

ISSUER RATING
Long termOUTLOOK
StableInitiation date 26/10/2018
Rating date 19/01/2024

Contacts

Lead analyst

Antonio Madera Del Pozo
antonio.madera@ethifinance.com

Committee chair

Guillermo Cruz Martinez
guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

EthiFinance Ratings confirma la calificación crediticia no solicitada del Reino de España de “A-” con tendencia Estable.

Nuestra confirmación de la calificación se sustenta en el mantenimiento del perfil de riesgos del Reino de España recogido en nuestro anterior informe (julio de 2023), en el que ya contemplábamos una revisión al alza de las previsiones de crecimiento del PIB hasta el 2,4% para este año y un mantenimiento de la tendencia de corrección de la inflación hasta el 3,4% (dato recientemente confirmado), con una inflación subyacente que continúa mostrando una clara tendencia de desaceleración aunque todavía alejada del objetivo de inflación a largo plazo establecido por el banco central.

Sin embargo desde EthiFinance Ratings subrayamos la persistencia de riesgos a la baja sobre el desempeño económico que podrían terminar teniendo un impacto sobre la calificación: en primer lugar, el empeoramiento de los riesgos geopolíticos tanto en Europa como en Oriente Medio ya que podría tener un efecto negativo sobre la corrección de la inflación e incluso retardar una política monetaria más laxa; en segundo lugar una desaceleración económica más profunda de la proyectada (se estima un crecimiento para España del 1,7% para 2024, ligeramente superior al estimado para sus principales socios europeos); en tercer lugar, el mantenimiento de unos elevados tipos de interés por demasiado tiempo dado su negativo efecto en el acceso a la financiación de familias y empresas, situación que también deterioraría el perfil financiero del soberano dados los elevados niveles de deuda que presenta; y en último lugar, una fragmentación parlamentaria que dificulte el buen desarrollo de la legislatura comenzada en el último trimestre de 2023 y que pueda terminar afectado a la seguridad que brinda el marco institucional.

No obstante, y como ya apuntábamos en nuestro anterior informe, nuestra calificación considera positivamente el efecto de los Fondos NGEU sobre el potencial de crecimiento en el medio/largo plazo de la economía, desembolso que, no obstante, se encuentra condicionado a la implementación de reformas estructurales que, en ausencia de estabilidad gubernamental, podrían terminar siendo postergadas en el tiempo.

Resumen ejecutivo

En 2023 el crecimiento económico mundial se ha debilitado, siendo más acusado en los países desarrollados (Alemania: -0,3% y Francia: 1%) y, sobre todo, la zona euro (0,6%) como consecuencia del endurecimiento de las condiciones financieras y los elevados y persistentes niveles de inflación.

España ha continuado mostrando mayor resiliencia por el buen comportamiento del consumo privado. Ello ha permitido revisar al alza nuestras previsiones de crecimiento en dos ocasiones hasta el 2,4% con el que estimamos haya cerrado el año 2023. En este sentido cabe destacar los datos reales conocidos para los tres primeros trimestres del año (0,4%, 0,4% y 0,3% en términos intertrimestrales) superando al conjunto del área del euro. De cara al cuarto trimestre esperamos que haya continuado la pérdida de dinamismo que venimos observando, siendo nuestra estimación la de una tasa de crecimiento del 0,2%.

Para 2024 estimamos que el crecimiento se situará en el 1,7% como consecuencia de la menor resiliencia de la demanda interna que muestra síntomas de agotamiento por el endurecimiento de las condiciones financiera, la elevada inflación y la expiración de las rebajas fiscales. A todo ello se une el previsible menor consumo público por la cercanía en la reactivación de las reglas fiscales. Para 2025 esperamos que la economía recupere dinamismo y crezca en torno al 2% gracias al empuje que supondrá la relajación de las condiciones financieras en la zona euro que esperamos observar a finales del segundo semestre de 2024.

Desde EthiFinance Ratings destacamos la favorable evolución mostrada por el mercado laboral, que cerró el año con una afiliación histórica de 20,8 millones de trabajadores y una tasa de paro inferior al 12% (EPA de septiembre), tasa que esperamos haya repuntado hasta el entorno del 12,1% en el cuarto trimestre del año. Sin embargo, la resiliencia del empleo pone de relieve una más que acusada pérdida de productividad, este hecho junto con riesgos geopolíticos (guerra en Ucrania y el conflicto en Oriente), la pérdida de poder adquisitivo de los hogares y la fragmentación parlamentaria que pudiera posponer la recepción de los fondos EU Next Generation son los principales desafíos de cara a este nuevo año.

En lo que respecta al sector exterior, la normalización de los precios en los mercados energéticos junto con la buena evolución del turismo han sido las palancas que sustentan el mantenimiento del superávit por cuenta corriente que estimamos haya superado 1,3% del PIB en 2023. Para 2024 esperamos una ligera contracción como consecuencia del previsible encarecimiento de los precios del petróleo.

En cuanto a las finanzas públicas y ante la ausencia de un nuevo presupuesto para 2024 dado el *impasse político* registrado en el último trimestre de 2023, nuestra calificación tiene en cuenta que España continúa presentando unos niveles de deuda y déficit público elevados, un importante constringente de la calificación y un punto de vulnerabilidad ante la reactivación de las reglas fiscales.

En este sentido esperamos que el déficit público haya cerrado el año 2023 en el entorno del -4,3% del PIB, alejado del

objetivo del 3,9% indicado en el Plan de Estabilidad. Para 2024 esperamos observar una corrección hasta el -3,8% del PIB, entre otros por la expiración de las rebajas fiscales que se estiman hayan totalizado los 8.400 millones de euros. No obstante el dato todavía se encuentra alejado del 3% marcado por el Ejecutivo para el conjunto de las AAPP en su Plan de Estabilidad, esta situación no será baladí habida cuenta de la reactivación de las reglas fiscales, por lo que será necesario adoptar una senda de reducción de déficit y deuda con el fin de mejorar el exiguo margen fiscal que presenta España en la actualidad

La deuda pública de España ha disminuido al 109,8% del PIB al cierre del tercer trimestre de 2023, alejada del máximo del 125,3% registrado en 2021, básicamente por el efecto del incremento del PIB ya que la deuda en términos absolutos ha continuado creciendo dada la ausencia de superávit primario. Cuestión a parte es la relativa al coste de la deuda. En este sentido se observa un importante repunte del coste medio hasta el 2,08%, por encima del 1,64% presentado en 2021. De hecho, las nuevas emisiones de deuda se estarían realizando al 3,6% por el endurecimiento de las condiciones financieras y no tanto por el comportamiento de la prima de riesgo. A pesar de ello es positivo destacar que el alargamiento de la vida media de la deuda (que se situó en 7,88 años a cierre de 2023) y el controlado perfil de vencimientos a corto plazo (por debajo del 14% de la deuda, alejado de casi el 20% que presenta Alemania) está permitiendo que el coste actual todavía se encuentre alejado del pico registrado en el año 2011 (4%), aunque no podemos perder de vista que el volumen de deuda presentado en aquel momento era sensiblemente inferior, por lo que el ratio de intereses sobre ingresos corrientes sí que estaría repuntando y aproximándose a los niveles presentados en 2018 (en torno a 6x ingresos corriente).

Finalmente, y en lo que respecta al marco institucional, nuestra calificación es sensible a la fragmentación parlamentaria resultante de los comicios celebrados en julio de 2023, y aunque finalmente ha sido posible la formación de gobierno bajo el mandato del actual presidente, las tensiones internas de su principal socio de gobierno (SUMAR) que han supuesto la salida de los diputados de Podemos al grupo mixto junto con las tensiones derivadas de las negociaciones con Junts por sus implicaciones sobre la seguridad del marco institucional, son factores de riesgo a tener en cuenta de cara a la futura aprobación de presupuestos generales y las reformas estructurales que se hagan necesarias para cumplir con los requisitos exigidos por Bruselas para el desembolso de los fondos EU Next Generation, todo ello además en un momento en el que la reactivación de las reglas fiscales exigirá la adopción de medidas que aseguren una senda creíble de reducción de déficit y deuda pública.

Fundamentos

Fortalezas

- Resiliencia económica mostrada en 2023, con un crecimiento económico que se ha situado por encima del presentado por sus principales socios europeos.
- La inflación general mantiene la senda corrección lo que le permite cerrar el año en un dato medio del 3,4%. Para 2024 se espera que el dato prácticamente se mantenga como consecuencia del efecto base y los recientes acontecimientos geopolíticos que están incrementando los precios del comercio marítimo mundial.
- Impacto de los fondos EU Next Generation sobre el potencial de crecimiento económico en el medio y largo plazo al ser España el segundo mayor beneficiario de los mismos y al implicar reformas estructurales que tendrán efectos positivos sobre el crecimiento potencial y la sostenibilidad de las finanzas públicas.
- Mercado laboral resiliente -afiliación en máximos históricos- aunque con una notable pérdida de productividad y un recurrente problema de temporalidad principalmente sobre la población más vulnerable.

Debilidades

- Desaceleración del crecimiento económico de los principales socios europeos como consecuencia de la política monetaria restrictiva y el débil desempeño del sector manufacturero.
- Déficit fiscal y deuda pública elevados, con una reducción basada principalmente en factores coyunturales (mayor recaudación e inercia del PIB), posicionando las finanzas públicas en una situación de vulnerabilidad ante la reactivación de las reglas fiscales.
- Mantenimiento de altas tasas de desempleo relacionadas con problemas estructurales del mercado laboral, siendo la tasa española la más elevada de la eurozona, principalmente acusada en el caso del desempleo juvenil.
- Elevada tasa de dependencia agravada por el envejecimiento de la población, lo que supone un riesgo futuro para las finanzas públicas.
- Fragmentación parlamentaria que favorece la inestabilidad gubernamental y afecta negativamente a la calidad del marco institucional, dificultando la adopción de medidas estructurales que puedan hacerse necesarias para lograr una senda de reducción del déficit y deuda pública.

Principales magnitudes

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
PIB real (% cambio)	2,2%	-11,3%	5,5%	5,5%	2,4%	1,7%
PIB per cápita (corriente, €)	26.425	23.668	25.204	27.312	29.481	30.713
IPC (variación anual, %)	0,9%	-0,3%	3,1%	8,4%	3,4%	3,3%
Tasa de desempleo	13,7%	16,1%	14,8%	12,9%*	12,1%	12,1%
Población en riesgo de exclusión	25,3%	26,4%	-	-	-	-
Población (miles habitantes)	47.134	47.382	47.619	47.857	48.225	48.369
Ratio dependencia (<19 y >65 años/20-64 años)	54,3%	54,2%	54,0%	54,2%	-	-
NPLs	4,9%	4,5%	4,4%	3,9%	-	-
ROA (sector financiero)	0,5%	0,5%	0,5%	0,6%	-	-
Balanza Cuenta Corriente (%PIB)	2,1%	0,8%	0,9%	0,5%	1,3%	1,0%
NIIP (%PIB)	-74%	-85,5%	-78,3%	-62,8%	-60,7%	-
Balance fiscal (%PIB)	-2,9%	-11,0%	-6,9%	-4,8%	-3,9%	3,8%
Deuda pública (%PIB)	96,0%	120,0%	118,7%	113,2%	110,6%	109,1%

Tendencia

Nuestra tendencia estable se basa en la mejora del perfil macroeconómico, con una revisión al alza de previsiones y una inflación que presenta una tendencia a la baja. Sin embargo, desde EthiFinance Ratings alertamos de la sensibilidad de calificación tanto al escenario dibujado por el endurecimiento de las condiciones monetarias como la fragmentación parlamentaria que pudiera derivar en una acentuada inestabilidad política dada su implicación directa sobre la seguridad del marco institucional.

Análisis de sensibilidad

Factores que pudieran (individual o colectivamente) impactar en el rating:

- Factores positivos (↑).

Aunque lo consideramos improbable, la calificación crediticia y/o la tendencia podrían mejorar si el crecimiento económico fuera mayor de lo estimado y se mantuviera a largo plazo, así como si la consolidación fiscal se iniciara antes de lo previsto, mejorando la situación de las finanzas públicas españolas.

- Factores negativos (↓).

La calificación crediticia y/o la tendencia podrían empeorar si persisten las presiones inflacionarias en el largo plazo alejando el escenario de *soft landing*; y/o si la fragmentación parlamentaria derivara en una inestabilidad gubernamental que dificultase la visibilidad sobre la senda fiscal en 2024 y retrasase la adopción de reformas estructurales.

Comité de rating

El comité de rating ha acordado mantener la calificación de A- con tendencia Estable. Los principales asuntos debatidos en el comité han versado sobre los efectos de la actual incertidumbre geopolítica sobre el crecimiento

estimado de España, la situación fiscal y la fragmentación parlamentaria y la seguridad del marco institucional, 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

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_V1.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 not provided ancillary services to the rated entity or its related third parties.
- 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 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 consider 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 bare 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. 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/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid