



ISSUER RATING  
LongTerm

OUTLOOK  
Stable

Initiation date 26/10/2018  
Rating Date 26/06/2026

**Contacts**

**Lead analyst**  
Antonio Madera Del Pozo  
antonio.madera@ethifinance.com

**Committee chair**  
Brianda Torres  
brianda.torres@ethifinance.com

**Rating Action and Rationale**

EthiFinance Ratings (EFR) afirma la calificación a largo plazo del Reino de España en A+ con perspectiva Estable.

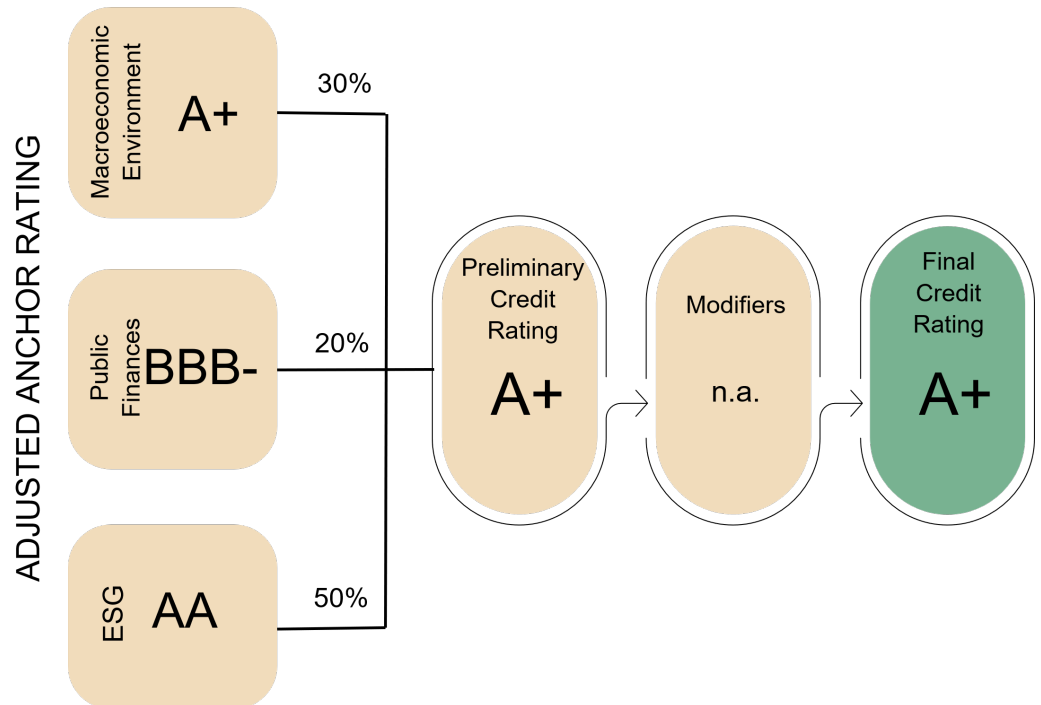
La calificación refleja una combinación equilibrada de crecimiento económico superior al de los principales pares de la zona euro, posición exterior robusta, consolidación fiscal gradual y un perfil ESG que sigue actuando como factor de soporte. No se aplican modificadores de doble-escala ni otros extraordinarios.

El perfil macroeconómico se mantiene como la principal fortaleza relativa. El PIB real creció un 2.8% en 2025 y desde EFR esperamos que se modere al 2,3% en 2026 y al 1,9% en 2027 apoyado por demanda doméstica, mercado laboral e inversión, superando el potencial estimado para la economía. La mejora fiscal continúa, pero no elimina la principal restricción de la calificación. El déficit se situó en el 2,4% del PIB en 2025 siendo previsible el mantenimiento de esta tendencia hasta el 2,5% y el 2,4% a cierre de 2026 y 2027 respectivamente. La deuda pública se reduce desde el 101,8% del PIB en 2024 hasta el 100,7% en 2025, esperando que se mantenga por debajo del 100% en 2026-2027.

No obstante, el stock de deuda sigue siendo elevado para la categoría de rating asignado, y el aumento progresivo de la carga de intereses limita la flexibilidad presupuestaria. A pesar de ello, desde EFR consideramos que la estructura de financiación amortigua parcialmente el riesgo asociado al elevado endeudamiento, al combinar plazos amplios, coste medio aún moderado y una demanda inversora diversificada.

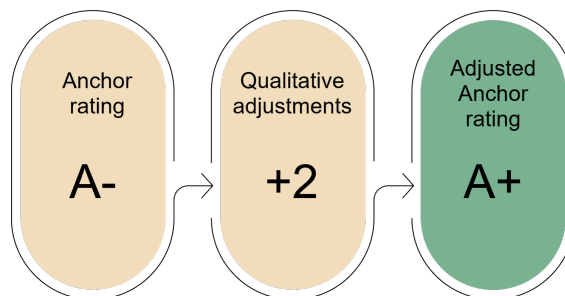
El perfil ESG se mantiene fuerte, sustentado en indicadores sociales avanzados, una estructura institucional compatible con economías desarrolladas y una trayectoria de transición energética positiva. El peso de las energías renovables alcanzó el 25,4% del consumo en 2024, si bien el desempeño medioambiental permanece por debajo del mostrado por los subpilares social y de gobernanza.

La perspectiva Estable se fundamenta en nuestra expectativa de que los principales factores de rating permanecerán constantes durante los próximos 12 meses. El escenario incorpora riesgos de inflación y geopolíticos, así como vulnerabilidades internas relacionadas con la fragmentación política, la incertidumbre presupuestaria y el bajo crecimiento de la productividad.



## Macroeconomic Environment Pillar

El pilar macroeconómico se mantiene en A+, reflejando una economía que continúa creciendo por encima de la zona euro, un mercado laboral en corrección y un saldo exterior recurrentemente positivo.



El crecimiento previsto se mantiene por encima del potencial estimado de la economía. Aunque el avance se modera tras el fuerte dinamismo de 2024-2025, el escenario central sigue siendo compatible con una expansión de la base tributaria y con una reducción gradual de desequilibrios macroeconómicos.

El mercado laboral continúa mejorando: la tasa de paro se reduce desde el 11,3% en 2024 hasta el 10,5% en 2025, siendo previsible que alcance el 9,8% en 2026 y el 9,6% en 2027. Esta evolución es positiva para la demanda interna, aunque persisten debilidades estructurales: desempleo juvenil elevado, dualidad laboral, uso de contratos fijos discontinuos y bajo crecimiento de productividad, que limitan su impacto sobre el crecimiento potencial.

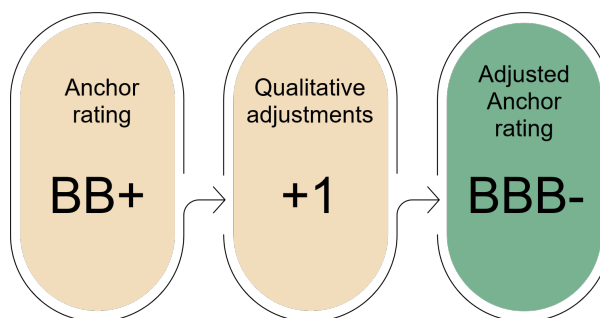
La inflación se ha moderado de forma sustancial frente al shock de 2022, con una inflación media del 2,7% en 2025, y a pesar del ligero repunte coyuntural hasta el 2,9% en 2026, desde EFR destacamos que la tendencia de corrección en torno al objetivo continúa, siendo previsible que cierre 2027 en el entorno del 2%. El sesgo de riesgo es, no obstante, al alza para 2026, por energía y presiones en servicios como consecuencia del cierre de Ormuz y su efecto sobre los mercados energéticos globales. En este sentido, el shock energético afecta sobre todo al escenario de precios y a la renta real de los hogares, mientras que las condiciones de financiación y la demanda interna no muestran un deterioro abrupto. El apoyo público de carácter temporal contiene parte del impacto inicial, aunque una extensión prolongada puede llegar a reducir el colchón fiscal.

El sector exterior constituye una fortaleza. La cuenta corriente se mantuvo en superávit del 2,9% del PIB en 2025, situación que prevemos se mantenga en el entorno del 2,2% tanto en 2026 y 2027, apoyada por servicios, turismo y una mayor capacidad exportadora. La posición de inversión internacional neta sigue siendo negativa, pero ha mejorado de forma notable desde los niveles posteriores a la pandemia.

El sistema bancario mantiene métricas sólidas: la morosidad cerró en el 2,7% en 2025, siendo previsible el mantenimiento de la tendencia de moderación hasta el 2,6% en 2026. Además de ello, se observa una ligera mejora de la rentabilidad del sistema bancario, con un ROA que se situó próximo al 1% y el CET1 alcanza el 13,9% en 2025. Desde EFR esperamos que la normalización de márgenes tras el ciclo de tipos elevados puede limitar la rentabilidad, pero no comprometer la solvencia agregada del sistema.

## Public Finance Pillar

El pilar de finanzas públicas se evalúa en BBB-, por encima del BB+ asignado en nuestra anterior revisión, como resultado de la mejora del perfil fiscal por la tendencia de moderación del déficit por debajo del 3%.



En este sentido, el déficit público se redujo desde el 3,1% del PIB en 2024 hasta el 2,4% en 2025. Esperamos que esta tendencia de moderación se mantenga, siendo previsible su cierre en el 2,5% en 2026 y 2,4% en 2027. Desde EFR subrayamos que, a pesar de que esta senda es favorable, no se puede perder de vista que depende en gran medida del

crecimiento nominal y de la recaudación, más que de una corrección estructural profunda del gasto.

La deuda pública mantiene una trayectoria descendente, apoyada por el crecimiento nominal, pero sigue siendo elevada frente a soberanos con calificaciones similares. En este sentido desde EFR destacamos su reducción desde el 101,8% del PIB en 2024 hasta el 100,7% en 2025. Esperamos que esta tendencia se prolongue hacia próximos años, siendo previsible que alcance el 99,6% en 2026 y el 98,9% en 2027.

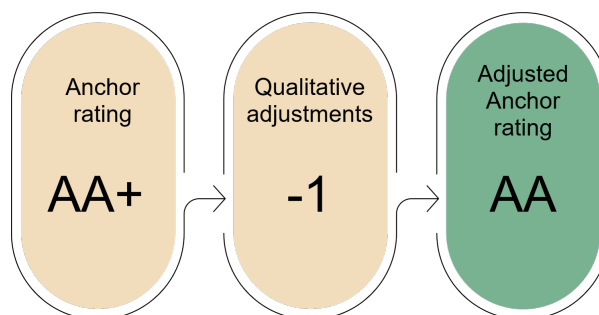
La estructura de vencimientos mitiga riesgos de refinanciación: la deuda corriente sobre deuda total permanece próxima al 5% y la estrategia de emisión ha permitido conservar un perfil temporal relativamente largo. Aun así, los pagos de intereses sobre ingresos corrientes aumentan gradualmente hasta el 6,0% en 2027, reduciendo el margen para absorber shocks.

La planificación de financiación para 2026 mantiene necesidades netas próximas a las observadas en 2025 y sigue apoyándose mayoritariamente en instrumentos de medio y largo plazo. La duración elevada, el peso reducido de la financiación a corto plazo y la presencia de inversores no residentes reduce el riesgo de refinanciación, sin neutralizar plenamente el elevado nivel de deuda.

Sin embargo, la incertidumbre presupuestaria continúa siendo un factor adverso. La fragmentación parlamentaria y la dificultad para aprobar presupuestos limitan la previsibilidad fiscal y la capacidad de orientar el gasto hacia reformas estructurales, inversión pública y prioridades de medio plazo.

## Environmental, Social and Governance Pillar

El pilar ESG se evalúa en AA. El soporte principal procede de indicadores sociales avanzados y de un marco institucional sólido en comparación internacional, mientras que el subpilar medioambiental sigue situado por debajo del conjunto del perfil ESG.



En medioambiente, España muestra avances consistentes en transición energética. La proporción de consumo de energía renovable aumentó hasta el 25,4% en 2024 y las emisiones de CO2 per cápita se redujeron hasta 4,5 toneladas en 2023. No obstante, la exposición a riesgos físicos, el estrés hídrico y la necesidad de inversión en adaptación climática justifican una valoración moderada del subpilar ambiental.

De hecho, el mayor peso de las renovables reduce la exposición relativa de España a shocks energéticos externos, aunque su impacto sobre el crecimiento potencial exigirá avances adicionales en redes, interconexiones y capacidad de almacenamiento. La emisión verde soberana refuerza la señal de financiación sostenible, si bien continúa representando una proporción acotada del endeudamiento total.

El perfil social continúa siendo una fortaleza: el HDI alcanzó 0,918 en 2023, la desigualdad medida por el índice de Gini descendió hacia 30,8 en 2025, y la participación laboral femenina mejoró hasta el 85,2% a cierre de 2025. La principal debilidad social sigue vinculada a la calidad del empleo y al desempleo estructural.

La gobernanza mantiene estándares propios de una economía avanzada, con estado de derecho, capacidad administrativa y calidad regulatoria relativamente sólidas. Sin embargo, la puntuación de estabilidad política se deteriora en la serie reciente y la fragmentación parlamentaria puede retrasar reformas y decisiones presupuestarias, penalizando por ello la calificación otorgada a este factor.

## Main Figures

Indicador	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Real GDP (% change)	6,4%	6,2%	2,7%	3,5%	2,8%	2,3%	1,9%
CPI (annual change, %)	3,1%	8,4%	3,4%	2,9%	2,5%	2,9%	2,0%
Unemployment rate (% labour force)	14,9%	13,0%	12,2%	11,4%	10,4%	9,8%	9,6%
NPLs (%)	4,2%	3,5%	3,5%	3,5%	2,7%	2,6%	-
ROA financial sector (%)	0,9%	0,9%	1,0%	0,9%	1,0%	-	-
CET1 (%)	13,3%	12,9%	13,1%	13,5%	13,9%	-	-
Current Account Balance (% GDP)	0,8%	0,6%	2,6%	2,9%	2,9%	2,2%	2,2%
NIIP (% GDP)	-69,4%	-57,7%	-51,3%	-41,0%	-44,8%	-	-
Fiscal Balance (% GDP)	-6,9%	-4,5%	-3,6%	-3,1%	-2,4%	-2,5%	-2,4%
Public Debt (% GDP)	118,3%	113,2%	107,7%	101,8%	100,7%	99,6%	98,9%
Interest / current revenues (%)	5,1%	5,7%	5,9%	6,1%	5,8%	5,9%	6,0%
Current debt / total debt (%)	6,5%	5,8%	5,3%	5,1%	5,2%	5,4%	-

## Fundamentals

### Fortalezas

- Crecimiento económico sostenido y superior al de la mayoría de pares de la zona euro.
- Saldo por cuenta corriente recurrentemente positivo y mejora gradual de la posición exterior neta.
- Sistema financiero con morosidad decreciente, rentabilidad adecuada y ratios CET1 sólidos.
- Perfil ESG de soporte, especialmente en indicadores sociales y capital humano.
- Perfil de vencimientos de deuda favorable, que reduce los riesgos inmediatos de refinanciación.
- Acceso fluido a mercado, base inversora internacional diversificada y coste medio de la deuda aún moderado.

### Debilidades

- Deuda pública todavía elevada para la categoría de rating.
- Consolidación fiscal incompleta y dependiente de crecimiento nominal y recaudación cíclica.
- Riesgo de que las medidas de apoyo energético pierdan carácter temporal o focalizado, con impacto sobre el margen fiscal.
- Carga de intereses al alza, con impacto gradual sobre la flexibilidad presupuestaria.
- Fragmentación política e incertidumbre presupuestaria que limitan la capacidad de reforma.
- Mercado laboral con desempleo estructural, baja productividad y retos de calidad del empleo.

## Outlook

La perspectiva Estable refleja la expectativa de que los fundamentos del rating permanezcan estables en los próximos 12 meses. La fortaleza macroeconómica, la posición exterior y el perfil ESG compensan la elevada deuda pública, la consolidación fiscal gradual y las limitaciones institucionales asociadas a la fragmentación parlamentaria. No obstante, la demanda inversora y el perfil de vencimientos reducen los riesgos inmediatos de refinanciación. En sentido contrario, una crisis energética más duradera o medidas fiscales poco focalizadas podrían tensionar el equilibrio entre crecimiento, inflación y consolidación.

## Sensitivity Analysis

### Factores positivos

Una mejora de rating podría materializarse si la deuda pública se reduce de forma sostenida por debajo del 90% del PIB, acompañada de una consolidación fiscal estructural creíble, reducción del desempleo estructural por debajo del 9% y avances en productividad y crecimiento potencial.

### Factores negativos

Una presión a la baja podría derivarse de una reversión de la consolidación fiscal, un crecimiento económico materialmente inferior al previsto, un repunte persistente de la inflación que erosione competitividad o un deterioro institucional que afecte a la previsibilidad presupuestaria y de reformas.

## Modifiers

No se aplican modificadores. No se han identificado eventos extraordinarios con impacto inmediato sobre la capacidad o voluntad de pago del soberano, ni ajustes estadísticos finales necesarios para corregir distorsiones del modelo.

## Rating Committee

El comité de rating ha acordado mantener la calificación del Reino de España de A+ con tendencia estable. Los principales puntos discutidos sobre el comité han versado sobre el potencial de crecimiento económico y su impacto en la capacidad recaudatoria, el proceso de consolidación fiscal y la gestión de la deuda pública, y la fragmentación parlamentaria, entre otros.

## Sources of information

The credit rating issued in this report is unsolicited. The main sources of information used are the following:

1. Public information from public access sources, mainly official statistics institutes, central banks, and other government sources, in addition to the OECD, Eurostat, World Bank, European Central Bank and International Monetary Fund, among others.
2. Own information of EthiFinance Ratings.

The information was thoroughly reviewed to ensure that it is valid and consistent, and is considered satisfactory. Nevertheless, EthiFinance Ratings assumes no responsibility for the accuracy of the information and the conclusions drawn from it.

Level of the rated entity participation in the rating process

Unsolicited Credit Rating	
With Rated Entity or Related Third Party Participation	NO
With Access to Internal Documents	NO
With Access to Management	NO

## Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are :
  - Sovereign Rating Methodology : [https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA\\_157\\_V2\\_Sovereign-Rating-Methodology.pdf](https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_157_V2_Sovereign-Rating-Methodology.pdf)
- The rating scale used in this report is available at <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>.
- EthiFinance Ratings publishes data on the historical default rates of the rating categories, which are located in the central statistics repository CEREP, of the European Securities and Markets Authority (ESMA).
- In accordance with Article 6 (2), in conjunction with Annex I, section B (4) of the Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, it is reported that during the last 12 months EthiFinance Ratings has provided ancillary services to related third parties of the rated entity, but not to the rated entity. However, according to our Conflict of Interest Policy, it does not involve a conflict of interest, since the aggregate sale does not exceed 5% of net turnover.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

### Conditions of Use for this document and its content:

For all types of Ratings that ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (the "AGENCY") issues, the User may not, either by themselves or via third parties, transfer, sublease, sublicense, sell, extract, reuse, or dispose of in any other way the content of this Document to a third party, either for free or for consideration.

For the purpose of these Conditions of Use, any client who might have subscribed for a product and/or a service that allows him to be provided with the content of this Document as well as any privileged person who might access the content of this Document via [www.ethifinance.com](http://www.ethifinance.com) shall be considered as a User.

Nor may they alter, transform or distort the information provided in any way. In addition, the User will also not be permitted to copy and/or duplicate the information, nor create files which contain the information of the Document, either in its entirety or partially. The Document and its source code, regardless of the type, will be considered as the elaboration, creation, or work of the AGENCY and subject to the protection of intellectual property right regulation. For those uses of this Document which are permitted, the User is obliged to not allow the removal of the copyright of the AGENCY, the date of the Document's issuance, the business name as established by the AGENCY, as well as the logo, brands and any other distinctive symbol which is representative of the AGENCY and its rights over the Document. The User agrees to the conditions of Use of this Document and is subject to these provisions since the first time they are provided with this Document no matter how they are provided with the document. The Document and its content may not be used for any illicit purpose or any purpose other than those authorised by the AGENCY. The User will inform the AGENCY about any unauthorised use of the Document and/or its content that may become apparent. The User will be answerable to the AGENCY for itself and its employees and/or any other third party which has been given or has had access to the Document and/or its content in the case of damages which arise from the breach of obligations which the User declared to have read, accepted and understood upon receiving the Document, without prejudice to any other legal actions that the AGENCY may exercise in defence of its lawful rights and interests. The Document is provided on the acceptance that the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as

statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and credit rating prospects issued by the AGENCY are considered to be its own opinion, so it is recommended that the User take it as a limited basis for any purpose that it intends to use the information for. The analyses do not address the suitability of any value. The AGENCY does not act as a fiduciary or an investment advisor, so the content of the Document should not be used as a substitute for knowledge, criteria, judgement or experience of the User, its Management, employees, advisors and/or clients in order to make investment decisions. The AGENCY will devote every effort to ensure that the information delivered is both accurate and reliable. Nonetheless, as the information is elaborated based on data supplied by sources which may be beyond the control of the AGENCY, and whose verification and comparison is not always possible, the AGENCY, its subsidiaries, and its directors, shareholders, employees, analysts and agents will not bear any responsibility whatsoever (including, without any limitations, loss of revenue or income and opportunity costs, loss of business or reputational damage or any other costs) for any inaccuracies, mistakes, noncorresponding information, incompleteness or omission of data and information used in the elaboration of the Document or in relation to any use of its content even should it have been warned of potential damages. The AGENCY does not make audits nor assume the obligation of verifying independent sources of information upon which the ratings are elaborated. Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. We would like to inform that the personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: <https://www.ethifinance.com/> in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail [dpo@ethifinance.com](mailto:dpo@ethifinance.com). Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid