



FACULTAD DE TURISMO Y FINANZAS

GRADO EN FINANZAS Y CONTABILIDAD

**EL PROGRAMA DE COMPRA DE ACTIVOS DEL BCE Y SUS
IMPACTOS**

Trabajo Fin de Grado presentado por Leticia Gutiérrez Vázquez, siendo la tutora del mismo la profesora María del Carmen Pérez López.

Vº. Bº. de la Tutora:

Alumna:

Dña. María del Carmen Pérez López

Dña. Leticia Gutiérrez Vázquez

Sevilla. Junio de 2019



**GRADO EN FINANZAS Y CONTABILIDAD
FACULTAD DE TURISMO Y FINANZAS**

**TRABAJO FIN DE GRADO
CURSO ACADÉMICO [2018-2019]**

TÍTULO:

EL PROGRAMA DE COMPRA DE ACTIVOS DEL BCE Y SUS IMPACTOS

AUTOR:

LETICIA GUTIÉRREZ VÁZQUEZ

TUTOR:

Dra. D^a. MARÍA DEL CARMEN PÉREZ LÓPEZ

DEPARTAMENTO:

ECONOMÍA FINANCIERA Y DIRECCIÓN DE OPERACIONES

ÁREA DE CONOCIMIENTO:

ECONOMÍA FINANCIERA Y CONTABILIDAD.

RESUMEN:

El objetivo del presente trabajo consiste en el estudio del programa de compra de activos, ejecutado por el BCE entre los años 2015 y 2018 como respuesta a la crisis financiera y a la insuficiencia de las políticas monetarias convencionales para reactivar la economía de los países de la zona euro. El propósito de esta medida reside en el mantenimiento de la estabilidad de precios en la zona euro, lo cual corresponde con la principal función del BCE. Además, el programa generaría un impulso en el crecimiento económico mediante el efecto al alza en la inflación y base monetaria, las mejores condiciones de financiación para particulares y empresas, la devaluación del euro y el menor coste de financiación de los Estados, entre otros factores.

Así, en primer lugar, se realiza una introducción al BCE, seguida por el estudio del programa ampliado de compra de activos (APP). Además, se realiza un análisis del PSPP, modalidad del APP, ya que es el programa más relevante en términos de volumen de compras. Por último, se estudian los impactos generados debido a la ejecución del programa y sus efectos sobre la prima de riesgo de España.

PALABRAS CLAVE:

APP; Expansión cuantitativa (QE); PSPP; prima de riesgo; BCE.

ÍNDICE

| | |
|--|----|
| 1. INTRODUCCIÓN..... | 1 |
| 1.1. INTRODUCCIÓN..... | 1 |
| 1.2. JUSTIFICACIÓN DEL TEMA..... | 1 |
| 1.3. OBJETIVOS..... | 1 |
| 1.4. METODOLOGÍA..... | 2 |
| 1.5. ESTRUCTURA..... | 2 |
| 2. EL BANCO CENTRAL EUROPEO..... | 3 |
| 2.1. INTRODUCCIÓN..... | 3 |
| 2.2. BREVE HISTORIA..... | 4 |
| 2.3. FUNCIONES..... | 5 |
| 2.3.1. Política monetaria..... | 5 |
| 3. EL PROGRAMA DE COMPRA DE ACTIVOS..... | 7 |
| 3.1. EL PLAN DRAGHI Y LA EXPANSIÓN CUANTITATIVA..... | 7 |
| 3.1.1. Expansión cuantitativa: concepto, funcionamiento y objetivos..... | 7 |
| 3.2. CAUSAS QUE ORIGINARON EL QE..... | 8 |
| 3.3. PROGRAMA AMPLIADO DE COMPRA DE ACTIVOS (APP)..... | 11 |
| 3.3.1. Fin del programa de compra de activos (APP)..... | 12 |
| 3.4. CRÍTICAS AL PROGRAMA DE COMPRA DE ACTIVOS..... | 14 |
| 4. EL PROGRAMA DE COMPRAS DEL SECTOR PÚBLICO..... | 15 |
| 4.1. INTRODUCCIÓN..... | 15 |
| 4.2. NORMATIVA..... | 15 |
| 4.3. COMPRAS POR PAÍSES..... | 16 |
| 5. IMPACTOS DEL PROGRAMA DE COMPRA DE ACTIVOS..... | 19 |
| 5.1. IMPACTOS..... | 19 |
| 5.1.1. Impactos sobre la inflación..... | 19 |
| 5.1.2. Impactos sobre la base monetaria..... | 20 |
| 5.1.3. Impactos sobre las finanzas públicas..... | 21 |
| 5.1.4. Impactos sobre el mercado..... | 22 |
| 5.1.5. Impactos sobre los préstamos..... | 22 |
| 5.1.6. Impactos sobre el valor del euro..... | 24 |
| 5.1.7. Impactos sobre la economía..... | 24 |

| | |
|---|----|
| 5.1.8. Impactos sobre el balance del Eurosistema | 25 |
| 5.2. SITUACIÓN EN 2019 | 25 |
| 5.3. CONCLUSIONES | 26 |
| | |
| 6. EFECTOS SOBRE LA PRIMA DE RIESGO DE ESPAÑA | 27 |
| 6.1. SITUACIÓN DE LA PRIMA DE RIESGO ANTES DEL APP | 27 |
| 6.2. ANÁLISIS DEL APP EN ESPAÑA | 27 |
| 6.3. SITUACIÓN DE LA PRIMA DE RIESGO UNA VEZ COMENZADO EL APP | 29 |
| 6.4. IMPLICACIONES SOBRE EL COSTE DE FINANCIACIÓN DE ESPAÑA | 31 |
| 6.4.1. Evolución del coste de financiación | 31 |
| 6.4.2. Expectativas para 2019 | 32 |
| 6.4.3. Ahorro de intereses | 33 |
| | |
| 7. CONCLUSIONES FINALES | 35 |
| BIBLIOGRAFÍA | 37 |
| ANEXOS | 41 |

CAPÍTULO 1

INTRODUCCIÓN

1.1. INTRODUCCIÓN.

El programa de compra de activos fue una medida no convencional de política monetaria ejecutada por el Banco Central Europeo entre los años 2015 y 2018 con el objetivo de mantener la estabilidad de precios, con unos niveles de inflación próximos pero inferiores al 2%. Fue concebida como respuesta a la crisis económica y financiera iniciada en 2007, la cual truncó las medidas de política monetaria tomadas, es decir, el ajuste de los tipos de interés oficiales dejó de ser efectivo.

Así, el programa tendría claros efectos sobre la inflación y la base monetaria de los estados pertenecientes a la zona euro, además de influir en el coste de financiación de los estados, el valor del euro, el mercado de valores y las condiciones de concesión de préstamos por parte de las entidades financieras. Estos efectos, a su vez, se trasladarían a la economía real, impulsando el crecimiento económico y la recuperación tras la crisis.

El trabajo se enfoca en el Programa Ampliado de Compra de Activos (conocido como *Expanded Asset Purchase Programme*, APP), en concreto en el *Public Sector Purchase Programme* (PSPP) debido a su mayor importancia en términos de fondos destinados al mismo. Asimismo, se estudian sus impactos y, en el último capítulo, se analizará el efecto sobre la prima de emisión y el coste de financiación de España.

En este capítulo se justificará el tema elegido y se definirán los objetivos que se persiguen con la elaboración del presente trabajo. Además, se manifestará la metodología empleada para la ejecución del mismo y la estructura empleada.

1.2. JUSTIFICACIÓN DEL TEMA.

Como se ha mencionado anteriormente, el programa de compra de activos nace en una situación en la que el ajuste de los tipos de interés no funciona para reactivar la economía tras la reciente crisis económica y financiera. Así, resulta de interés esclarecer que medidas se tomarían cuando las medidas convencionales son insuficientes.

Además, teóricamente el programa de compra de activos genera numerosos efectos positivos sobre la economía, por lo que el estudio de su efectividad en la práctica resulta interesante. No hay que olvidar que el programa finalizó en diciembre de 2018, por lo que se pueden observar la evolución de los efectos a lo largo del período de ejecución del programa y abre la posibilidad de un futuro análisis comparativo a partir de 2019.

Por último, la parte práctica (es decir, el análisis del efecto sobre la prima de riesgo en España) se justifica debido a los elevados volúmenes de deuda pública y niveles de prima de riesgo, generando un gran coste de financiación en España. Por ende, resulta sugerente analizar si el programa ha contribuido a favorecer esta situación.

1.3. OBJETIVOS.

Los objetivos del presente trabajo son los siguientes:

- Definir el programa de compra de activos.
- Conocer el *Public Sector Purchase Programme* (PSPP) y la normativa que lo regula.
- Analizar sus impactos en las economías,
- Determinar el efecto en la prima de riesgo de España y su coste de financiación.

1.4. METODOLOGÍA.

En cuanto a la parte teórica, se ha hecho uso de numerosas fuentes de información, especialmente la página web del Banco Central Europeo, así como sus Boletines Económicos, artículos de investigación realizados por distintos autores, y prensa digital. Adicionalmente, para la obtención de datos, gráficos y tablas se ha accedido a bases de datos tales como Eurostat y Datosmacro, así como a los boletines oficiales del Banco Central Europeo y del Banco de España.

Asimismo, fue necesario acceder a la normativa europea para conocer la regulación del programa de compra de activos, lo cual se hizo a través del BOE, el Diario Oficial de la Unión Europea (DOUE) y el portal del derecho de la UE: EUR-Lex.

Respecto a la parte práctica, se tomaron como referencia países con ratings iguales al español entre los años 2014 y 2019 con el objetivo de determinar si España se ha visto favorecido en concepto de prima de riesgo e intereses de los bonos a 10 años gracias al programa de compra de activos. Así, para obtener la información necesaria se acudió a las plataformas Datosmacro e Investing, obteniendo datos relativos a la evolución de la prima de riesgo e intereses.

De esta forma, se realizó una comparación entre España y los países de igual rating, determinando si el programa ha influido positivamente en la prima de riesgo y el coste de financiación.

1.5. ESTRUCTURA.

El trabajo se divide en 6 capítulos incluyendo el presente en el que se realiza una introducción al tema.

En el segundo capítulo se hace una introducción al Banco Central Europeo, comentando sus funciones y una breve historia.

En el tercer capítulo se introduce el programa de compra de activos, definiendo en primer lugar la expansión cuantitativa. Asimismo, se explican las causas que motivaron la ejecución del programa, los planes de reinversión una vez finalizado el programa y las críticas al programa, así como la reciente sentencia del Tribunal de Justicia ante la declaración de Alemania sobre que el BCE se había excedido en su mandato.

El cuarto capítulo trata del *Public Sector Purchase Programme* (PSPP), por lo que muestra una introducción al mismo, la normativa que lo regula y los criterios que determinan la cantidad de compras en cada país.

En el quinto capítulo se analizan los impactos del programa en los distintos países que conforman la zona euro, así como las expectativas para 2019.

Por último, el sexto capítulo corresponde con la parte práctica del presente trabajo. Como se ha mencionado anteriormente, se compararán la prima de riesgo y los intereses de los bonos a 10 años españoles y de países de igual rating para determinar si el programa de compra de activos ha beneficiado a España y si ha supuesto un ahorro en intereses.

CAPÍTULO 2

EL BANCO CENTRAL EUROPEO

2.1. INTRODUCCIÓN.

El Banco Central Europeo (BCE) es el banco central de los 19 países de la Unión Europea que han adoptado el euro, los cuales se muestran en el siguiente mapa:

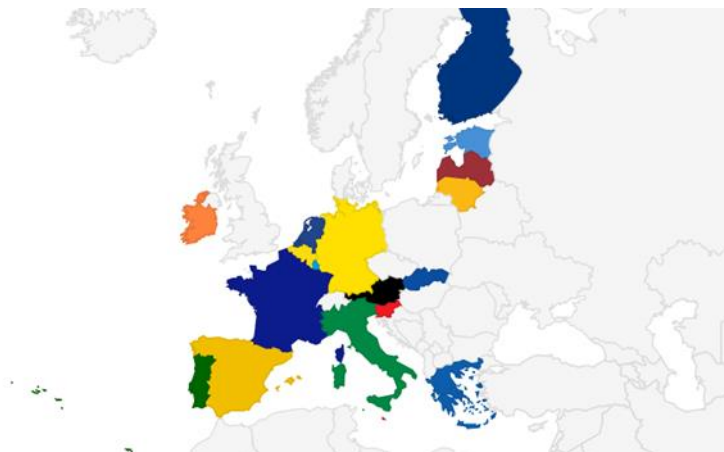


Figura 2.1. Mapa de la zona euro (2019).

Fuente: Datosmacro.

El Banco Central Europeo, junto a los bancos centrales de los países que han adoptado el euro, constituye el Eurosistema, es decir, el sistema de bancos centrales de la zona euro. Su misión reside en el mantenimiento del valor del euro y en la estabilidad de los precios, marcando como objetivo una tasa de inflación en torno al 2% (Banco Central Europeo).

Asimismo, constituye el núcleo del Mecanismo Único de Supervisión con el objetivo de mantener la solidez del sistema bancario y la estabilidad del sistema financiero en la Unión Europea, mediante su correspondiente supervisión prudencial.

Por otro lado, caben destacar los siguientes aspectos relativos al BCE:

- Independencia política, por la que los Gobiernos de los países no tienen control directo sobre los bancos centrales ni sobre el BCE.
- Transparencia, la cual consiste en que el BCE hace pública la información relacionada con su estrategia, evaluación y decisiones sobre política monetaria.
- Rendición de cuentas ante el Parlamento Europeo. Constituye la contrapartida a la independencia que posee en cuanto a la utilización de sus instrumentos cuando estime necesario para el cumplimiento de sus funciones.
- Gobierno Corporativo, compuesto por los órganos rectores y un Comité de Auditoría.
- Suscripción de capital, puesto que el capital del BCE procede de los bancos centrales nacionales de los países miembros de la UE.

2.2. BREVE HISTORIA.

Los inicios del Banco Central Europeo se encuentran en el período posterior a la Segunda Guerra Mundial. En este contexto, Jean Monnet, considerado actualmente el “Padre de Europa”, propone la puesta en común de los sectores económicos considerados el motor de las dos guerras mundiales: el carbón y el acero.

De esta forma, en 1951 se firmó el Tratado de París, por el que se constituyó la Comunidad Europea del Carbón y del Acero, formada por Francia, Alemania, Bélgica, Italia, Luxemburgo y Países Bajos.

Además, en 1957 se firmó el Tratado de Roma, que dio origen a la Comunidad Económica Europea (CEE) y la Comunidad Europea de la Energía Atómica (Euratom).

Posteriormente, en el año 1968 se propone la creación de una moneda única, publicándose en 1970 un plan que presentaba un proceso gradual hacia la Unión Económica y Monetaria en un período de diez años. No obstante, en 1971 Estados Unidos devaluó el dólar y en unos años comenzaría la llamada “primera crisis del petróleo”, lo que truncó dicho plan.

Como alternativa, en 1972 algunos países adoptaron la llamada “serpiente monetaria”, por la que se establecían límites a las fluctuaciones de los tipos de cambio.

En 1979 vuelve a surgir el concepto de Unión Económica y Monetaria, creándose el Sistema Monetario Europeo y la Unidad Monetaria Europea (ECU). Sin embargo, el ECU solo era una unidad de cuenta. Asimismo, los países miembros del Sistema Monetario Europeo acordaron establecer un límite a las fluctuaciones de los tipos de cambio de un 2,25%, creándose así el Mecanismo de Tipo de Cambio. No obstante, este mecanismo generó problemas en los Gobiernos de los países, y entre 1979 y 1987 se tuvieron que realizar varios ajustes.

En 1986, los países miembros firmaron el Acta de la Unión Europea con el objetivo de crear un mercado interno basado en la libre circulación de bienes, personas, servicios y capitales. En este contexto, en 1988 se proponen las bases para el establecimiento de la Unidad Económica y Monetaria mediante un proceso que constaba de tres fases.

La primera fase consistía en la intensificación de la cooperación entre los bancos centrales. Comenzó el 1 de julio de 1990, con la liberalización de los movimientos de capitales en la Comunidad Europea.

En 1992 se firmó el Tratado de la Unión Europea, el cual propuso las bases para el comienzo de la segunda fase en 1994. Los objetivos en esta fase era conseguir la convergencia económica y crear las instituciones y los procedimientos necesarios, estableciéndose en el tratado los criterios de convergencia.

Así, se creó el Instituto Monetario Europeo, el cual desempeñó los trabajos de preparación que posteriormente permitieron al BCE la asunción de sus competencias en materia de política monetaria. El 1 de junio de 1998, se fundó el BCE, sustituyendo al Instituto Monetario Europeo. Además, junto a los bancos centrales nacionales se creó el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC).

El 31 de diciembre de 1998 nació el euro, lo que daría inicio a la tercera fase en 1999, la cual consistió en la adopción de la moneda única y la asunción de la política monetaria por parte del BCE (La Historia del Banco Central Europeo, 2017).

2.3. FUNCIONES.

Las funciones del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) están recogidas en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, y están especificadas en los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo.

El BCE contará con independencia en el desempeño de sus funciones para cumplir con los objetivos definidos en el Tratado, tales como el desarrollo sostenible de Europa, el crecimiento económico equilibrado, la tendencia al pleno empleo y, principalmente, la estabilidad de los precios.

Para ello, sus funciones básicas, en virtud del apartado 2 del artículo 127 del Tratado de Funcionamiento de Unión Europea, serán:

- Establecer y ejecutar la política monetaria.
- Efectuar operaciones de divisas.
- Custodiar las reservas de divisas.
- Promover el buen funcionamiento del sistema de pagos.

Además, conforme al apartado 6 del artículo 127 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea y del Reglamento (UE) 1024/2013 del Consejo (el llamado "Reglamento del MUS"), el BCE será responsable de la supervisión de las entidades de crédito de los Estados miembros.

Adicionalmente, existen otras funciones desempeñadas por el BCE, en las que se incluyen la emisión de billetes, la elaboración de estadísticas, la estabilidad del sistema financiero y la cooperación europea e internacional.

2.3.1. Política monetaria.

La política monetaria hace referencia a las decisiones del BCE en relación con el coste y la disponibilidad del dinero en la economía. El objetivo de la política monetaria es mantener la estabilidad de precios en torno al 2%, lo que a su vez impulsaría el crecimiento económico y el empleo.

Para el desarrollo de la política monetaria, el BCE cuenta con los siguientes instrumentos: operaciones de mercado abierto, facilidades permanentes y requisitos de reservas mínimas para entidades de crédito.

Además, desde 2009 el BCE ha implementado políticas monetarias no convencionales, como el programa de compras de activos, el cual será objeto de estudio en el presente trabajo (Banco Central Europeo).

CAPITULO 3

EL PROGRAMA DE COMPRAS DE ACTIVOS

3.1. EL PLAN DRAGHI Y LA EXPANSIÓN CUANTITATIVA.

En el contexto de una profunda crisis económica, iniciada en 2007, el presidente del Banco Central Europeo, Mario Draghi, afirmó en verano de 2012 que haría “todo lo que sea necesario” para garantizar la supervivencia del euro.

Este discurso fue el precedente al Plan Draghi, el cual es un proceso de intervención monetaria basado en una herramienta de política monetaria no convencional conocida como expansión cuantitativa. El plan consiste en la compra masiva de deuda, tanto pública como privada, de 60.000 millones de euros al mes (Marchal, 2015). Esta cantidad fue variando a lo largo de los años en función de la evolución y de los efectos del plan, lo que se muestra en la siguiente gráfica:

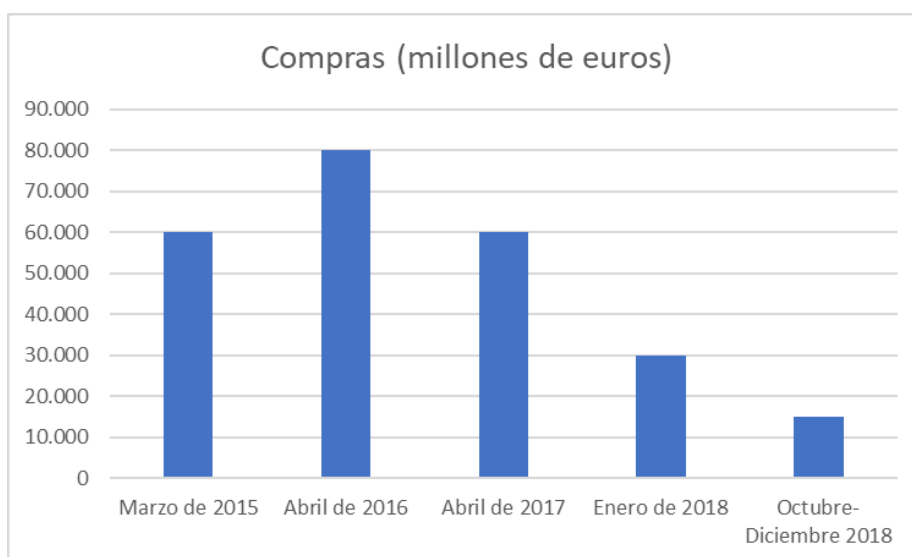


Figura 3.1. Compra de deuda mensual.

Fuente: Elaboración propia, a partir de las notas de prensa de decisiones de política monetaria del Banco Central Europeo 2015, 2016, 2017, 2018.

El plan se inició en marzo de 2015, finalizando en diciembre de 2018, cuando el BCE anunció el final de la compra de activos. No obstante, el BCE ha aclarado que gastará el dinero obtenido de los bonos que venzan (en torno a 200.000 millones de euros) para continuar con la compra de deuda pública con el propósito de controlar el coste de la financiación, y retiene los activos adquiridos en su balance (Juan Sanhermelando, 2018).

3.1.1. Expansión cuantitativa: concepto, funcionamiento y objetivos.

La expansión cuantitativa, más conocida como QE (del inglés *quantitative easing*) consiste en incrementar la base monetaria (es decir, el dinero en circulación) mediante la compra de activos en el mercado. Como se comentó anteriormente, se trata de una medida no convencional de política monetaria que se usará cuando los bancos centrales no encuentran otras medidas para estimular la economía (Ríos, M.C. y Chillón, F. X. M., 2016).

Cuando el Banco Central Europeo compra valores representativos de deuda (tanto pública como privada), aumenta la demanda de dichos activos, generando de esta manera un aumento de los precios de estos, así como un aumento de la base monetaria. Como consecuencia, los tipos de interés se reducen, abaratando el coste de financiación para particulares y empresas. De esta forma, se impulsa el consumo y la inversión, lo que se traduciría en un mayor crecimiento económico y en la creación de empleo, y, además, se conseguiría una inflación inferior, aunque cercana, al 2% (lo que constituye el principal objetivo del BCE).

3.2. CAUSAS QUE ORIGINARON EL QE.

En circunstancias económicas normales, el Banco Central Europeo dirige las condiciones financieras generales mediante la fijación de los tipos de interés a corto plazo. No obstante, la profundidad de la crisis financiera supuso para el BCE la adopción de medidas no convencionales debido a los siguientes factores:

En primer lugar, los tipos de interés oficiales se vieron reducidos hasta su límite inferior efectivo, a partir del cual un mayor decremento de los mismos no tendría apenas ningún efecto. De hecho, entre octubre de 2008 y mayo de 2009 el BCE redujo el tipo de interés de sus operaciones principales de financiación en 325 puntos básicos, como se muestra en el siguiente cuadro (Boletín Mensual BCE, 2011):

| Fechas de cambio | Nivel en porcentaje | Variación en puntos básicos |
|------------------|---------------------|-----------------------------|
| 09/07/2008 | 4,25 | +25 |
| 15/10/2008 | 3,75 | -50 |
| 12/11/2008 | 3,25 | -50 |
| 10/12/2008 | 2,50 | -75 |
| 21/01/2009 | 2,00 | -50 |
| 11/03/2009 | 1,50 | -50 |
| 08/04/2009 | 1,25 | -25 |
| 13/05/2009 | 1,00 | -25 |
| Total | | -325 |

Tabla 3.1. Tipo de interés del Banco Central Europeo.

Fuente: Banco Central Europeo, y Esteve y Prats Albentosa, 2011.

Además, la crisis financiera truncó la transmisión de los tipos de interés oficiales a los tipos de interés del mercado monetario y a otros tipos bancarios y de mercado. En circunstancias normales, las variaciones en los tipos de interés oficiales provocan un efecto de señalización del tipo de referencia, originando un efecto similar a dicha variación en el mercado monetario, es decir, en los tipos de interés a muy corto plazo. De esta forma, los tipos de interés a muy corto plazo se encuentran en niveles muy próximos al tipo oficial. Posteriormente, debido a la estructura temporal de tipos de interés del mercado monetario, los efectos de la política monetaria se transmiten a los demás instrumentos financieros y crediticios, influyendo así en las decisiones de ahorro e inversión y a la evolución de los precios (Boletín Mensual BCE, 2011).

Sin embargo, al comenzar la crisis económica y financiera, las tensiones financieras, las reticencias por parte de los bancos a participar en el mercado interbancario y la desconfianza generaron una gran dificultad de la política monetaria para lograr su objetivo de estabilidad de precios mediante, exclusivamente, el ajuste de los tipos de interés. De esta forma, se hace necesario la adopción de medidas no convencionales, puesto que las modificaciones en los tipos de interés oficiales son insuficientes para reactivar la economía europea y lograr la estabilidad de precios (Esteve y Prats Albentosa, 2011).

Por otro lado, la tasa de inflación ha experimentado una notable reducción, llegando a ser negativa en diciembre de 2014. Así, se muestra un riesgo de deflación que podría generar efectos negativos en la economía, lo que justifica la conveniencia de las políticas no convencionales (Ríos, M.C. y Chillón, F. X. M., 2016).



Figura 3.2. Evolución de la inflación hasta 2015.

Fuente: Eurostat y Banco Central Europeo.

A ello se une unas tasas de crecimiento menores a las esperadas y niveles de inversión muy bajos (Ríos, M.C. y Chillón, F. X. M., 2016), como se muestra en el siguiente gráfico:

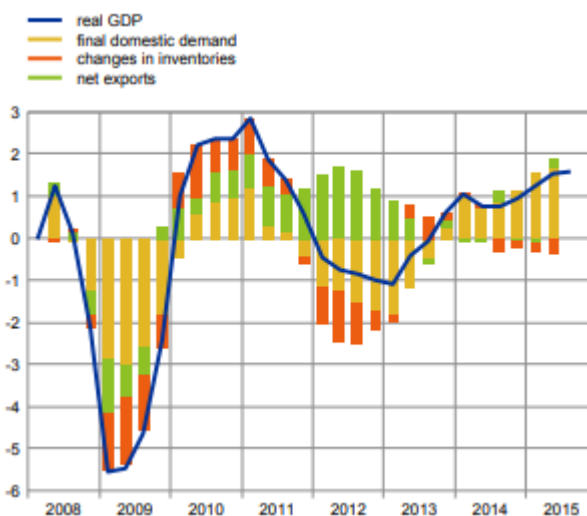


Figura 3.3. Evolución del PIB y sus componentes.

Fuente: Eurostat y Banco Central Europeo.

Por otra parte, se observan otros factores tales como los elevados niveles de deuda y los excesivos déficits de muchos estados que en varios casos se ha traducido en un crecimiento descontrolado de su endeudamiento.

En este contexto de deuda soberana, teóricamente el programa de compra reduciría el coste de financiación de los estados, lo que supondría menores gastos para éstos y dotaría al mercado de cierta estabilidad mientras se llevan a cabo las reformas necesarias para subsanar esta situación (Ríos, M.C. y Chillón, F. X. M., 2016).

A continuación, se muestra la evolución de la deuda pública:

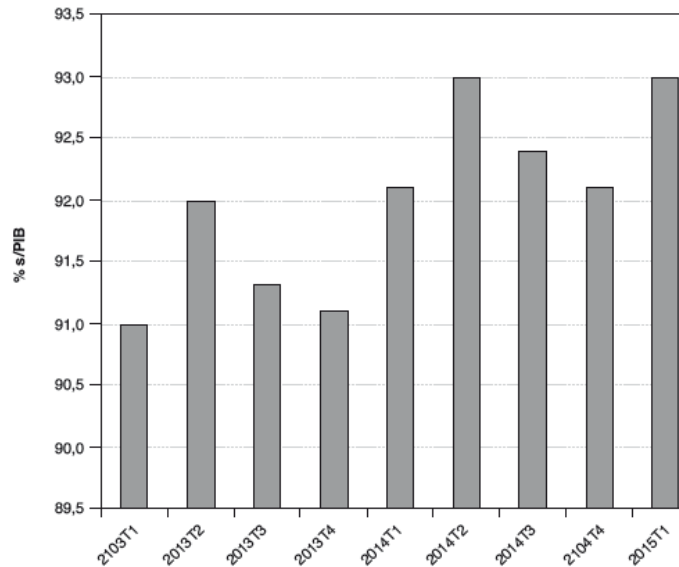


Figura 3.4. Porcentaje de deuda pública sobre el PIB en la zona euro.
Fuente: Eurostat y Banco Central Europeo.

Además, otro factor que ha podido influir es la cotización del euro, pues se consideraba que presentaba unos niveles demasiado elevados (Ríos, M.C. y Chillón, F. X. M., 2016). Como se muestra en la siguiente figura, el euro se apreció en gran medida respecto al dólar a partir de 2012 principalmente:



Figura 3.5. Cotización EUR/USD.
Fuente: Eurostat y Banco Central Europeo.

Por último, la excesiva asunción de riesgos por parte de las entidades de crédito antes de la crisis experimentó un cambio en su tendencia durante la crisis financiera, rechazando a partir de ese momento la asunción de cualquier tipo de riesgo (Boletín Mensual BCE, 2011). Ello, unido a las dificultades de acceso a la financiación de las entidades de crédito, provocaron una reducción en los créditos y préstamos a particulares y empresas. Así, el programa de compra de activos podría generar un impulso en el sistema crediticio y abaratar el coste de financiación para las familias y las empresas, lo cual incentivará a su vez el consumo y la inversión (Ríos, M.C. y Chillón, F. X. M., 2016).

No obstante, las medidas no convencionales fueron concebidas para ser transitorias y complementar a los ajustes del tipo de interés oficial (medida convencional), ya que si se mantienen durante un largo período de tiempo podría suponer un mayor riesgo para los participantes en el mercado y afectar negativamente a la estabilidad de precios y al crecimiento económico.

3.3. PROGRAMA AMPLIADO DE COMPRA DE ACTIVOS (APP).

El programa ampliado de compra de activos, más conocido como APP (del inglés *Expanded Asset Purchase Programme*) fue introducido el 22 de enero de 2015 y consiste en todos los programas de compras de activos del Banco Central Europeo, tanto en el sector público como en el privado. El objetivo del programa reside en evitar el riesgo de niveles de inflación demasiado bajos por un largo período de tiempo (Gambetti, L., & Musso, A., 2017).

Está compuesto por los siguientes programas (Banco Central Europeo):

- El programa de compra de bonos garantizados o *Covered Bonds Purchase Programme* (CBPP3), el cual consiste en la compra de activos tales como las cédulas hipotecarias.
- El programa de compra de activos respaldados o *Asset Backed Securities Purchase Programme* (ABSPP), por el que se adquieren tanto cédulas hipotecarias como deuda respaldada por préstamos concedidos por entidades financieras.
- El programa de compra de deuda corporativa o *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP), por el que se adquiere deuda de empresas no financieras.
- El programa de compra de deuda pública o *Public Sector Purchase Programme* (PSPP), consistente en la compra de bonos emitidos por el Estado, instituciones, administraciones locales o regionales y organizaciones internacionales. Los riesgos derivados de este programa serán compartidos (un 80% lo asumirán los bancos centrales y el resto lo asumirá el BCE).

Históricamente, el programa ampliado de compra de activos se ha organizado de forma que el PSPP ha sido el de mayor relevancia, como se muestra en la siguiente gráfica:

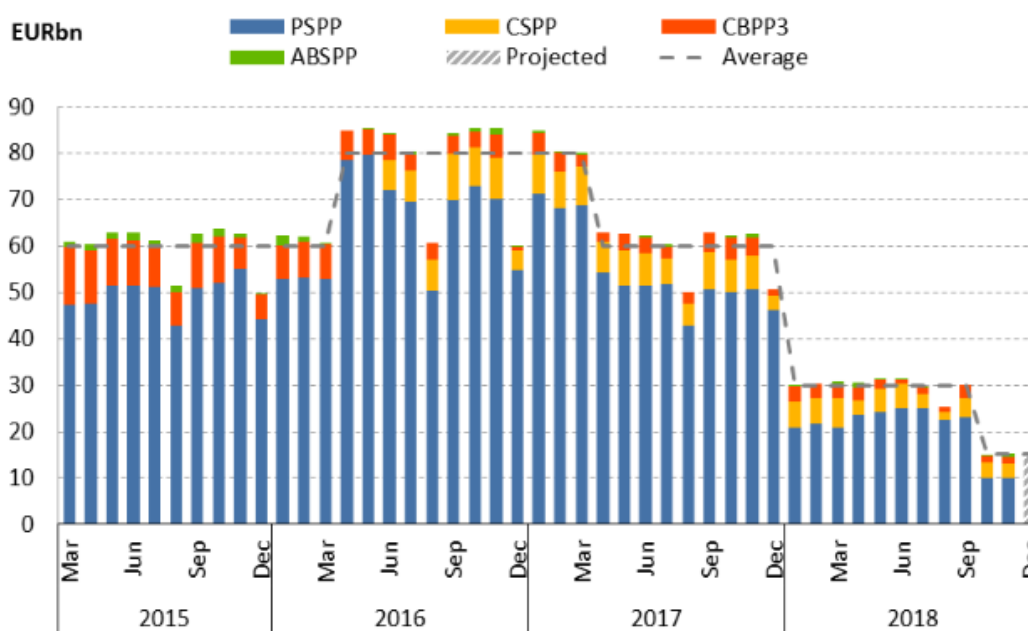


Figura 3.6. APP por meses y por programa.

Fuente: Banco Central Europeo.

Cabe destacar que el programa ampliado de compra de activos se ha concebido para recuperar los niveles de inflación cercanos (pero inferiores) al 2% en el conjunto de países de la zona euro, por lo que no se destina a reducir la deuda de ningún país en concreto.

Este programa el legal puesto que el BCE cumple sus funciones ejecutando los instrumentos definidos en los Tratados. En este contexto, las compras de instrumentos negociables se encuentran recogidas explícitamente en el apartado 1 del artículo 18 de los Estatutos del SEBC, por el cual estas compras son consideradas una medida de política monetaria.

No obstante, el BCE se encuentra con una restricción a la hora de comprar valores negociables, la cual respeta rigurosamente: no está permitido adquirir deuda en el mercado monetario. De esta forma, se establece que el programa de compra de activos no se destina a la financiación de países o empresas y, además, solo adquiere deuda una vez se haya formado un precio en el mercado con el objetivo de evitar una posible tergiversación en la valoración del riesgo en los mercados (Banco Central Europeo, 2015 y actualizado en 2016).

Por otro lado, de conformidad con los Estatutos del SEBC, el Consejo de Gobierno del BCE es el responsable de determinar la manera y la proporción en las que las pérdidas incurridas por los bancos centrales nacionales se distribuyen dentro del Eurosistema sin comprometer la política monetaria única. De acuerdo con esto, según el principio de distribución de riesgos el BCE asume el 20% del riesgo, mientras que el 80% restante lo asumen los bancos centrales nacionales, por lo que estos riesgos no se distribuyen dentro del Eurosistema (Banco Central Europeo, 2015 y actualizado en 2016).

En cuanto al funcionamiento del programa ampliado de compra de activos, existen tres canales principales a través de los cuales las compras influyen en las condiciones financieras y en la estabilidad de precios (Banco Central Europeo, 2016 y actualizado en 2019):

- Transmisión directa, la cual incentiva la concesión de préstamos a particulares y empresas, pues estos se utilizan para crear y vender nuevos bonos de titulación de activos o bonos garantizados, los cuales son adquiridos por el BCE en sus programas de compras. Así, al aumentar la demanda de dichos bonos el precio suba, y al ofertar más préstamos se mejoran las condiciones financieras generales, pues se reducen los intereses.
- Reequilibrio de carteras. Los inversores venden sus títulos al BCE, y con los fondos obtenidos compran nuevos activos, lo que genera un aumento de los precios y una reducción de los rendimientos (incluso para los activos no incluidos en los programas), abaratando el coste de financiación de las empresas en el mercado de capitales. Asimismo, los menores rendimientos incentivan a las entidades financieras a conceder préstamos a particulares y empresas, generando un abaratamiento en los costes de endeudamiento. Por otro lado, si los fondos se destinan a la compra de activos que proporcionen una mayor rentabilidad fuera de la zona euro el programa influirá en el valor del euro, el cual se verá depreciado, traduciéndose en un impulso a la inflación.
- Efecto de señalización. El programa de compra de activos deja entrever que los tipos de interés oficiales se mantendrán en niveles bajos durante un período de tiempo prolongado, lo cual reduce la volatilidad y la incertidumbre en los mercados.

3.3.1. Fin del programa de compra de activos (APP).

El 13 de diciembre de 2018, el BCE decidió finalizar su programa de compra de activos con el objetivo de reducir las posibles distorsiones en el mercado y en

anticipación a la menor liquidez en el mercado. Así, el programa finalizó el 19 de diciembre de 2018 con las últimas compras efectuadas (Banco Central Europeo, 2019)

Desde el comienzo de los programas, el BCE acumuló aproximadamente 2.577.000 millones de euros en activos adquiridos bajo el concepto de programa de compra de activos, de los cuales unos 2.110.000 millones de euros hacen referencia a deuda pública, es decir, en torno a un 82% del total de valores mantenidos bajo el APP (Europa Press, 2018).

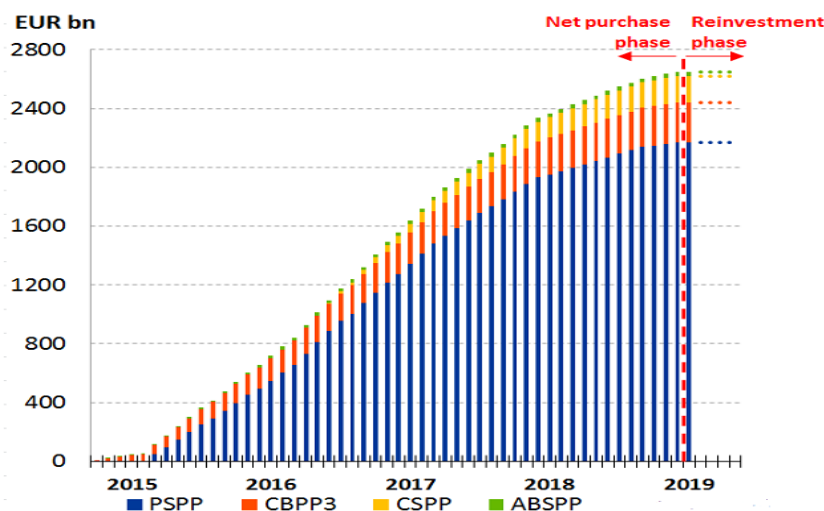


Figura 3.7. APP acumulado, por programas.

Fuente: Banco Central Europeo.

El 2 de enero de 2019, el BCE volvió al mercado a través de su plan de reinversiones del principal vencido a partir de ese momento, y ha declarado que mantendrá los activos en su balance durante un período de tiempo prolongado para mantener condiciones de liquidez favorables en el mercado (Banco Central Europeo, 2018). Las amortizaciones estimadas procedentes de los activos adquiridos bajo el programa de compra de activos son las siguientes:

| month | ABSPP | CBPP3 | CSPP | PSPP | APP |
|---------|-------|-------|-------|--------|--------|
| Jan 19* | 974 | 2,792 | 834 | 21,029 | 25,629 |
| Feb 19 | 659 | 2,388 | 120 | 8,783 | 11,950 |
| Mar 19 | 638 | 1,777 | 529 | 10,894 | 13,838 |
| Apr 19 | 530 | 1,212 | 447 | 21,111 | 23,301 |
| May 19 | 388 | 908 | 273 | 15,319 | 16,888 |
| Jun 19 | 897 | 2,907 | 205 | 7,072 | 11,081 |
| Jul 19 | 493 | 2,307 | 938 | 17,483 | 21,222 |
| Aug 19 | 380 | 456 | 0 | 4,542 | 5,378 |
| Sep 19 | 539 | 3,239 | 1,097 | 10,381 | 15,256 |
| Oct 19 | 463 | 1,590 | 592 | 29,024 | 31,669 |
| Nov 19 | 880 | 1,720 | 769 | 13,129 | 16,499 |
| Dec 19 | 491 | 647 | 186 | 8,668 | 9,991 |
| Jan 20 | 883 | 3,624 | 2,345 | 24,838 | 31,690 |

*Actual redemption, based on month end data.

Tabla 3.2. Amortizaciones financieras esperadas, por programa.

Fuente: Banco Central Europeo.

Como se observa en la tabla, las reinversiones se mantendrán a lo largo del año con el propósito de que en el mercado coexista una presencia regular del BCE.

Las reinversiones mantendrán el reparto por países, realizándose los ajustes necesarios de acuerdo con los cambios en la suscripción de capital de cada banco central nacional (Banco Central Europeo, 2018).

3.4. CRÍTICAS AL PROGRAMA DE COMPRA DE ACTIVOS.

El programa de compra de activos tiene efectos distintos en cada país ya que sus economías presentan grandes divergencias, y la integración que supone la política monetaria única implica compartir riesgos. Como consecuencia, el programa se ha encontrado con la oposición de determinados países, entre los que se encuentra Alemania.

Alemania puso numerosas objeciones a la realización de la expansión cuantitativa, e incluso amenazó con llevar las medidas no convencionales a los tribunales. Así, para poder desarrollar el programa de compra de activos, el BCE tuvo que establecer que solo el 20% de los riesgos serían compartidos (Ríos, M.C. y Chillón, F. X. M., 2016).

Aún así, Alemania mantuvo su postura contra la expansión cuantitativa y declaró que el programa favorece a determinados países, como España o Italia, puesto que los niveles de compra en estos países son superiores que en los demás (Maestre, 2017)

En este contexto, varios grupos de particulares alemanes, amparados por el Tribunal Constitucional Federal Alemán (TCFA), acudieron al Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE) alegando que el programa de compra de activos (Vicuña Barroso, 2016):

- Excede del mandato del BCE, pues infringe el reparto de competencias entre la Unión Europea y los Estados miembros.
- Incumple la prohibición de financiación monetaria.
- Atenta contra la Ley Fundamental Alemana.

El BCE afirmó que la base legal del programa ampliado de compra de activos (APP) reside en el artículo 18.1 del Estatuto del SEBC, en el que se declara que el BCE, con el fin de alcanzar sus objetivos y desempeñar sus funciones, podrá:

- Operar en los mercados financieros (tanto al contado como a plazo), comprando y vendiendo valores u otros instrumentos negociables.
- Llevar a cabo operaciones de crédito (en base a garantías adecuadas) con entidades de crédito y los participantes en el mercado.

El Tribunal de Justicia de la Unión Europea falló a favor del BCE, declarando en su sentencia que no se ha manifestado ningún aspecto que afecte a la validez del programa.

En primer lugar, se declara que el programa no excede el mandato del BCE, pues se trata de una medida de política monetaria, la cual es responsabilidad de la Unión respecto a los Estados miembros, y se respeta el principio de proporcionalidad.

Por otro lado, se pone de manifiesto la necesidad de aplicar las medidas no convencionales ante la insuficiencia de los ajustes de los tipos de interés oficiales, y señala que el programa no atiende a las necesidades de financiación de ningún país.

Por último, se aclara que el programa no incumple la prohibición de financiación monetaria, puesto que no está permitido la adquisición de activos en el mercado primario, cumpliendo de esta forma con el artículo 123 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (Tribunal de Justicia de la Unión Europea, Comunicado de prensa 192/18, 2018).

CAPITULO 4

EL PROGRAMA DE COMPRAS DEL SECTOR PUBLICO

4.1. INTRODUCCIÓN.

El programa de compras del sector público, más conocido como PSPP por sus siglas en inglés (*Public Sector Purchase Programme*) consiste en la compra de bonos en el mercado secundario emitidos por los Estados miembros de la zona euro y por agencias e instituciones europeas. Así, el PSPP extendió a los valores públicos los programas de compra de activos existentes en el Eurosistema (Lemke, W., & Werner, T., 2017)

En cuanto al total de compras de activos adquiridas bajo en PSPP, el 90% corresponde a deuda de los Estados y agencias reconocidas, mientras que el 10% restante hace referencia a la deuda de organizaciones internacionales y bancos de desarrollo (Lehment, H., 2018).

El programa provocaría un encarecimiento de los bonos, lo que se traduciría en la caída de los tipos de interés. De esta forma, contribuye a reducir la presión de los Estados respecto al coste de financiación y a las ratios de deuda (calculado dividiendo la deuda de cada país por su PIB), la cual se encuentra en torno al 100% en España.

Como se mencionó anteriormente, los riesgos del programa son compartidos, por lo que, si el PSPP genera pérdidas, el 80% serían asumidas por el banco central nacional y el 20% restante se mutualizaría a través del BCE (Banco Central Europeo, 2019)

Cabe destacar que no se adquieren bonos de todos los Estados, por no tener la calificación crediticia mínima para participar. Este es el caso de Grecia, con el que el BCE se reservaba los derechos a negociar con ellos compras de deudas, las cuales presentarán mayores requisitos (Lehment, H., 2018).

4.2. NORMATIVA.

De conformidad con el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea y los Estatutos del SEBC, el programa de compra del sector público está fundamentado por la Decisión (UE) 2015/774 del Banco Central Europeo de 4 de marzo de 2015, sobre el programa de compras de valores públicos en mercados secundarios (BCE/2015/10).

De acuerdo con dicha normativa, el PSPP fue creado para que los bancos centrales del Eurosistema pudieran adquirir instrumentos de renta fija negociables emitidos por administraciones centrales de los Estados, organizaciones internacionales y agencias reconocidas. Para proceder a la compra, los instrumentos deben cumplir una serie de requisitos:

- Los instrumentos han de estar denominados en euros.
- El emisor o avalista de los títulos deberá presentar una calificación crediticia mínima de la categoría 3 de calidad crediticia de la escala de calificación armonizada por el Eurosistema. En caso de que existan varias calificaciones, se aplicará la mejor de ellas.
- Los valores de renta fija deben tener un vencimiento restante comprendido entre 2 años y 30 años y 364 días.

- Las sociedades públicas no financieras pueden ser emisoras sustitutas siempre y cuando no se pueda conseguir el importe de compra previsto y cumpla una serie de requisitos.
- Se permite la compra de valores de renta fija con rendimientos negativos.

En cuanto a las limitaciones a la ejecución de las compras, se establece un “período de bloqueo” en el que no está permitido adquirir valores recientemente emitidos, el cual se establecerá antes de la emisión. En caso de que los instrumentos sean emitidos o estén avalados por los Estados miembros sujetos a un programa de asistencia financiera, se limita a 2 meses.

Adicionalmente, se establece límites a las compras, por los cuales el BCE no puede adquirir más del 25% de una emisión y se instaura un máximo de compra del 33% sobre el total del saldo vivo de los valores de renta fija de un emisor.

Respecto a la asignación de carteras, se establecen los siguientes aspectos:

- El 12% de los instrumentos adquiridos habrán sido emitidos por organizaciones internacionales y bancos de desarrollo, mientras que el 88% los habrán emitidos administraciones públicas y agencias reconocidas.
- El 92% de las compras las ejecutarán los bancos centrales nacionales, y el 8% restante el BCE.
- Los bancos centrales nacionales comprarán valores emitidos por organismos de su propia jurisdicción.

Por último, el Eurosistema publicará semanalmente el valor contable de los valores adquiridos y el vencimiento residual medio.

Esta normativa ha experimentado modificaciones posteriores, las cuales se explicarán a continuación.

En primer lugar, la Decisión (UE) 2015/2101 del Banco Central Europeo, de 5 de noviembre de 2015 (BCE/2015/33) amplía el límite de cuota de emisión al 33%.

Posteriormente, en la Decisión (UE) 2015/2464 del Banco Central Europeo, de 16 de diciembre de 2015 (BCE/2015/48) se decreta que los instrumentos también podrán ser emitidos por administraciones regionales o locales de un Estado.

La Decisión (UE) 2016/702 del Banco Central Europeo, de 18 de abril de 2016 supone un nuevo cambio en ambos límites a las compras (emisión y emisor), el cual se incrementa al 50% en el caso de instrumentos emitidos por organizaciones internacionales y bancos multilaterales de desarrollo, y se mantiene en el 33% para los restantes. Además, los instrumentos emitidos por organizaciones internacionales y bancos de desarrollo suponen un 10%, y los emitidos por las administraciones públicas y agencias reconocidas implica un 90%. Asimismo, el BCE podrá adquirir el 10% del total de las compras, y el 90% restante de las compras serán ejecutadas por los bancos centrales nacionales.

Por último, en la Decisión (UE) 2017/100 del Banco Central Europeo, de 11 de enero de 2017 se reduce el vencimiento residual mínimo a un año.

4.3. COMPRAS POR PAÍSES.

Para comenzar, se destaca que existen diferencias en el volumen de compras de activos en función de los distintos países miembros de la zona euro, las cuales se deben principalmente a dos factores (Lehment, H., 2018):

En primer lugar, el volumen de compras atiende a la suscripción de capital de cada país en el Banco Central Europeo, la cual depende a su vez de la población y del PIB.

Cabe destacar que el BCE modifica las participaciones cada 5 años o cuando existe un cambio en el número de bancos centrales nacionales que participan en el capital. En este contexto, se realizaron ajustes el 1 de enero de 2014 (el cual se tomó en consideración para la realización del PSPP) y el 1 de enero de 2019.

| Banco central nacional | Clave de capital 2014 (%) | Clave de capital 2019 (%) |
|------------------------------|---------------------------|---------------------------|
| Bélgica | 2,4778 | 2,5280 |
| Alemania | 17,9973 | 18,3670 |
| Estonia | 0,1928 | 0,1968 |
| Irlanda | 1,1607 | 1,1754 |
| Grecia | 2,0332 | 1,7292 |
| España | 8,8492 | 8,3391 |
| Francia | 14,1792 | 14,2061 |
| Italia | 12,3108 | 11,8023 |
| Chipre | 0,1513 | 0,1503 |
| Letonia | 0,2821 | 0,2731 |
| Lituania | 0,4132 | 0,4059 |
| Luxemburgo | 0,2030 | 0,2270 |
| Malta | 0,0648 | 0,0732 |
| Países Bajos | 4,0035 | 4,0677 |
| Austria | 1,9631 | 2,0325 |
| Portugal | 1,7434 | 1,6367 |
| Eslovenia | 0,3455 | 0,3361 |
| Eslovaquia | 0,7725 | 0,8004 |
| Finlandia | 1,2564 | 1,2708 |
| Total de la zona euro | 70,3915 | 69,6176 |

Tabla 4.1. Suscripción de capital.

Fuente: Banco Central Europeo.

Adicionalmente, los países que formen parte del SEBC (aunque no estén incluidos en la zona euro) presentarán participaciones en el BCE como contribución a los costes operativos del BCE, entre los que destaca Reino Unido con una participación superior al 14% (Banco Central Europeo, 2019).

De esta forma, en ciertos países, como Italia y España, ha sido posible adquirir un mayor volumen de activos que en países con un mayor PIB, puesto que presentan un porcentaje elevado de participación en el capital del BCE.

Por otro lado, el segundo factor reside en el límite a las compras del PSPP. Este es el caso de Irlanda, pues el BCE intervino entre 2010 y 2014 y se vio obligado a reducir el volumen de compras (Lehment, H., 2018).

Así, el programa de compra de activos se ha desarrollado en función de la suscripción de capital en el BCE, de forma que los saldos en cada país a finales de diciembre de 2018 son los que se muestran en la siguiente gráfica.

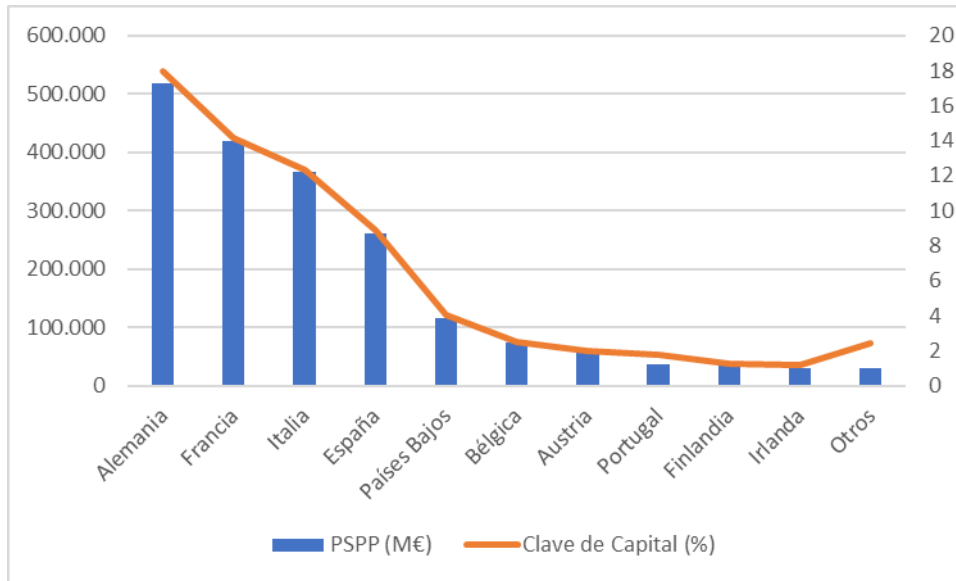


Figura 4.1. Compras acumuladas bajo el PSPP.

Fuente: Banco Central Europeo.

En el siguiente cuadro se muestra el volumen de compras de deuda pública en los países de mayor porcentaje de suscripción de capital, obteniendo asimismo el porcentaje de deuda pública en poder del BCE respecto al total de deuda y al PIB de cada país.

| Países | Deuda total (M€) | PIB (M€) | Deuda sobre PIB | PSPP (M€) | PSPP sobre deuda | PSPP sobre PIB |
|--------------|------------------|-----------|-----------------|-----------|------------------|----------------|
| Alemania | 2.092.781 | 3.386.000 | 63,90% | 518.558 | 24,78% | 15,31% |
| Francia | 2.257.765 | 2.349.224 | 98,50% | 420.259 | 18,61% | 17,89% |
| Italia | 2.263.479 | 1.724.955 | 131,20% | 365.353 | 16,14% | 21,18% |
| España | 1.144.425 | 1.206.878 | 98,10% | 260.820 | 22,79% | 21,61% |
| Países Bajos | 419.778 | 772.694 | 57,00% | 115.183 | 27,44% | 14,91% |
| Bélgica | 453.994 | 450.577 | 103,40% | 73.367 | 16,16% | 16,28% |
| Austria | 289.666 | 369.899 | 78,30% | 58.188 | 20,09% | 15,73% |
| Portugal | 242.805 | 194.614 | 124,80% | 36.845 | 15,17% | 18,93% |
| Finlandia | 137.278 | 223.892 | 61,30% | 33.135 | 24,14% | 14,80% |
| Irlanda | 201.290 | 294.110 | 68,40% | 30.130 | 14,97% | 10,24% |
| Otros | 163.307 | 288.247 | 176,51% | 29.322 | 17,96% | 10,17% |

Tabla 4.2. Volumen de compras bajo el PSPP por países.

Fuente: Datosmacro y Banco Central Europeo.

Como puede observarse, el volumen de compras bajo el PSPP es mayor en los países que presentan una mayor participación en el capital del BCE. No obstante, en comparación con el total de deuda pública de cada país, se muestra que se mantiene en torno al 20% del total, con lo cual se esclarece que el programa de compra de activos no se destina a favorecer a ningún país en concreto.

CAPITULO 5

IMPACTOS DEL PROGRAMA DE COMPRA DE ACTIVOS

5.1. IMPACTOS.

En un contexto de crisis económica y financiera, el BCE tomó medidas de política monetaria no convencionales con el objetivo de reactivar la economía, puesto que el ajuste de los tipos de interés oficiales no fue suficiente. Entre estas medidas destaca el programa de compra de activos, el cual generó efectos no solo en la inflación y en el crecimiento de las economías, sino que también influyó en las finanzas públicas, el mercado, la concesión de préstamos y el valor del euro.

5.1.1. Impactos sobre la inflación.

Los efectos del programa de compra de activos se transmiten a la inflación paulatinamente, y en caso de no haber ejecutado dicha medida la inflación podría haber alcanzado valores negativos (Discurso de Mario Draghi, presidente del BCE, 2015).

Así, el programa de compra de activos ha impulsado al alza la inflación de la zona euro, pero sus efectos no se perciben inmediatamente, sino de forma gradual. De hecho, la tasa de inflación comenzó a incrementar considerablemente a partir de mediados de 2016 (Gambetti y Musso, 2017).

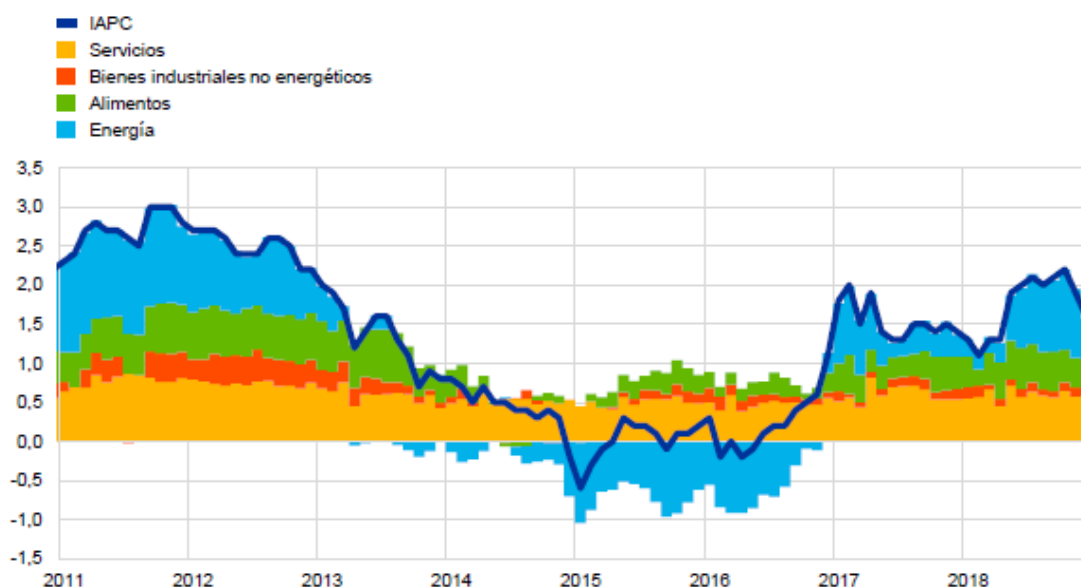


Figura 5.1. Tasa de inflación de la zona euro, por componentes.

Fuente: BCE Boletín Económico 1/2019.

Como puede observarse en la gráfica anterior, en 2015 y principios de 2016 la inflación se encontraba en torno a valores negativos, siendo la contribución del programa de compra de activos a la inflación de un 0,18% y 0,36% respectivamente (Gambetti y Musso, 2017).

No obstante, a mediados de 2016 se presencia una tendencia al alza en la tasa de inflación, situándose a final de año en un 1,3%. Esta tendencia se mantiene en 2017 y 2018, rondando el 2% y cumpliendo así la principal función del Banco Central Europeo: la estabilidad de precios, con una tasa de inflación cercana al 2%.

5.1.2. Impacto sobre la base monetaria.

El programa de compra de activos pretende, además de lograr la estabilidad de precios, mejorar las condiciones de crédito y facilitar la concesión de préstamos a los particulares y empresas, así como reducir los tipos de interés de la deuda soberana, lo cual se consigue gracias a un aumento de la base monetaria. Asimismo, se considera una forma de influir directamente en la economía real, pues la mayoría de las ocasiones se inyecta dinero sin la intervención de las entidades financieras.

Además, cuando el banco central de un país compra activos de una entidad de crédito no considerada MFI (del inglés *Monetary Financial Institutions*) la entidad ha de aumentar las reservas y, como contrapartida, incrementar los préstamos a particulares y empresas, generándose así una mayor cantidad de dinero en una economía (Economic Bulletin 7/2015, 2015).

Como se observa en el siguiente gráfico, la oferta monetaria aumentó en gran medida entre 2014 y 2015, años en los que el BCE comienza a ejecutar sus medidas no convencionales, superando los valores anteriores a la crisis. De hecho, aproximadamente la mitad del crecimiento de M3 se debe a la política monetaria ejecutada por el BCE.

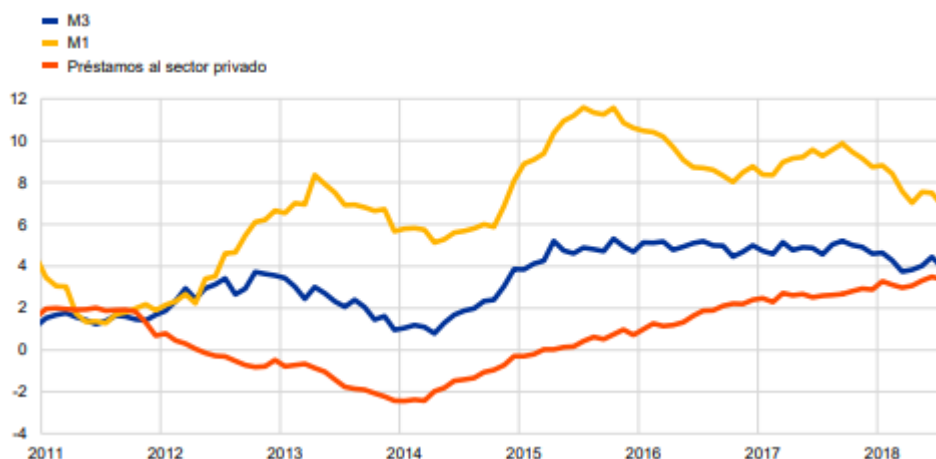


Figura 5.2. Evolución de la oferta monetaria en la zona euro.

Fuente: Banco Central Europeo.

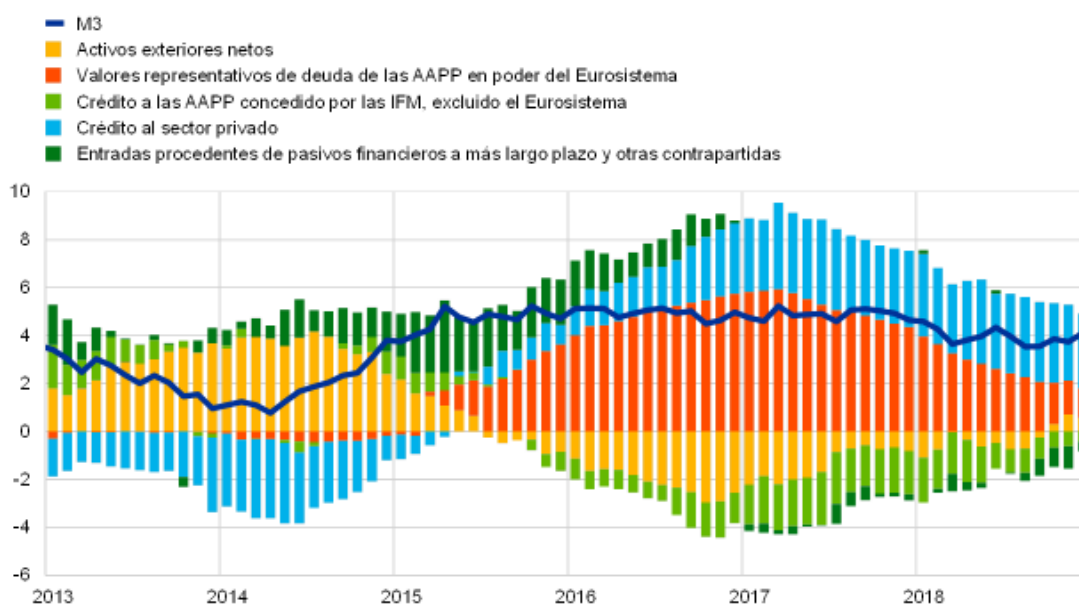


Figura 5.3. Evolución de las contrapartidas de M3.

Fuente: Informe anual 2018, BCE.

5.1.3. Impactos sobre las finanzas públicas.

El programa de compra de activos también afectó a la baja a los tipos de interés de los bonos soberanos, traduciéndose dicho descenso en un menor coste de financiación para los Estados miembros.

Los intereses de los bonos soberanos a 10 años se redujeron especialmente entre los años 2014 y 2016, y a partir de ese momento se estabilizaron, como se muestra en la siguiente gráfica:

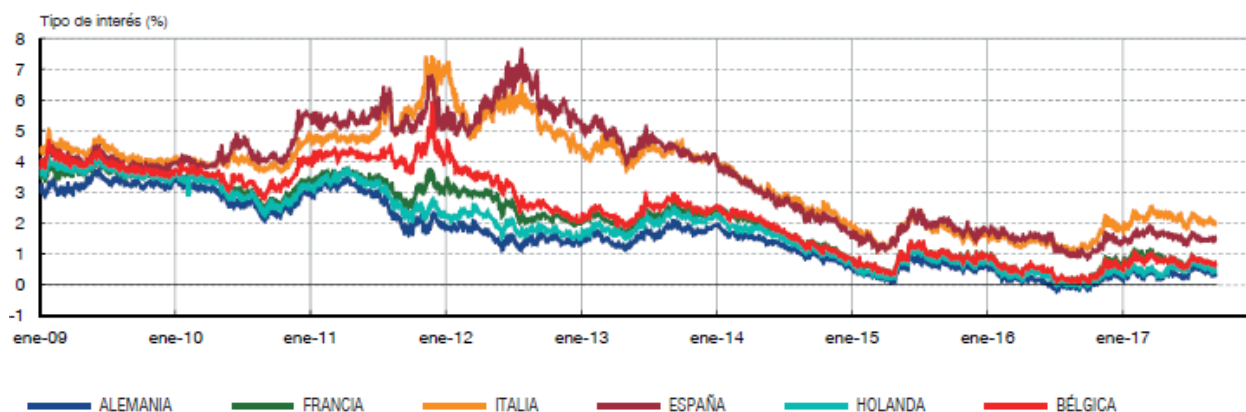


Figura 5.4. Evolución de la rentabilidad de la deuda pública a 10 años.

Fuente: Boletín Económico del Banco de España 3/2017.

De hecho, los tipos de interés de la deuda a diez años en unos 120 puntos básicos aproximadamente en los casos de Alemania, Francia e Italia; unos 160 puntos básicos, y alrededor de 140 en el caso de Bélgica (Boletín Económico 3/2017 Banco de España, 2017).

Así, el precio de mercado de los bonos a diez años aumentó, y el coste de financiación de los Estados se abarató en gran medida, y, como se muestra en la siguiente tabla, la reducción se debe principalmente a la caída de los tipos de interés.

| País | Gasto en intereses (% sobre PIB) | | Variación de intereses debida a: | |
|-----------------|----------------------------------|------|----------------------------------|--------------------|
| | 2014 | 2016 | Variación en deuda | Variación en tipos |
| UEM | 2,7 | 2,2 | -0,07 | -0,40 |
| Alemania | 1,8 | 1,4 | -0,13 | -0,27 |
| Francia | 2,2 | 1,9 | 0,03 | -0,31 |
| Italia | 4,6 | 4,0 | 0,02 | -0,65 |
| España | 3,5 | 2,8 | -0,03 | -0,63 |
| Holanda | 1,4 | 1,1 | -0,10 | -0,24 |
| Bélgica | 3,3 | 2,9 | -0,02 | -0,39 |

Tabla 5.1. Gasto en intereses de la deuda pública.

Fuente: Boletín Económico del Banco de España 3/2017.

Cabe destacar que, desde 2014 a finales de 2016, aproximadamente un 75% de la variación de los tipos de interés de la deuda soberana se puede atribuir a la política monetaria ejercida por el BCE (Boletín Económico 3/2017 Banco de España, 2017).

Por otro lado, el programa de compra de activos (junto a las demás medidas no convencionales) han contribuido a la mejora de indicadores macroeconómicos relacionados con las finanzas públicas, puesto que al impulsar el crecimiento e inflación se han incrementado los ingresos impositivos y se han reducido los gastos de prestaciones por desempleo (Boletín Económico 3/2017 Banco de España, 2017).

5.1.4. Impactos sobre el mercado.

Por un lado, el programa de compra de activos generó un incremento constante de la concentración de la propiedad de los bonos soberanos, puesto que, como se comentó en capítulos anteriores, el BCE ha llegado a adquirir en torno al 20% de la deuda de los países de la zona euro (DNB Working Paper 590, 2018).

De esta forma, tiene un impacto negativo en lo que se refiere a liquidez del mercado, puesto que una parte de los bonos se encuentra durante un largo período de tiempo en manos del BCE (Pelizzon et al., 2017). No obstante, el Banco Central Europeo ha manifestado que los efectos en la liquidez de los mercados como resultado del PSPP no han sido significativos, manteniendo líquido el mercado, por lo que las variaciones en los precios motivadas por cualquier operación serían limitadas y temporales (Informe Anual 2018, BCE).

Por otro lado, también se percibe un efecto sobre las carteras de los inversores: los bancos y los inversores no residentes en la zona euro redujeron la presencia de deuda pública en sus carteras cuando los rendimientos cayeron, mientras que las compañías aseguradoras y los fondos de pensiones mantuvieron sus activos (Kojien et al., 2016).

5.1.5. Impactos sobre los préstamos.

Con el objetivo de impulsar la economía, es necesario incentivar la concesión de créditos y préstamos a particulares y empresas, traducándose de esta forma en un aumento del consumo y de la inversión.

El programa de compra de activos tuvo un efecto positivo en la disposición de los bancos a soportar riesgos, puesto que este programa influye sobre las ganancias de capital y las ratios de capital de las entidades financieras, además de favorecer la liquidez (ECB Economic Bulletin 7/2015, 2015).

Se mejoraron los criterios de aprobación de préstamos a particulares y empresas, puesto que se suavizaron favoreciendo de esta forma el aumento de la demanda de préstamos. Los factores que contribuyeron a esta mejora residen en las presiones competitivas y la menor percepción del riesgo de las entidades financieras (BCE Nota de prensa de 23 de octubre de 2018).

Asimismo, la demanda de préstamos se incrementó en todas las categorías como resultado de los siguientes aspectos:

- Bajo nivel de interés bancario.
- Las necesidades de inversión en capital fijo, existencias y capital circulante.
- El auge de las operaciones de fusión y adquisición.
- Perspectivas favorables del mercado de la vivienda.
- El aumento del gasto en bienes de consumo duradero.

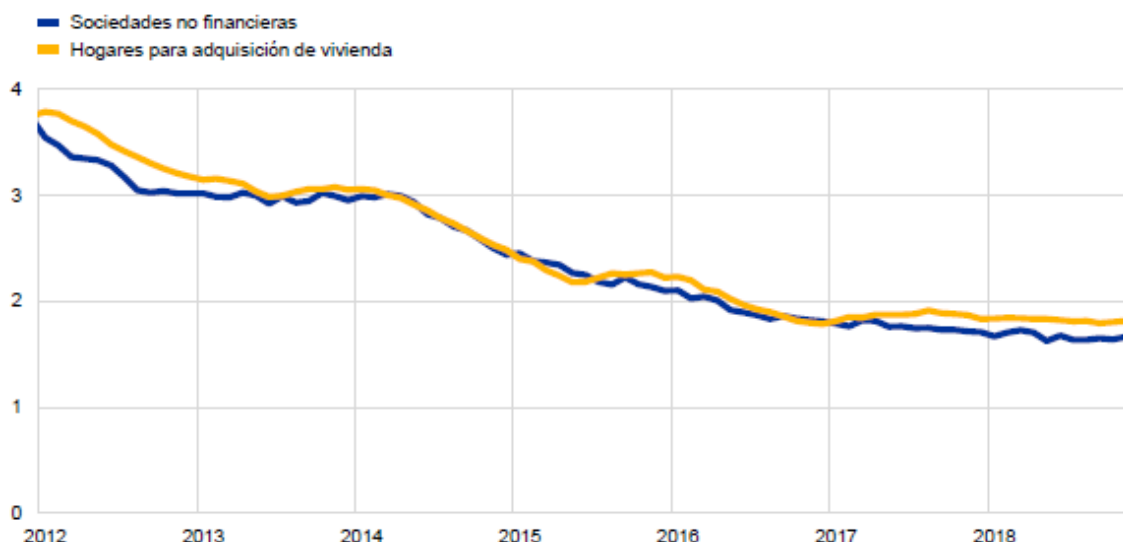


Figura 5.5. Evolución de los tipos de interés de los préstamos.

Fuente: BCE Boletín Económico 1/2019.

Así, creció el volumen de crédito concedido, como consecuencia del descenso de los tipos de interés bancarios observado a partir de 2014, la mejora de la oferta y demanda de préstamos, y el saneamiento de los balances de las entidades bancarias (BCE Boletín Económico 1/2019).

(tasa de crecimiento interanual)

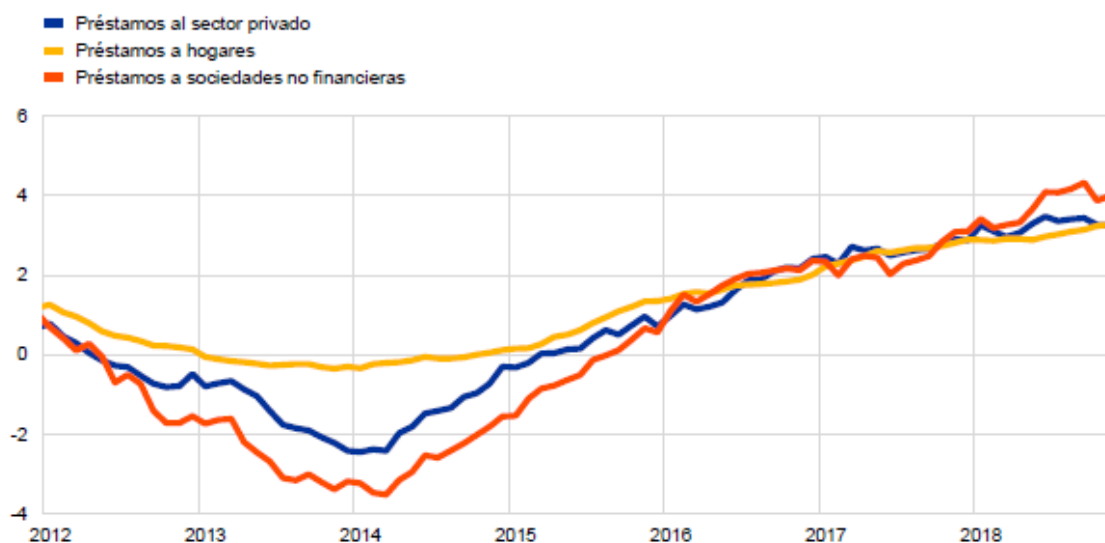


Figura 5.6. Evolución de los préstamos al sector privado.

Fuente: BCE Boletín Económico 1/2019.

Cabe destacar que las condiciones de financiación ajena y la disposición de fondos de las pymes también se vieron favorecidas por el programa de compra de activos.

No obstante, el programa de compra activos también adolece de inconvenientes para las entidades de crédito, puesto que, al reducir los tipos de interés bancarios, se redujeron los márgenes de intermediación de los bancos. De esta forma, ha afectado negativamente a la rentabilidad de las entidades de crédito (BCE Nota de prensa de 23 de octubre de 2018).

5.1.6. Impactos sobre el valor del euro.

El programa de compra de activos generó una depreciación del euro con el propósito de estimular la economía y el sector exportador, así como lograr la estabilidad de precios (La Caixa Research, 2015).

Además, se considera que los inversores ajustaron sus carteras y demandaron activos extranjeros que proporcionaban una mayor rentabilidad, generando así la depreciación del euro respecto a otras monedas.



Figura 5.7. Evolución del tipo de cambio EUR/USD (2014-2019).

Fuente: Banco Central Europeo.

Como se aprecia en el gráfico, el valor del euro respecto al dólar estadounidense se redujo a finales de 2014, año en el que se introducen las primeras medidas no convencionales, y se mantiene en niveles bajos durante 2015 y 2016.

5.1.7. Impacto sobre la economía.

El programa de compra de activos ha contribuido a la recuperación económica, generando un incremento en el PIB, observándose un impulso en el primer trimestre de 2016 y a final de años, manteniéndose en un 0,7% durante 2017. No obstante, el crecimiento se desaceleró en 2018.

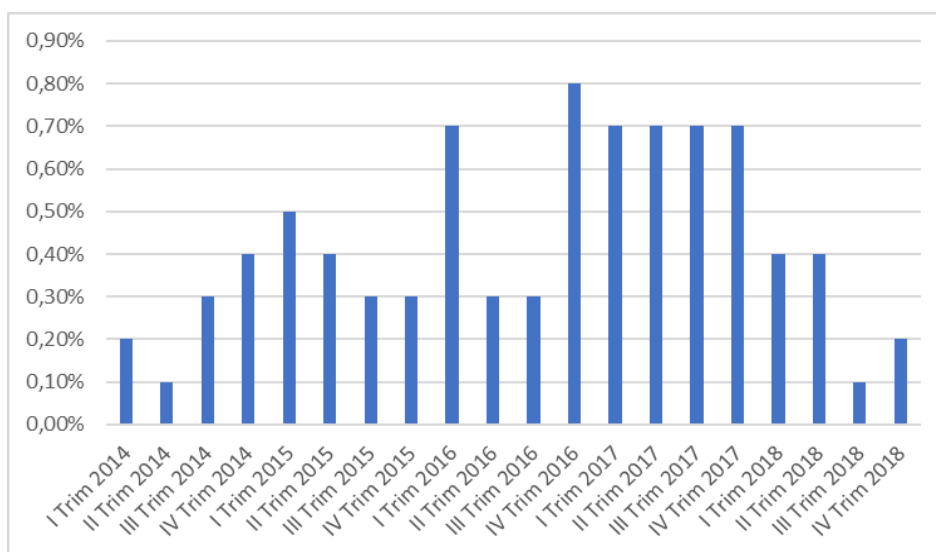


Figura 5.8. Evolución del PIB de la zona euro.

Fuente: Datosmacro.

Por tanto, se considera que el efecto del programa en el PIB ha sido más fuerte en el corto plazo (Gambetti y Musso, 2017).

Así, en general las políticas monetarias ejecutadas por el BCE han presentado un efecto positivo en la recuperación de la economía de los países miembros de la zona euro. De hecho, se estima que el impacto sobre el PIB real de la zona euro será aproximadamente de 1,9 puntos porcentuales acumulados entre 2016 y 2020 (Informe anual del BCE, 2017).

Adicionalmente, Mario Draghi afirma que las medidas de política monetaria deben ir acompañadas de ajustes y reformas estructurales que estimulen la inversión, la creación de empleo y la productividad en la zona euro.

5.1.8. Impacto sobre el balance del Eurosistema.

El balance del Eurosistema creció como consecuencia del programa, pues incluye en su activo las compras realizadas tanto al sector privado como al sector público. Así, aunque en 2018 la expansión del balance fue menor debido a la reducción de las compras mensuales de activos, los instrumentos adquiridos a fin de política monetaria representaron en 2018 un 56% de los activos totales, y el balance alcanzó su máximo histórico (4,7 billones de euros).

Como contrapartida al mantenimiento de la política monetaria se encuentran las cuentas de reservas de las entidades, el recurso a la facilidad de depósito, los billetes en circulación y otros pasivos (incluidos el capital y cuantas de revalorización).

(mm de euros)

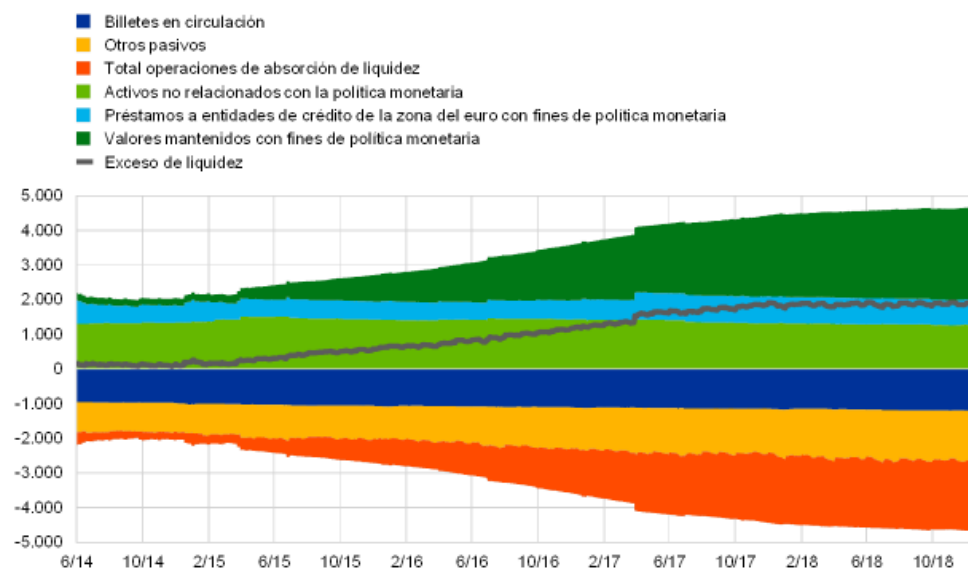


Figura 5.9. Evolución del balance del Eurosistema.

Fuente: Informe anual 2018, BCE.

5.2. SITUACIÓN EN 2019.

En primer lugar, respecto a la evolución financiera se destaca que en enero de 2019 el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona euro ponderado por el PIB disminuyó unos nueve puntos básicos, hasta situarse en el 0,98%. Asimismo, se redujo la tasa libre de riesgo y se incrementó la volatilidad en los mercados financieros (BCE Boletín Económico 1/2019, 2019).

En cuanto a la actividad económica, se espera una desaceleración en 2019, manteniéndose estable a partir de ese año. Se estima que el consumo interno y la inversión sigan creciendo en el futuro; no obstante, el comercio exterior de la zona

euro sigue decreciendo, a pesar de la depreciación del euro. Por otro lado, las condiciones de financiación se mantendrán favorables, impulsando así el crecimiento económico (BCE Boletín Económico 1/2019, 2019).

Respecto a la inflación, disminuyó en diciembre de 2018 hasta representar un 1,6% (frente al 1,9% en noviembre) debido principalmente a los precios de la energía, que se vieron influenciados por la caída del precio del crudo (BCE Boletín Económico 1/2019, 2019). Sin embargo, el BCE afirma que la inflación crecerá gradualmente en el medio plazo gracias al respaldo de la política monetaria y la expansión económica (Yepes, 2018)

Por último, el final del programa de compra de activos a atenuado el crecimiento de la oferta monetaria, hasta situarse en diciembre de 2018 en un 3,7%, frente al 3,9% en noviembre. Esta disminución se ha visto compensada en gran parte por el incremento del crédito al sector privado, surgiendo así una fuente de creación de dinero más autosostenible. Asimismo, el crecimiento de los préstamos se debe tanto al aumento de la demanda como a las condiciones favorables y bajos tipos de interés (BCE Boletín Económico 1/2019, 2019).

5.3. CONCLUSIONES FINALES.

El programa de compra de activos tuvo en efecto significativo sobre los precios de los activos financieros y sobre la inflación de los países miembros. No obstante, los efectos sobre la economía real son más someros, aunque ha contribuido en gran medida a la estabilización de los mercados financieros y a reducir los costes de financiación de los estados, impulsando de esta forma el crecimiento de las economías.

Cabe destacar que el programa de compra de activos se vio limitado por el alto grado de endeudamiento de los particulares y del sector privado y, como consecuencia, no respondieron de la forma esperada a los estímulos del BCE (Pérez Martín, 2017).

CAPITULO 6

EFECTOS SOBRE LA PRIMA DE RIESGO DE ESPAÑA

6.1. SITUACIÓN DE LA PRIMA DE RIESGO ANTES DEL APP.

Las dudas sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas, la situación de insolvencia de los bancos y el alto nivel de déficit público, unido a un entorno de incertidumbre en los mercados y la economía, desembocaron en un incremento de la prima de riesgo (Boscá et al., 2017).

De hecho, en julio de 2011 el coste de financiación de España en el mercado era de un 6%, frente al 2,68% del bono de Alemania.

A ello se une el empeoramiento de la calificación crediticia de España, llegando al nivel más cercano al grado de no inversión según Standard & Poor's, pasando de una A en enero de 2012 a BBB- en octubre de 2012. Lo mismo ocurre con las demás agencias de calificación de mayor prestigio: Moody's y Fitch.

Así, la prima de emisión española alcanzó su máximo histórico en julio de 2012, con 649 puntos básicos.

6.2. ANALISIS DEL APP EN ESPAÑA.

Desde el inicio del programa de compras del sector público (PSPP), el BCE ha acumulado hasta diciembre de 2018 unos 260.820 millones de euros en bonos españoles. De esta forma, España es el cuarto emisor con mayor presencia en la cartera del BCE, por detrás de Alemania, Francia e Italia, siguiendo con la clave de capital correspondiente a España.

Por un lado, en España se ha incrementado el volumen de obligaciones emitidos a partir de 2015, ya que estos títulos cumplen los requisitos establecidos en la normativa. De esta forma, las obligaciones suponen un 65% del total de deuda emitida en 2017, frente al 59% que representaba en 2010.

| Fecha | Letras | | Bonos | | Obligaciones | | Resto | | Total |
|-------|--------|-------|---------|-------|--------------|-------|--------|------|---------|
| | u.m. | % | u.m. | % | u.m. | % | u.m. | % | |
| 2010 | 89.756 | 16,58 | 123.340 | 23,15 | 313.817 | 58,89 | 5.929 | 1,11 | 532.842 |
| 2011 | 90.608 | 15,47 | 147.602 | 25,20 | 342.307 | 58,44 | 5.220 | 0,89 | 585.737 |
| 2012 | 84.613 | 12,36 | 186.976 | 27,30 | 369.872 | 54,01 | 43.335 | 6,33 | 684.796 |
| 2013 | 89.174 | 11,78 | 227.983 | 30,11 | 394.621 | 52,12 | 45.318 | 5,99 | 757.096 |
| 2014 | 77.926 | 9,72 | 228.749 | 28,54 | 450.277 | 56,18 | 44.528 | 5,56 | 801.480 |
| 2015 | 82.435 | 9,74 | 215.384 | 25,45 | 508.799 | 60,13 | 39.556 | 4,67 | 846.174 |
| 2016 | 82.363 | 9,38 | 195.883 | 22,32 | 560.123 | 63,81 | 39.415 | 4,49 | 877.784 |
| 2017 | 78.835 | 8,62 | 199.288 | 21,78 | 599.635 | 65,54 | 37.213 | 4,07 | 914.971 |

Tabla 6.1. Emisión de deuda pública en España (millones de euros y porcentajes).

Fuente: Tesoro Público.

Por otro lado, se muestra la distribución de los bonos y obligaciones por tenedores, observándose la creciente presencia del Banco de España a partir de 2015, hasta situarse en el segundo tenedor con mayor volumen de compras, por detrás de los inversores no residentes.

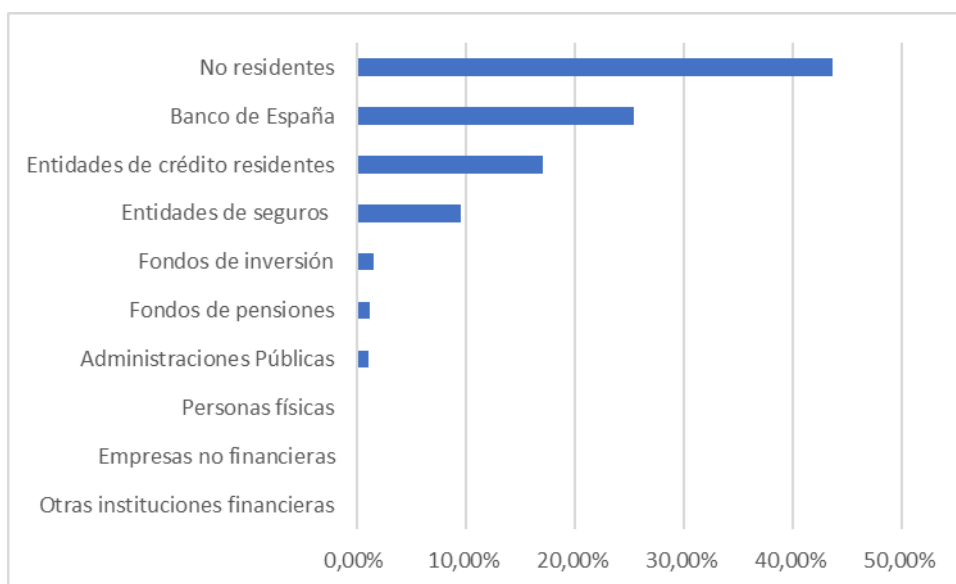


Figura 6.1. Distribución de la deuda española por tenedores (2018).

Fuente: Tesoro Público.

| Fecha | Entidades de crédito residentes | Banco de España | Entidades de seguros | Admin. Públicas | No residentes | Otros | Total |
|-------|---------------------------------|-----------------|----------------------|-----------------|---------------|--------|---------|
| 2010 | 97.750 | 17.863 | 26.189 | 57.247 | 185.688 | 32.874 | 417.611 |
| 2011 | 139.395 | 24.670 | 36.995 | 60.609 | 167.598 | 37.652 | 466.920 |
| 2012 | 171.038 | 29.625 | 42.522 | 61.841 | 184.836 | 40.524 | 530.385 |
| 2013 | 174.846 | 29.461 | 53.542 | 56.833 | 221.614 | 55.858 | 592.154 |
| 2014 | 205.864 | 29.397 | 63.111 | 45.354 | 258.633 | 50.846 | 653.207 |
| 2015 | 180.156 | 71.160 | 62.815 | 37.456 | 312.311 | 41.455 | 705.353 |
| 2016 | 153.515 | 138.590 | 74.269 | 22.601 | 315.553 | 37.201 | 741.728 |
| 2017 | 147.263 | 195.502 | 77.852 | 13.851 | 335.344 | 29.809 | 799.619 |
| 2018 | 145.684 | 216.392 | 81.165 | 9.522 | 371.826 | 27.106 | 851.694 |

Tabla 6.2. Bonos y obligaciones por tenedores (millones de euros).

Fuente: Tesoro Público.

Como puede observarse, la presencia del Banco de España ha ido incrementando a medida que se ha implantado y ejecutado el programa de compra de activos. Así, en 2014 los activos adquiridos por el Banco de España suponen en torno al 25% del total de la deuda, respetando así los límites establecidos en las Directivas de la Unión Europea.

En la siguiente gráfica se muestra la evolución de las compras de activos realizadas por el Banco de España, las cuales han pasado de suponer un 4,28% en 2010 a representar un 25,41% en 2018.

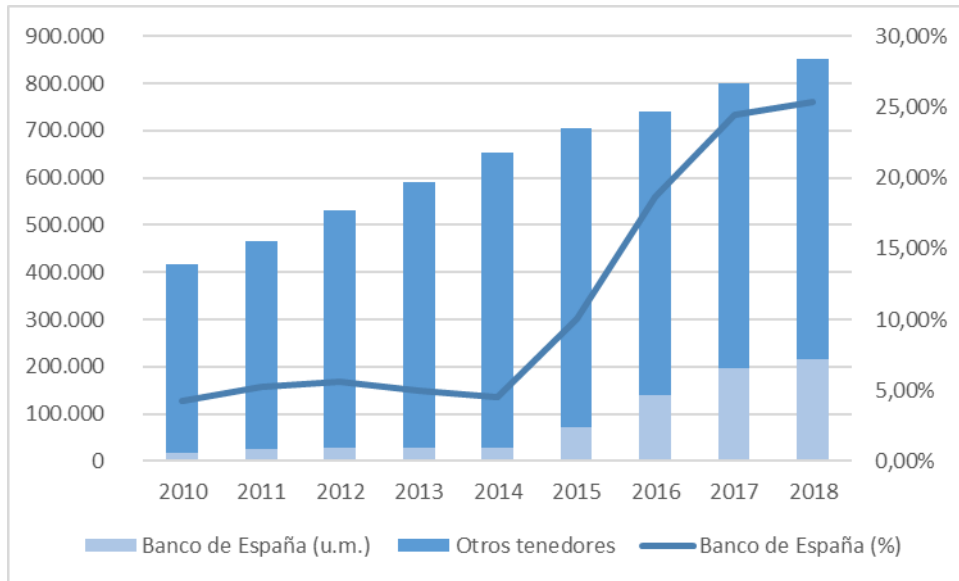


Figura 6.2. Evolución de las compras realizadas por el Banco de España (millones de euros).

Fuente: Elaboración propia, a partir del Tesoro Público.

6.3. SITUACIÓN DE LA PRIMA DE RIESGO UNA VEZ COMENZADO EL APP.

La prima de riesgo de España experimentó una recuperación a partir de 2014, año en el que el Banco Central Europeo ejecutó las primeras medidas no convencionales de política monetaria.

Posteriormente, tras la gran mejora de la prima de emisión durante 2014 y 2015, se estabilizó en unos niveles en torno a 110 puntos básicos. Además, en 2019 se observa una ligera reducción, situándose en unos 103 puntos básicos en abril.



Figura 6.3. Evolución de la prima de riesgo en España.

Fuente: Datosmacro.

En este contexto, el programa de compra de activos (en concreto el PSPP) generó un efecto al alza en el precio de los bonos a 10 años debido al aumento de la demanda, influyendo a su vez sobre los intereses de los mismos. Así, la reducción de los

intereses de los bonos españoles, además de la recuperación económica de España, originó el descenso de la prima de emisión.

A ello se une la mejora de la calificación crediticia de España, puesto que durante 2018 las tres agencias de calificación de mayor prestigio (Standard & Poor's, Moody's y Fitch) subieron el rating.

Asimismo, las medidas tomadas por el BCE propiciaron un incremento de la confianza en el Estado español, lo que a su vez se traduce en una menor prima de riesgo. De hecho, la prima de riesgo comenzó a reducirse a partir de julio de 2012, coincidiendo con el anuncio realizado por Mario Draghi manifestando que se haría todo lo posible para garantizar la supervivencia del euro, lo que sería el antecedente a las medidas no convencionales de política monetaria entre las que se incluye el programa de compra de activos.

Además, a pesar de haber obtenido una calificación cercana al grado de no inversión durante la crisis, España ha gozado de una menor prima de riesgo que otros países con igual calificación crediticia (ver figura 6.3)¹. De esta forma, el programa de compra de activos conferiría seguridad al mercado, generando una mejora de la confianza de los inversores.

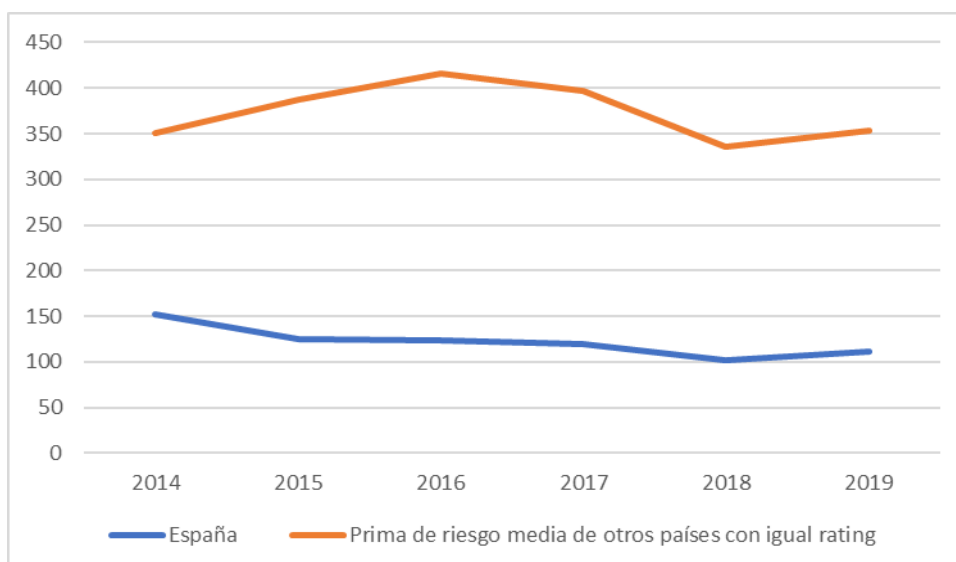


Figura 6.4. Comparación de la prima de riesgo de España y otros países de igual rating.

Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos de Datosmacro e Investing.

Como puede observarse en el gráfico, entre 2014 y 2015 tuvo lugar una recuperación de la prima de riesgo, puesto que los intereses se redujeron en torno a un punto básico. No obstante, a partir de 2015 se muestra una estabilización de la prima de riesgo debido a las siguientes causas:

- Los intereses de los bonos españoles a 10 años subieron en 2016, aunque posteriormente se observa una tendencia descendente.
- La prima de riesgo no solo depende de la situación de España, sino que también se ve influenciada por la situación de Alemania. Así, los intereses de los bonos alemanes a 10 años se redujeron drásticamente (de hecho, en 2016 y 2019 hubo períodos de tiempo en los que los intereses de los bonos eran negativos).

¹ Véase Anexo 1.

De esta forma, la diferencia entre los intereses de los bonos españoles y alemanes se mantuvo estable (puesto que los intereses en ambos países muestran una tendencia similar).

Por otro lado, se observa que otros países de igual calificación crediticia que no participaron en el programa de compra de activos presentan unos intereses y una prima de riesgo muy superiores. De hecho, existe una diferencia de más de 200 puntos básicos entre España y dichos países.

Este hecho se asocia a los efectos del programa de compra de activos del sector público (PSPF), el cual comenzó en 2015, año en el que se aprecia un incremento en la diferencia entre las primas de riesgo. Los países que no participaron en el programa presentaron una reducción más leve de sus intereses, lo que unido a la falta de respaldo por parte del BCE y a la disminución de los intereses de los bonos alemanes provocó un aumento en la prima de riesgo de dichos países.

Además, aunque a partir de 2018 se toman como referencia países con una mejor calificación crediticia y menores intereses (puesto que España obtuvo un rating más favorable que en años anteriores), esta diferencia entre las primas de riesgo no se ve sustancialmente afectada puesto que solo disminuye levemente. De hecho, dicha diferencia entre las primas de riesgo sigue siendo superior a 200 puntos básicos.

Así, se concluye que el programa de compra de activos ha originado un efecto positivo en la prima de riesgo de España, tanto por la reducción de los intereses de los bonos como por la recuperación de la confianza de los inversores.

6.4. IMPLICACIONES SOBRE EL COSTE DE FINANCIACIÓN DE ESPAÑA.

6.4.1. Evolución del coste de financiación.

En primer lugar, como se ha mencionado anteriormente, el programa de compra de activos ha influido a la baja sobre los intereses de los bonos españoles, lo que ha abaratado el coste de financiación de España en los mercados. Así, el coste medio de la deuda (tanto de la deuda en emisión como la deuda en circulación) se ha reducido en gran medida, como se muestra en la siguiente figura:

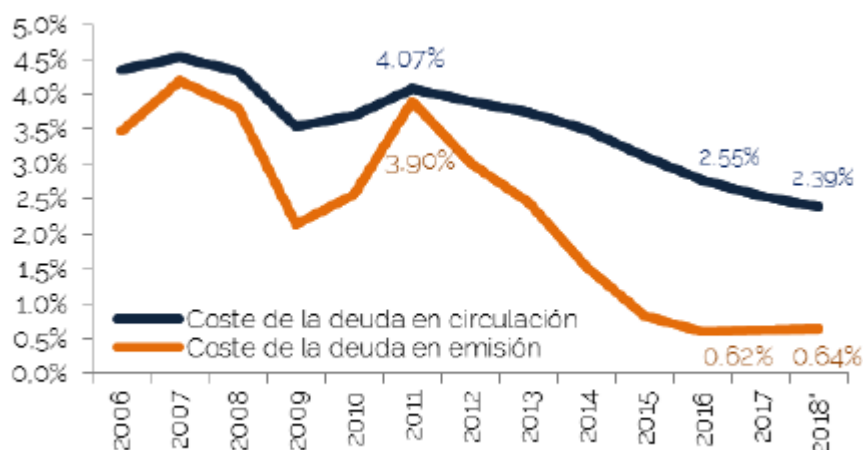


Figura 6.5. Evolución del coste medio de la deuda.

Fuente: Estrategia de Financiación del Estado, 2019.

El coste de la deuda en circulación presenta una reducción paulatina a partir de 2011, año en el que el coste medio se situó en un 4,07%. Además, se observa una disminución mayor a partir de 2015 con el comienzo del programa de activos, hasta situarse en un 2,39% en 2018.

En cuanto al coste medio de la deuda en emisión, expone una reducción drástica desde 2011 (año en el que representó un 3.90%) hasta 2018, situándose en torno a un 0.6%.

Así, tanto el programa de compra de activos como su anuncio en 2012 generaron un efecto positivo en los intereses de los bonos y, por tanto, en el coste de financiación de la deuda.

Cabe destacar que la ampliación de la vida media de la deuda motivado por el aumento de la emisión a plazos más largos no se ha traducido en una dilatación del coste de financiación de la deuda, como cabría suponer.

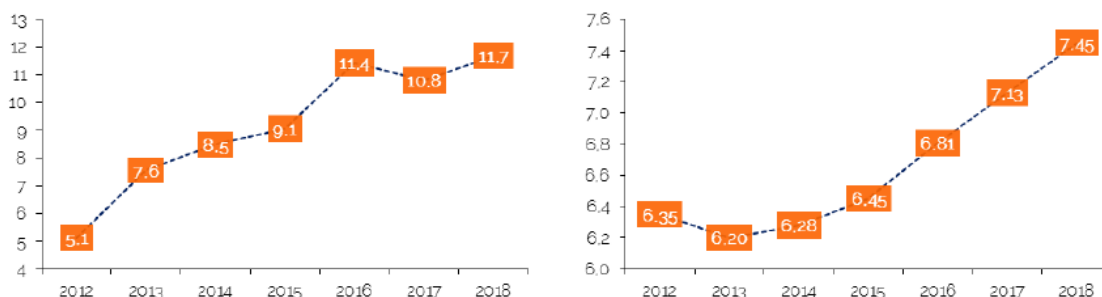


Figura 6.6. Vida media de la deuda en la emisión (izquierda) y en circulación (derecha).

Fuente: Estrategia de Financiación del Estado, 2019.

Por otro lado, se destaca que la proporción de la carga financiera de España sobre el PIB se ha reducido considerablemente a pesar de que el volumen total de deuda se ha incrementado, gracias a la reducción de los intereses.

De esta forma, mientras que en 2014 el coste de financiación representaba un 3,1% sobre el PIB, en 2018 se situó en torno a un 2,5%. Además, esta proporción se redujo especialmente a partir de 2016, año en el que comienzan a ser visibles los efectos del programa de compra de activos sobre los intereses y el PIB.

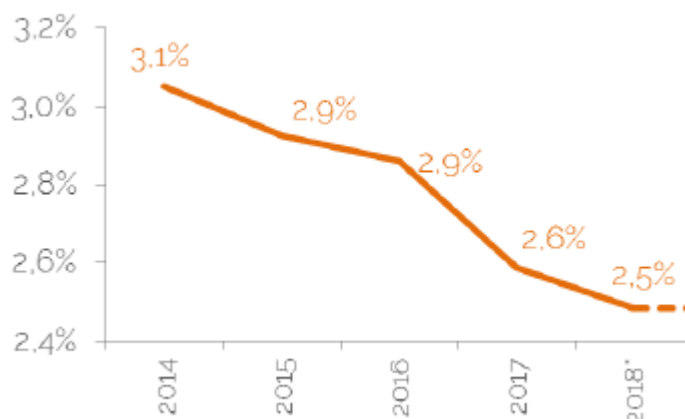


Figura 6.7. Evolución de la carga financiera de España sobre el PIB.

Fuente: Estrategia de Financiación del Estado, 2019.

6.4.2. Expectativas para 2019.

En 2019 se espera que gran parte de la financiación se obtenga mediante la emisión de activos a medio y largo plazo, entre los que se incluye los bonos a 10 años, pero no

se prevé que se mantenga el nivel de ampliación de la vida media de la deuda y la emisión neta reducirá respecto al año anterior.

| | Pro-memoria: Cierre 2018 | Previsión Estrategia 2019 | Variación interanual |
|----------------------------|-------------------------------------|--------------------------------------|---------------------------------|
| Emisión Neta | 34.277 | 35.000 | 2,1% |
| Emisión Bruta | 212.964 | 209.526 | -1,6% |
| Medio y Largo plazo | | | |
| Emisión Bruta | 131.979 | 126.933 | -3,8% |
| Amortizaciones | 89.310 | 91.933 | 2,9% |
| Emisión Neta | 42.669 | 35.000 | -18,0% |
| Letras del Tesoro | | | |
| Emisión Bruta | 80.984 | 82.592 | 2,0% |
| Amortizaciones | 89.377 | 82.592 | -7,6% |
| Emisión Neta | -8.393 | 0 | - |

Tabla 6.2. Financiación del Tesoro Público en 2019 (millones de euros).

Fuente: Estrategia de Financiación del Estado, 2019.

En cuanto al coste de financiación, aunque se prevé un incremento en los tipos de interés en 2019 se espera que continúe cayendo el coste medio de la deuda.

Asimismo, la proporción de carga financiera sobre el PIB seguirá reduciéndose o al menos se mantendrá el porcentaje de 2018, es decir, un 2,5% sobre el PIB.

Además, el programa de compra de activos finalizó en diciembre de 2018, ejecutándose a partir de 2019 el plan de reinversión del principal de los vencimientos de la deuda adquirida. Se prevé que este plan se extenderá por un largo período de tiempo, más allá de la subida de los tipos de interés esperada para 2019, por lo que el BCE no reducirá drásticamente su presencia en el mercado en el próximo año.

El BCE ha declarado que en su programa de reinversión mantendrá el volumen de cada uno de los programas que componen el *Expanded Asset Purchase Programme* (APP), por lo que el peso de la deuda comprada al sector público se mantendrá constante respecto a los niveles de diciembre de 2018.

No obstante, se realizará un ajuste correspondiente con la nueva suscripción de capital que se aplica desde el 1 de enero de 2019. De esta forma, España reducirá su peso en el programa, puesto que su suscripción en el capital del BCE ha pasado de un 8,8409% a un 8,3391%.

6.4.3. Ahorro en intereses.

Como se ha mencionado anteriormente, los tipos de intereses de los bonos a 10 años españoles se redujo en gran medida a partir de 2014, con el inicio de las medidas no convencionales de política monetaria.

De hecho, en España los intereses se vieron disminuidos en mayor medida que en otros países de igual rating que no se beneficiaron de las medidas ejecutadas por el BCE y el programa de compra de activos. Así, mientras que los países de igual

calificación crediticia que España presentaban un rendimiento de sus bonos a 10 años en torno al 4%, España gozó de una reducción del mismo hasta situarse en un 1,4% aproximadamente en 2018 (además, a comienzos de 2019 se observa el mantenimiento de la tendencia descendente)².

| Año | Bonos a 10 años en circulación (M€) | Intereses en España (%) | Intereses en España (M€) | Intereses en otros países (%) | Intereses en otros países (M€) | Ahorro (M€) |
|------|-------------------------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------------------|--------------------------------|-------------|
| 2014 | 290.842 | 2,63% | 7.649,14 | 4,67% | 13.582,32 | 5.933,18 |
| 2015 | 318.309 | 1,70% | 5.411,25 | 4,38% | 13.941,93 | 8.530,68 |
| 2016 | 335.812 | 1,31% | 4.399,14 | 4,27% | 14.339,17 | 9.940,04 |
| 2017 | 359.304 | 1,56% | 5.605,14 | 4,35% | 15.629,72 | 10.024,58 |
| 2018 | 384.100 | 1,43% | 5.492,63 | 3,79% | 14.557,39 | 9.064,76 |

Tabla 6.3. Ahorro en intereses en los bonos a 10 años.

Fuente: Elaboración propia, a partir del Tesoro Público e Investing.

De esta forma, se concluye que España se ha visto favorecida por el programa de compra de activos en cuanto al menor importe pagado en concepto de intereses de deuda (en concreto se estudian los bonos a 10 años), puesto que teniendo en cuenta su calificación crediticia le correspondería pagar una mayor cantidad de intereses.

² Véase Anexo 1.

CAPÍTULO 7

CONCLUSIONES FINALES

El programa de compra de activos parte del concepto de expansión cuantitativa (también conocida como QE por su término en inglés, *quantitative easing*) consiste en incrementar la base monetaria de los países de la zona euro mediante la compra de activos, siguiendo el objetivo último del BCE: la estabilidad de precios.

Se trata de una medida no convencional de política monetaria que tuvo origen debido a que las medidas tomadas por el BCE en situaciones normales, es decir, el ajuste de los tipos de interés a corto plazo, no fueron suficientes para estimular la economía.

Así, los factores que motivaron la ejecución del programa de compra de activos son los siguientes:

- Los tipos de interés oficiales se redujeron hasta su límite inferior efectivo.
- La transmisión de los tipos de interés oficiales a los tipos de interés del mercado monetario se vio truncada debido a la crisis.
- La inflación cayó, y surgió el riesgo de deflación.
- Las tasas de crecimiento eran más bajas que las esperadas.
- Los niveles de deuda y coste de financiación de los Estados eran muy elevados.
- La cotización del euro se encontraba en niveles muy altos.
- El rechazo de las entidades de crédito a la asunción de riesgos.
- Las dificultades de acceso a la financiación.

En este contexto, en 2015 nace el Programa Ampliado de Compra de Activos (conocido como APP por su término en inglés, *Expanded Purchase Programme*) con el objetivo de mantener la estabilidad de precios en niveles próximos al 2%.

El APP se compone a su vez de cuatro programas, entre los que el *Public Sector Purchase Programme* (PSPP) presenta una mayor importancia, puesto que aproximadamente un 82% del total de compras se realizaron bajo este programa.

El PSPP supuso que el APP se extendiera a los valores públicos emitidos por los países de la zona euro y por agencias e instituciones europeas. Las compras efectuadas a cada país dependieron de la suscripción al capital (que a su vez está influenciada por la población y el PIB) y los límites a las compras de activos establecidos en la normativa que regula el PSPP, la cual fue variando a lo largo de los años.

Así, el volumen de compras bajo el PSPP fue superior en los países que presentaban una mayor participación en el capital del BCE, pero en todos los países se mantiene en torno al 20% del total de deuda pública, por lo que se pone de manifiesto que el programa no se destina a favorecer a algún país en concreto.

De esta forma, el APP originó numerosos efectos en la economía de los países de la zona euro, entre los que destacan los siguientes:

Tuvo un efecto positivo en la inflación, puesto que experimentó un incremento gradual especialmente a partir de 2016. De hecho, en 2017 se situó en valores cercanos al 2%, cumpliendo así la principal función del BCE.

También supuso un incremento de la base monetaria a partir de 2015, puesto que se inyecta dinero en la economía de forma directa, es decir, sin la intervención de las entidades de crédito.

En cuanto a las finanzas públicas, originó una tendencia a la baja en el tipo de interés de los bonos soberanos y el coste de financiación de la deuda. De hecho, aproximadamente el 75% de la bajada de los intereses se debe a las medidas del BCE.

Por otro lado, mejoró la disposición de los bancos a soportar riesgo y los criterios de aprobación de préstamos a particulares y empresas. No obstante, redujo el margen de intermediación de las entidades de crédito debido a los menores intereses bancarios.

Además, generó una reestructuración de las carteras de los inversores, especialmente la de los bancos y los inversores no residentes en la zona euro, pues se observa una reducción de la presencia de deuda pública en sus carteras.

Asimismo, causó una depreciación del euro puesto que los inversores destinaron sus fondos a países ajenos a la zona euro, lo que estimuló el sector exportador.

Todos estos efectos desembocaron en un impulso a la recuperación de la economía en los países de la zona euro. Esta contribución fue más fuerte en el corto plazo, en el inicio del programa. Sin embargo, se espera una desaceleración en 2019.

Cabe destacar que el programa se vio limitado por los elevados niveles de endeudamiento de los particulares y del sector privado.

Respecto al efecto sobre la prima de riesgo de España, ésta experimentó una recuperación hasta situarse en 103 puntos básicos en abril de 2019, como resultado del aumento de los precios de los bonos a 10 años (lo que generó una reducción de los intereses), la recuperación de la economía española, la mejora del rating y el incremento de la confianza en el Estado español.

Así, la prima de riesgo de España es mucho menor que en otros países de igual rating, observándose una diferencia de más de 200 puntos básicos. De hecho, los intereses de los bonos a 10 años españoles se vieron reducidos en menor medida que en los bonos de los países que se toman de referencia para comparar. Por lo tanto, el programa de compra de activos ha favorecido a la prima de riesgo de España, tanto por la reducción de los intereses de los bonos como por la recuperación de la confianza de los inversores.

Por otro lado, como se ha dicho anteriormente, los intereses de los bonos se redujeron en gran medida, generando a su vez un descenso del coste de financiación de España. Cabe destacar que a pesar del aumento de la vida de la deuda emitida no se ha originado una dilatación del coste de financiación de la deuda, como cabría suponer.

Además, la proporción de la carga financiera sobre el PIB ha disminuido en gran medida a pesar de que el volumen total de deuda se ha incrementado, gracias a la reducción de los intereses. Así, en 2018 el coste de financiación representaba un 2,5% sobre el PIB, frente al 3,1% de 2014.

Todo ello ha originado que España se haya visto favorecida por el programa de compra de activos, puesto que teniendo en cuenta su calificación crediticia le correspondería pagar una mayor cantidad de intereses. De hecho, mientras que los países de igual rating presentaban un interés medio del 4% aproximadamente, España presentaba un interés en torno al 1,4% en 2018.

Bibliografía

- Banco Central Europeo (2011). Boletín mensual de julio de 2011. Las medidas no convencionales del BCE: impacto y retirada gradual. Recuperado de <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/11/Fich/bm1107-3.pdf>
- Banco Central Europeo (2018). Boletín Económico 6/2018. Recuperado de <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2018/Fich/bebce1806.pdf>
- Banco Central Europeo (2018). Nota de prensa de 23 de octubre de 2018. Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro. Recuperado de https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/ComunicadosBCE/NotasInformativasBCE/18/presbce2018_137.pdf
- Banco Central Europeo (2019). Boletín Económico 1/2019. Recuperado de <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2019/Fich/bebce1901.pdf>
- Banco Central Europeo (2019). Informe anual de 2018. Recuperado de <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2018~d08cb4c623.es.html#toc1>
- Banco de España (2019). Boletín Económico 1/2019. Recuperado de https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/boletines/Boletin_economic/
- Boermans, M., & Keshkov, V. (2018). *The impact of the ECB asset purchases on the European bond market structure: Granular evidence on ownership concentration* (No. 590). Netherlands Central Bank, Research Department.
- Boscá, J. E., Doménech, R., Ferri, J., Méndez, R., & Rubio-Ramírez, J. (2017). Perturbaciones Financieras y Fiscales en España en la Gran Recesión. *Papeles de Economía Española*.
- Burriel, P., Martí, F., & Pérez, J. (2017). El impacto de la política monetaria no convencional sobre las finanzas públicas de la UEM. *Boletín Económico*, 3, 2017.
- Daniel Jiménez Bermejo. Expansión cuantitativa (QE) [sitio web]. Recuperado de <https://economipedia.com/definiciones/expansion-cuantitativa-qe.html>
- Datosmacro (2019). Prima de riesgo [tabla]. Recuperado de <https://datosmacro.expansion.com/prima-riesgo/espana>
- Datosmacro (2019). Ratings [tabla]. Recuperado de <https://datosmacro.expansion.com/ratings/espana>
- Datosmacro (2019). UE – Unión Europea [tabla]. Recuperado de <https://datosmacro.expansion.com/paises/grupos/union-europea>
- de Viciuña Barroso, A. S. (2016). La política monetaria del BCE ante el Tribunal Constitucional Federal Alemán: la Sentencia de 21 de junio de 2016 en el caso «OMT». *Revista de Derecho Comunitario Europeo*, (55), 1067-1099.
- Decisión (UE) 2015/2101 del Banco Central Europeo, de 5 de noviembre de 2015, por la que se modifica la Decisión (UE) 2015/774 sobre un programa de compras de valores públicos en mercados secundarios (BCE/2015/33). Diario Oficial de la Unión Europea L 303, de 20 de noviembre de 2015.
- Decisión (UE) 2015/2464 del Banco Central Europeo, de 16 de diciembre de 2015, por la que se modifica la Decisión (UE) 2015/774 sobre un programa de compras de valores públicos en mercados secundarios (BCE/2015/48). Diario Oficial de la Unión Europea L 344, de 30 de diciembre de 2015.

- Decisión (UE) 2015/774 de Banco Central Europeo, de 4 de marzo de 2015, sobre un programa de compra de valores públicos en mercados secundarios (BCE/2015/10). Diario Oficial de la Unión Europea L 121, de 14 de mayo de 2015.
- Decisión (UE) 2016/702 del Banco Central Europeo, de 18 de abril de 2016, por la que se modifica la Decisión (UE) 2015/774 sobre un programa de compras de valores públicos en mercados secundarios (BCE/2016/8). Diario Oficial de la Unión Europea L 121, de 11 de mayo de 2016.
- Decisión (UE) 2017/100 del Banco Central Europeo, de 11 de enero de 2017 por la que se modifica la Decisión (UE) 2015/774 sobre un programa de compras de valores públicos en mercados secundarios (BCE/2017/1). Diario Oficial de la Unión Europea L 16, de 20 de enero de 2017.
- El Blog Salmón (27 de octubre de 2017). Todas las implicaciones de la reducción del comprar del BCE [Mensaje en un blog]. Recuperado de <https://www.elblogsalmon.com/economia/todas-las-implicaciones-de-la-reduccion-de-comprar-del-bce>
- Esteve, V., & Prats, M. (2011). La utilización de medidas de política monetaria no convencional frente a la crisis financiera internacional. *Revista Principios*, 19.
- Europa Press (2018). El BCE termina hoy su programa de compra de activos tras acumular 260.000 millones en deuda española. *ABC Economía*. Recuperado de https://www.abc.es/economia/abci-termina-programa-compras-activos-tras-acumular-260000-millones-deuda-espanola-201812191118_noticia.html
- Europa Press (2018). El BCE termina una era y finiquita el programa de compra de deuda. *La Vanguardia*. Recuperado de <https://www.lavanguardia.com/economia/20181219/453643681457/bce-deuda-compra-programa-espana-fin.html>
- European Central Bank (2015). ¿Qué es el programa ampliado de compra de activos? [sitio web]. Recuperado de <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/asset-purchase.es.html>
- European Central Bank (2015). Economic Bulletin Issue 7/2015. Recuperado de <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201507.en.pdf>
- European Central Bank (2015). Economic Bulletin Issue 8/2015. Recuperado de <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201508.en.pdf?5e07e017aac64fb6affac71b13332fee>
- European Central Bank (2015). Inflación mundial y de la zona euro. Discurso pronunciado por Mario Draghi [sitio web]. Recuperado de <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp151204.es.html>
- European Central Bank (2015). What is monetary policy? [sitio web]. Recuperado de <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-monetary-policy.en.html>
- European Central Bank (2016). ¿Cómo funciona el programa de compra de activos del BCE? [sitio web]. Recuperado de <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/app.es.html>
- European Central Bank (2016). Decisiones de política monetaria de 10 de marzo [sitio web]. Recuperado de <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310.es.html>
- European Central Bank (2017). Decisiones de política monetaria de 19 de enero [sitio web]. Recuperado de <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/pr170119.es.html>

- European Central Bank (2017). Decisiones de política monetaria de 26 de octubre [sitio web]. Recuperado de <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.mp171026.es.html>
- European Central Bank (2017). La Historia del Banco Central Europeo [Archivo de vídeo] (27 de julio de 2017). Recuperado de https://www.youtube.com/playlist?list=PLnVAEZuF9FZk_wclTEK5G9QpS0j4LpB7o
- European Central Bank (2018). El BCE adopta una nueva clave de capital. [sitio web]. Recuperado de <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.pr181203.es.html>
- European Central Bank (2019). ¿Qué es la expansión cuantitativa? [sitio web]. Recuperado de https://www.ecb.europa.eu/explainers/show-me/html/app_infographic.es.html
- European Central Bank (2019). Asset Purchase Programmes [sitio web]. Recuperado de <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html#pspp>
- European Central Bank (2019). ECB euro reference exchange rate: US dollar (USD) [Gráfico]. Recuperado de https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/eurofxref-graph-usd.en.html
- European Central Bank (2019). Funciones [sitio web]. Recuperado de <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.es.html>
- European Central Bank (2019). Organisation [sitio web]. Recuperado de <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/html/index.en.html>
- European Central Bank (2019). Public Sector Purchase Programme (PSPP) – Question and Answers [sitio web]. Recuperado de <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/pspp-qa.en.html>
- European Central Bank (2019). Suscripción de capital. [sitio web]. Recuperado de <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.es.html>
- European Central Bank (2019). The Eurosystem's instruments [sitio web]. Recuperado de <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/html/index.en.html>
- Gambetti, L., & Musso, A. (2017). The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme (APP).
- Gedescio (2 de junio de 2015). Prima de riesgo: por qué baja y en qué afecta a la economía. [Mensaje en un blog]. Recuperado de <https://www.gedescio.es/blog/prima-de-riesgo-por-que-baja-y-en-que-afecta-a-la-economia/>
- Investing (2019). Rentabilidad de los bonos a 10 años. Recuperado de <https://es.investing.com/rates-bonds/spain-10-year-bond-yield>
- La Caixa Research (2015). El QE del BCE: causas y efectos. Sobre la necesidad y eficacia del QE del BCE. Recuperado de <http://www.caixabankresearch.com/1503im-d1-es>
- Lehment, H. (2018). *Fiscal implications of the ECB's public sector purchase programme (PSPP)* (No. 2107). Kiel Working Paper.
- Lemke, W., & Werner, T. (2017). Dissecting long-term Bund yields in the run-up to the ECB's Public Sector Purchase Programme.
- Luukkonen, E. (2018). ECB's quantitative easing—how it affects the economy.

- Marchal, L. (2015). DRAGHI, POR FIN VA A HACER" TODO LO QUE SEA NECESARIO": El BCE comprará 60.000 millones de deuda mensuales para reactivar la economía. *El siglo de Europa*, (1094), 58-60.
- OroyFinanzas (2015). ¿Qué es el Public Sector Purchase Programme – PSPP del BCE? QE del BCE [sitio web]. Recuperado de <https://www.oroynfinanzas.com/2015/08/que-es-public-sector-purchase-programme-pspp-bce/>
- OroyFinanzas (2016). ¿Qué es el Expanded Prurchase Programme – APP del BCE? [sitio web]. Recuperado de <https://www.oroynfinanzas.com/2016/03/que-expanded-asset-purchase-programme-app-bce/>
- Pellicer, L. (2018). La Justicia europea avala el programa de compra de activos de Draghi. *El País*. Recuperado de https://elpais.com/economia/2018/12/11/actualidad/1544521715_477076.html
- Pérez Martín, E. M. (2017). La política monetaria en tiempos de crisis: qué han aprendido los bancos centrales.
- Rios, M. S., & Chillón, F. X. M. (2016). Política monetaria no convencional. Los programas de compra de activos del Banco Central Europeo. *Boletín económico de ICE*, (3081).
- Romero, A. (2013). La prima de riesgo cae a la mitad desde el máximo histórico de julio de 649 puntos. *El País*. Recuperado de https://elpais.com/economia/2013/01/11/actualidad/1357921042_646530.html
- Sanhermelando, J. (2018). La compra de bonos acaba pero el estímulo del BCE sigue: 4 claves de la decisión de Draghi. *El Español*. Recuperado de https://www.elespanol.com/mundo/europa/20181213/compra-acaba-estimulo-bce-claves-decision-draghi/360464315_0.html
- Tesoro Público (2019). Deuda en circulación [tabla]. Recuperado de <http://www.tesoro.es/deuda-publica/estad%C3%ADsticas-mensuales>
- Tesoro Público (2019). Distribución de la deuda por tenedores [tabla]. Recuperado de <http://www.tesoro.es/deuda-publica/estad%C3%ADsticas-mensuales>
- Tesoro Público (2019). Estrategia de financiación del Tesoro 2019. Recuperado de http://www.tesoro.es/sites/default/files/estrategia/Estrategia_ES.pdf
- Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Diario Oficial de la Unión Europea, C 202, 7 de junio de 2016.
- Tribunal de Justicia de la Unión Europea. Comunicado de prensa nº 192/18. Luxemburgo, 11 de diciembre de 2018.
- Unión Europea. Protocolo nº4 sobre los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y el Banco Central Europeo. Diario Oficial de la Unión Europea C 326/230, de 26 de octubre de 2012.
- Yepes, E. (2018). El Banco Central Europeo advierte sobre la desaceleración de la economía global en 2019. *Cambio 16*. Recuperado de <https://www.cambio16.com/el-banco-central-europeo-advierte-sobre-una-desaceleracion-de-la-economia-global-en-2019/>

Anexos

ANEXO 1. CÁLCULO DE LA PRIMA DE RIESGO Y DE LOS INTERESES DE LOS BONOS A 10 AÑOS.

En primer lugar, se buscaron países cuya calificación crediticia coincidiera en cada año con el rating de España, basándose en las tres agencias de calificación de mayor prestigio (Standard and Poor's, Moody's y Fitch). Para ello, se consulta la página web Datosmacro.

En segundo lugar, se obtienen los intereses de los bonos a 10 años tanto de España como de los países de igual rating para cada año del estudio (es decir, a partir de 2014). Para ello, teniendo en cuenta que los intereses presentan distintos niveles y cambios de tendencia a lo largo del año se realizó una media de los intereses de los bonos al cierre del día 1 de cada mes. Así, se obtienen unos intereses medios que tienen en cuenta esta evolución dentro de cada año. Para obtener dichos datos, se hizo uso de la página web Investing.

Por último, también se calculan los intereses de Alemania para obtener por diferencia la prima de riesgo de los países.

Los datos obtenidos para cada año son los siguientes:

| 2014 | | | | | |
|-------------------------------------|---------|-----|-------|--------------|--------------|
| País | Moody's | S&P | Fitch | Interés bono | Prima riesgo |
| España | Baa2 | BBB | BBB+ | 2,63% | 152 |
| Bulgaria | Baa2 | - | - | 3,40% | 223 |
| Colombia | Baa2 | - | - | 6,17% | 500 |
| Filipinas | Baa2 | - | - | 4,28% | 311 |
| México | - | - | BBB+ | 5,97% | 480 |
| Tailandia | - | - | BBB+ | 3,51% | 234 |
| Media de los países de igual rating | | | | 4,67% | 350 |

| 2015 | | | | | |
|-------------------------------------|---------|------|-------|--------------|--------------|
| País | Moody's | S&P | Fitch | Interés bono | Prima riesgo |
| España | Baa2 | BBB+ | BBB+ | 1,70% | 125 |
| Bulgaria | Baa2 | - | - | 2,80% | 229 |
| Filipinas | Baa2 | - | - | 4,11% | 360 |
| México | - | BBB+ | - | 5,92% | 541 |
| Islandia | - | - | BBB+ | 6,35% | 584 |
| Tailandia | - | - | BBB+ | 2,72% | 221 |
| Media de los países de igual rating | | | | 4,38% | 387 |

| 2016 | | | | | |
|-------------------------------------|---------|------|-------|--------------|--------------|
| País | Moody's | S&P | Fitch | Interés bono | Prima riesgo |
| España | Baa2 | BBB+ | BBB+ | 1,31% | 123 |
| Bulgaria | Baa2 | - | - | 2,30% | 219 |
| Filipinas | Baa2 | - | - | 4,12% | 401 |
| Polonia | - | BBB+ | - | 3,08% | 297 |
| México | - | BBB+ | - | 6,21% | 610 |
| Islandia | - | - | BBB+ | 5,63% | 552 |
| Media de los países de igual rating | | | | 4,27% | 416 |

| 2017 | | | | | |
|-------------------------------------|---------|------|-------|--------------|--------------|
| País | Moody's | S&P | Fitch | Interés bono | Prima riesgo |
| España | Baa2 | BBB+ | BBB+ | 1,56% | 120 |
| Bulgaria | Baa2 | - | - | 1,73% | 135 |
| Filipinas | Baa2 | - | - | 4,86% | 448 |
| Polonia | - | BBB+ | - | 3,44% | 306 |
| Indonesia | - | - | BBB+ | 6,80% | 642 |
| Islandia | - | - | BBB+ | 4,94% | 456 |
| Media de los países de igual rating | | | | 4,35% | 397 |

| 2018 | | | | | |
|-------------------------------------|---------|-----|-------|--------------|--------------|
| País | Moody's | S&P | Fitch | Interés bono | Prima riesgo |
| España | Baa1 | A- | A- | 1,43% | 102 |
| Mauricio | Baa1 | - | - | 5,30% | 487 |
| Tailandia | Baa1 | - | - | 2,56% | 213 |
| Polonia | - | A- | - | 3,20% | 277 |
| Malasia | - | A- | - | 4,09% | 366 |
| Media de los países de igual rating | | | | 3,79% | 336 |

| 2019 | | | | | |
|-------------------------------------|---------|-----|-------|--------------|--------------|
| País | Moody's | S&P | Fitch | Interés bono | Prima riesgo |
| España | Baa1 | A- | A- | 1,14% | 112 |
| Mauricio | Baa1 | - | - | 5,25% | 516 |
| Tailandia | Baa1 | - | - | 2,48% | 239 |
| Polonia | - | A- | - | 2,85% | 276 |
| Malasia | - | A- | - | 3,90% | 381 |
| Media de los países de igual rating | | | | 3,62% | 353 |