5	1,3	1,2
Pensiones	10,9	10,7	10,6	10,5
Otras prestaciones sociales	3,0	3,1	3,0	3,0
Formación bruta de capital	2,0	2,1	2,3	2,4
Otros gastos	5,7	5,5	5,5	5,5
Gasto no financiero	42,0	41,0	40,6	40,2
Impuestos sobre la producción	11,6	11,6	11,8	11,8
Impuestos sobre la renta, la riqueza, etc.	9,9	10,2	10,4	10,5
Cotizaciones sociales	12,2	12,3	12,3	12,3
Impuestos sobre el capital	0,6	0,5	0,5	0,5
Otros ingresos	3,5	3,3	3,3	3,3
Ingresos no financieros	37,7	37,9	38,2	38,5
Necesidad de financiación	-4,3	-3,1	-2,4	-1,7
Objetivo de estabilidad	-4,2	-3,1	-2,2	-1,3

(a) Avance (p) Previsión

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP