

## Nexo “bancos-deuda soberana” en España (II): la perspectiva bancaria

Ángel Berges, Alfonso Pelayo y Fernando Rojas\*

**En esta “segunda entrega” analizamos el nexo entre riesgos bancarios y soberanos desde la perspectiva de los bancos españoles. La inversión en renta fija (sobre todo deuda pública española) permitió a los bancos compensar la intensa caída de la inversión crediticia en un contexto de agudo desapalancamiento empresarial y familiar, de tal manera que la aportación de la renta fija, tanto en intereses recibidos como en plusvalías realizadas, constituyó un factor de apoyo a las cuentas de resultados en momentos de gran tensión. En los últimos años, sin embargo, la reducción de la pendiente de la curva, y una gradual normalización de la actividad crediticia, ha hecho que las entidades reduzcan sustancialmente sus tenencias de deuda pública, tendencia que sin duda se acelerará en próximos años. Sin menoscabo de ello, cualquier modificación del marco regulador de las tenencias de deuda pública por los bancos únicamente sería aceptable en el marco de una unión bancaria mucho más integrada.**

La tenencia de deuda soberana en los balances bancarios es el exponente más obvio del denominado “nexo bancario-soberano”, que resume la estrecha relación existente entre el sistema bancario y el sector público, con un claro carácter bidireccional, de tal manera que ambos actores (sistema bancario y sector público) salen extraordinariamente beneficiados de dicha relación. En este artículo nos ceñiremos a la perspectiva bancaria, tras haberlo hecho en un artículo anterior desde la perspectiva del Tesoro.

Para los bancos, la tenencia de un importante saldo de valores de deuda pública en sus balan-

ces es absolutamente imprescindible para varias de sus funciones *core*. Entre ellas cabe destacar como funciones más tradicionales, la propia gestión de balance, en la que el mantenimiento de activos líquidos (y sin duda la deuda soberana es el más líquido de dichos activos) es una absoluta necesidad, no solamente de gestión sino de exigencia regulatoria. Junto a ello, el importante papel del sistema bancario como soporte del mecanismo de pagos, y de vehículo de transmisión de la política monetaria, también debe descansar ineludiblemente en un importante saldo de valores de deuda pública.

\* Afi - Analistas Financieros Internacionales, S.A.

Junto a esas funciones más ligadas a la gestión bancaria más tradicional, cabe destacar la creciente importancia que en la moderna gestión bancaria, y en un marco de creciente desintermediación financiera, tiene la función de *market maker* en mercados de capital, y de originador/distribuidor de emisiones en dichos mercados; y entre ellos es obvio que es el de deuda pública el que ofrece un mayor potencial.

## La deuda pública en los balances bancarios: la experiencia española

Analizado desde la perspectiva bancaria, el aumento de la deuda pública en España coincide con un intenso proceso de desapalancamiento privado (hogares y empresas), de tal manera que en los balances bancarios se produce un cambio sustancial en su composición, con importante pérdida de peso de la inversión crediticia, al tiempo que lo gana la presencia de valores de renta fija, especialmente deuda pública española. Con dicha recomposición, los bancos buscan compensar, aunque sea parcialmente, la pérdida de oportunidades de inversión crediticia, en un contexto de extrema debilidad de la demanda de crédito y fuerte propensión al desapalancamiento de empresas y familias.

Dicha estrategia de inversión en deuda pública, en los años de mayor tensión de tipos de interés en la misma, iba a ser extraordinariamente rentable, en términos de aportación a las cuentas de resultados bancarios y de compensación de la pérdida de ingresos por la caída de inversión crediticia rentable. Esa contribución de la deuda pública a las cuentas de resultados iba a venir por una doble vía. En primer lugar por el cobro de intereses (cupones) de los bonos mantenidos en cartera; dichos cupones representaron casi el 20% del total de ingresos financieros percibidos por el sistema bancario en el periodo entre 2008 y 2014.

Pero más importante aún es el otro componente de aportación a las cuentas de resultados,

concretamente la materialización de plusvalías que tiene lugar cuando un bono se vende a un precio superior al que se compró. Esa generación de plusvalías se ha derivado fundamentalmente de

---

*La aportación de los cupones de la deuda pública/renta fija en los últimos años ha permitido compensar parcialmente el impacto adverso en el margen de intermediación de unos tipos de interés extraordinariamente reducidos en inversión crediticia. Entre 2014 y 2017 dicha aportación ha representado una cuarta parte de los ingresos financieros totales del sector.*

---

la extraordinaria reducción de tipos de interés a largo plazo que se produce tras la histórica declaración del Banco Central Europeo en verano de 2012, comprometiendo toda su capacidad de intervención (*whatever it takes*) para defender la integridad de la eurozona, y eliminando por tanto el componente de “riesgo ruptura del euro” que venía penalizando a los bonos soberanos de varios países europeos, entre ellos España.

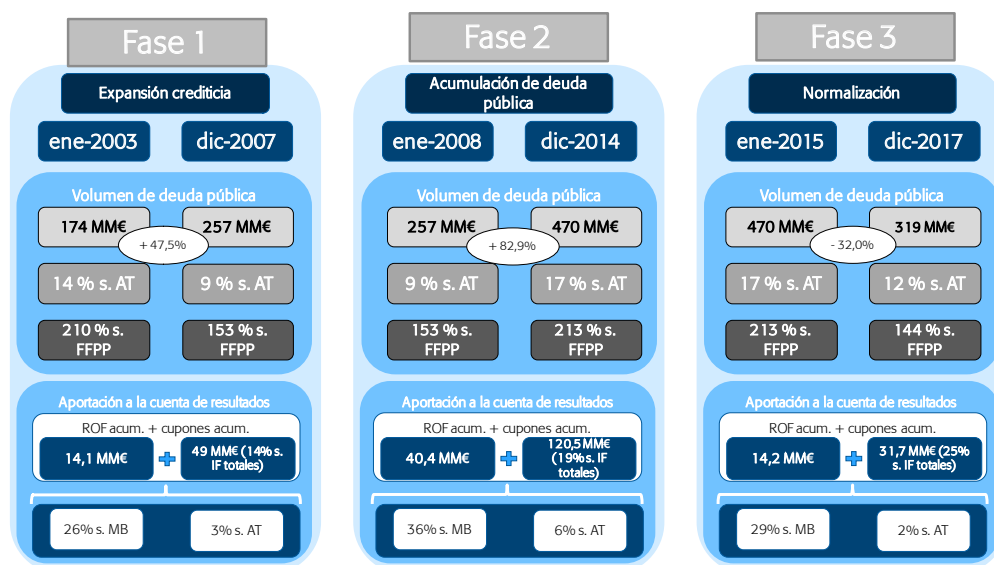
Es así como, una vez que la prima de riesgo de la deuda pública española va consolidando su sistemático descenso, los bancos comienzan a acumular importantes plusvalías en sus carteras de deuda pública, que las podrán materializar mediante dos vías alternativas. Una más inmediata, cual es la venta de bonos en el mercado secundario a un precio muy por encima de su valor de compra; y otra más sostenida, manteniendo en cartera bonos con un cupón elevado y un dilatado periodo hasta el vencimiento.

Las dos modalidades han sido utilizadas, en mayor o menor medida, por las entidades financieras españolas, como puede inferirse del esquema 1, que trata de resumir la importante aportación de la renta fija (deuda pública en su mayoría) a las cuentas de resultados del sistema bancario. Las plusvalías materializadas han contribuido a un resultado por operaciones financieras (ROF)

Esquema 1

## La renta fija en los balances y cuentas de resultados bancarios

(Evolución en tres fases bien distintas)



Notas: MM = Miles de millones. AT = Activos totales. FFPP = Fondos propios. ROF = Resultado por operaciones financieras. MB = Margen bruto.

Fuente: Afi.

que ha permitido compensar en buena parte el extraordinario esfuerzo de saneamiento de activos problemáticos que han realizado las entidades del sistema bancario español.

Y en cuanto a los cupones de la deuda pública/renta fija, su aportación en los últimos años ha permitido compensar parcialmente el impacto adverso en el margen de intermediación de unos tipos de interés extraordinariamente reducidos en la inversión crediticia (mayoritariamente referenciada al euríbor, que lleva ya dos años en terreno negativo). Es así como la aportación de los cupones en la última etapa (2014 a 2017) ha representado un 25% de los ingresos financieros totales obtenidos por el sector, cuando las tenencias de renta fija han descendido a un 12% del total de activos, en ese proceso de reducción, que sin duda continuará en próximos años. A ello contribuirá, por un lado, la pérdida de atractivo para comprar más deuda pública, pues sus tipos de interés se han reducido extraordinariamente, y por otro la finalización del proceso de desapalancamiento privado

(empresas y familias), dando lugar a un moderado incremento de la demanda de inversión crediticia.

## El marco regulatorio y propuestas de modificación

La preocupación por la autoalimentación entre riesgos bancarios y soberanos ha generado un debate sobre el tratamiento regulatorio dado a las tenencias de deuda pública, y en particular a que las mismas están exentas de cómputo a efectos de requerimientos de recursos propios, así como de los límites a la concentración de riesgos por parte de las entidades financieras.

En el marco del proceso de reforma bancaria internacional, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSBB) se comprometía en 2015 a una revisión del tratamiento regulatorio de las exposiciones soberanas, y en su caso recomendar posibles modificaciones a dicho tratamiento. Tras casi tres años de trabajos, el CSBB reconoce que las exposi-

ciones soberanas de los bancos incorporan riesgos de diferente naturaleza y dimensión, pero al mismo tiempo juegan un importante papel tanto en el sistema bancario, como el financiero y económico en general, por lo que cualquier modificación reguladora bancaria debe considerar ese enfoque holístico que sopesa ambas derivadas, la de riesgo y la del papel jugado por esa relación “banco-soberano”.

*En cuanto a las posibles modificaciones del tratamiento regulador de la exposición de los bancos a la deuda pública, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea concluye que no se ha alcanzado un consenso al respecto y recomienda, por tanto, no iniciar un proceso formal de consulta sobre esas posibles modificaciones.*

Es en esa consideración holística del nexo bancos-soberanos, que tiene en cuenta tanto los riesgos como las importantes funciones que el mismo cumple, que el CSBB concluye que no se ha alcanzado un consenso en cuanto a modificaciones a incorporar en el tratamiento regulador de esas exposiciones, y por tanto recomienda no iniciar un proceso formal de consulta sobre esas posibles modificaciones.

Sin menoscabo de esa recomendación del CSBB, en el sentido de no iniciar un proceso formal de reforma del marco regulador del nexo bancos-soberano, se analizan algunas opciones que han sido propuestas durante los últimos años en diversos foros, tanto académicos como institucionales, y que podrían resumirse en las siguientes categorías:

**a) Ponderación de riesgo**

El principal privilegio que se suele atribuir a los riesgos soberanos en el marco regulador de la solvencia es que gocen de una ponderación del 0% —es decir, que no consuman recursos propios— en el método estándar del riesgo de crédito.

Frente a esa situación, se han propuesto dos enfoques alternativos. El primero de ellos sería la

incorporación de un factor de ponderación que tenga en cuenta las diferencias de riesgo entre diferentes emisores soberanos. Para ello se propone la utilización de los *ratings* externos (por agencias de calificación internacionales) o, alternativamente, descansar en la clasificación de riesgo país (*CRC* o *Country Risk Classification*) determinado por la OCDE. Tanto en un caso como en otro, en aras de la sencillez de aplicación, las propuestas descansan en una agrupación en un número reducido de categorías. A modo de ejemplo, el CSBB ha utilizado en sus análisis y simulaciones una agrupación como la que se refleja en el cuadro adjunto, con tres categorías de riesgo, y unas ponderaciones entre 0% y 3% para el grupo de menor riesgo, entre 4% y 6% para el grupo intermedio, y entre 7% y 9% para el grupo de mayor riesgo.

Cuadro 1

**Grupos propuestos de riesgo soberano**

Grupos de riesgo	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3
Niveles de rating	AAA a A-	BBB+ a BBB-	Peor que BBB-
Niveles de CRC clasificación de riesgo-país	0 a 2	3	Peor que 3
Ponderación soberana	0% a 3%	4% a 6%	7% a 9%

Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BIS).

De hecho, y en un caso extremo de esa simplificación y sencillez de aplicación, una propuesta alternativa consiste en incorporar un factor fijo de ponderación (en torno al 2%), a aplicar a todas las exposiciones soberanas, con independencia del riesgo del emisor soberano. Sea cual sea la modalidad por la que se optase (ponderación fija, o creciente con los grupos de riesgo), la implicación inmediata de la misma sería un sustancial incremento en los requerimientos de recursos propios a las entidades.

**b) Límite a grandes riesgos**

Otro “privilegio” con que cuentan las exposiciones soberanas en los bancos es su exención

del tratamiento de grandes riesgos. Los límites a grandes riesgos, definidos como aquellos que superan el 10% de su capital admisible (capital de nivel 1), no pueden superar el 25% de dicho capital, porcentaje que baja al 15% para los bancos de importancia sistémica mundial (G-SIB).

En este sentido, la segunda categoría de modificaciones propuestas sobre el tratamiento de las exposiciones soberanas consistiría en la eliminación de dicha excepción, bien en su totalidad o parcialmente, imponiendo un límite algo más elevado que el existente para riesgos con entidades no soberanas, por ejemplo 100 dólares de los recursos propios para exposiciones soberanas frente al 25% para el resto. Una modificación regulatoria en esa dirección no tendría implicaciones en términos de capital exigido, pero se traduciría en la obligación de enajenar valores de deuda pública en el importe necesario para bajar por debajo de los umbrales permitidos por el nivel de recursos propios, con la consiguiente presión a la baja sobre sus precios y al alza sobre los tipos de interés.

### c) Híbrido entre las dos anteriores

Como alternativa a las dos propuestas anteriores se ha planteado un híbrido entre ambas, de tal manera que no se requeriría capital para tenencias reducidas de deuda soberana, pero en cambio ese requerimiento sería sustancialmente elevado cuando dichas tenencias superaran el umbral que en la modalidad 2 se planteaba como límite a los grandes riesgos. Con dicha propuesta híbrida se busca eliminar el impacto inmediato de ventas que un límite estricto generaría, así como evitar una ponderación de capital para tenencias reducidas de deuda pública del propio país.

En la aproximación analítica realizada por el CSBB se plantea un esquema de ponderaciones marginales en función del peso sobre recursos propios (CET1) de las exposiciones soberanas, con los siguientes parámetros:

Cuadro 2

### Ponderación creciente por riesgo soberano

Exposición (% CET1)	Ponderación marginal (%)
0 a 100	0
100 a 150	5
150 a 200	6
200 a 250	9
350 a 300	15
Mayor de 300	30

Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BIS).

### d) Pilar 2

Frente a las propuestas anteriores basadas en métricas cuantitativas (exigencias de capital y/o límites a tenencias de deuda soberana), se han planteado propuestas de contenido más cualitativo, descansando en los denominados Pilar 2 o Pilar 3 de Basilea. El primero de ellos hace referencia al permanente proceso de revisión supervisora, con capacidad para incorporar exigencias adicionales de capital en el marco de dicho proceso. En este sentido, la propuesta planteada sería incorporar las exposiciones soberanas en dicho proceso de revisión supervisora, requiriendo a los bancos el mantenimiento y seguimiento de indicadores de riesgo asociado a sus exposiciones soberanas, así como someter esas exposiciones a ejercicios recurrentes de estrés, al objeto de cuantificar los máximos riesgos asumidos, así como identificar las medidas correctoras cuando los mismos excedan los límites aceptables.

### e) Pilar 3

Un último bloque de propuestas descansaría en un mayor protagonismo del Pilar 3 de Basilea, que pone el énfasis en la transparencia informativa por parte de las entidades, de tal manera que pueda ser mucho más efectiva la disciplina de mercado. En este sentido, y en relación con las exposiciones soberanas, la propuesta sería la de incrementar el detalle y granularidad de la información suministrada a los mercados, desagregando por tipo de emisor, plazos y monedas de emisión, y clasificación contable de esas exposiciones soberanas.

Tanto en el caso del Pilar 2 como del Pilar 3, no tendrían lugar implicaciones inmediatas en el sentido de limitación y/o exigencias adicionales de capital, si bien estas podrían aflorar de forma indirecta, a través del proceso de revisión supervisora (SREP).

## Las entidades españolas ante potenciales modificaciones en el tratamiento regulador de la deuda soberana

Existen varios argumentos que permiten anticipar que la deuda pública en los balances bancarios españoles se va a ir reduciendo de forma intensa en los próximos años, incluso bajo el actual marco regulador. En primer lugar, como se muestra en el gráfico 1, la demanda de crédito parece haber iniciado un despertar tras cinco años de fuerte caída, en el marco de un fuerte desapalancamiento por parte de empresas y hogares. Esa mejora en la demanda representa oportunidades de inversión que los bancos no van a dejar pasar.

Junto a esa mayor demanda de crédito, la inversión en deuda pública ha visto reducir sensiblemente su atractivo inversor, tras un intenso

descenso de tipos de interés en los tramos más largos, haciendo perder atractivo a la estrategia de *carry trade* que durante varios años representó el mayor incentivo a la tenencia de deuda pública por las entidades financieras. Como ilustra el gráfico 2, las entidades han reaccionado a esa caída del tipo largo con intensas reducciones de sus tenencias de deuda pública.

Pero no solamente han reducido sus tenencias de deuda pública, sino que la estrategia inversora latente en las mismas denota un creciente temor a posibles repuntes de tipos, que pudieran desembocar en minusvalías que dañasen sus cuentas de resultados.

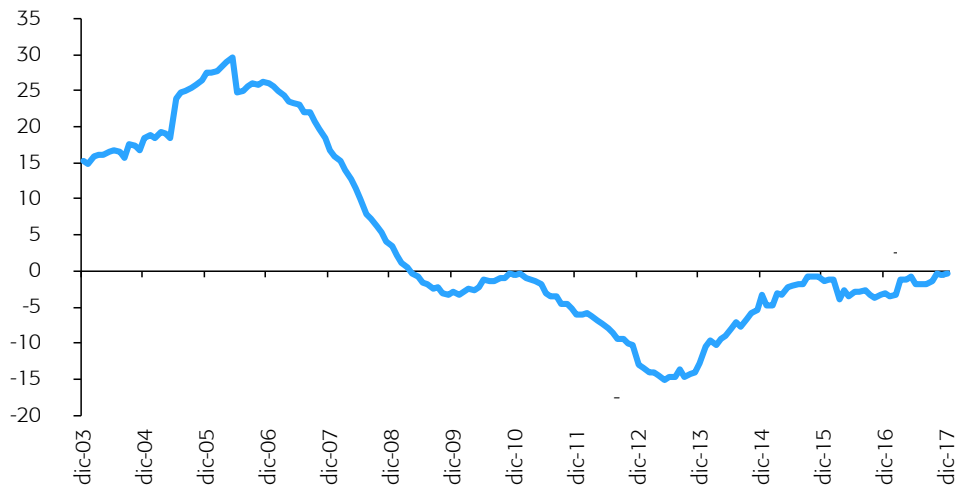
*El despertar de la demanda de crédito y el descenso de los tipos de interés de la deuda pública en los tramos más largos –con la consiguiente pérdida de atractivo de la estrategia del carry trade– han dado lugar a un intenso proceso de reducciones en la tenencia de deuda pública por parte de los bancos.*

Ello se pone de manifiesto al analizar la distribución por carteras contables, y especial-

Gráfico 1

### Variación interanual del crédito sano

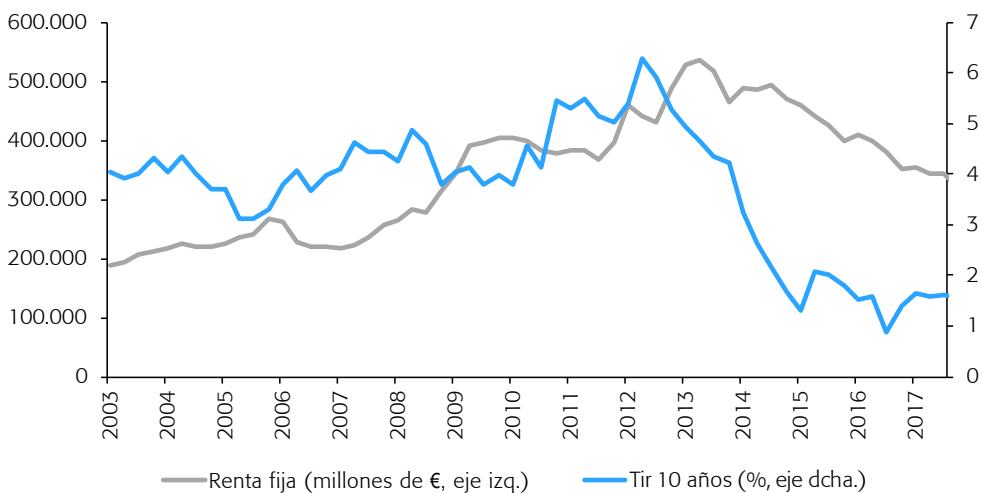
(En porcentaje)



Fuente: Banco de España y Afi.

Gráfico 2

Volumen de renta fija y TIR del bono español



Fuente: Afi.

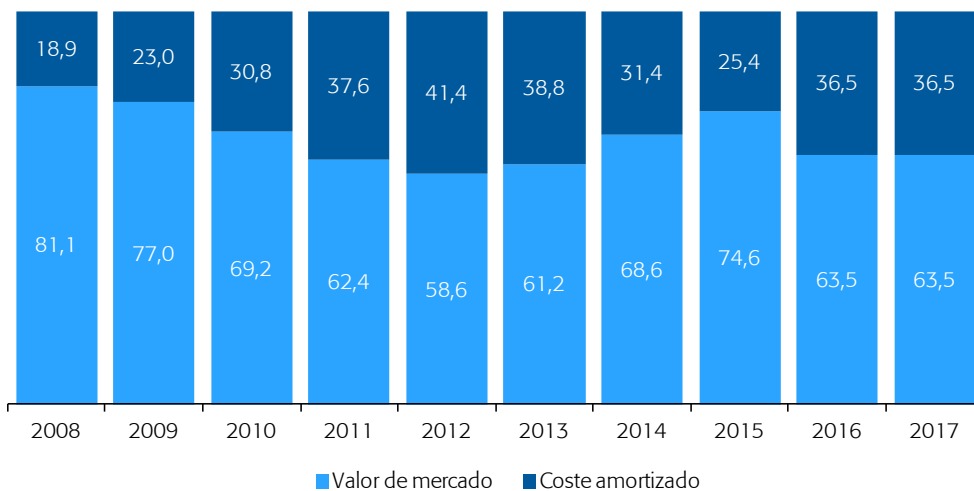
mente entre dos grandes tipos de categorías. Por un lado, las que se valoran a precio de mercado ("carteras de negociación" y "carteras disponibles para la venta"), y por otro, las que se valoran a coste histórico amortizado ("carteras a vencimiento"). Pues bien, en los dos últi-

mos años, coincidiendo con los mínimos en los tipos de interés largos y una creciente preocupación por posible repunte en los mismos, se está produciendo un claro trasvase desde carteras valoradas a mercado hacia carteras valoradas a coste.

Gráfico 3

Descomposición de la renta fija por carteras

(En porcentaje)



Fuente: Afi, con datos de entidades.

De la confluencia de esos dos factores –despertar de la demanda de crédito y pérdida de atractivo inversor de la deuda pública– cabe anticipar que el peso de esta última en los balances bancarios va a reducirse de forma intensa en los próximos años, conforme se vaya produciendo el vencimiento de numerosos bonos adquiridos, contabilizados en carteras a coste amortizado, y que no serán objeto de reinversión.

Sin menoscabo de esa conclusión sobre la dinámica decreciente por sí misma, llevamos a cabo un ejercicio de simulación de cuál sería el impacto que sobre las entidades financieras españolas tendrían las modificaciones reguladoras planteadas en la sección anterior. Ese ejercicio lo realizamos sobre la base de las tenencias de deuda a la última fecha disponible (cierre de 2017) y bajo el supuesto de que las modificaciones se incorporasen de inmediato. Con dichas hipótesis es evidente que la estimación de impactos debe ser considerada como un techo altamente improbable de alcanzar.

El primero de los análisis realizados corresponde a la imposición de ponderaciones por riesgo soberano en la línea del cuadro 1, es decir ponderaciones desde el primer euro de inversión. El análisis lo realizamos para el conjunto de entidades más significativas del sector bancario español (doce entidades, que representan aproximadamente el 90% de los activos totales del sector).

De acuerdo con el cuadro 2, realizando un ejercicio de máximos, los activos ponderados por riesgo (APR) registrarían un incremento resultante de aplicar el 3% sobre el total de la deuda pública española, derivado del *rating* A- que presenta la deuda española, y del 4,5% al total de deuda pública extranjera, ya que las tenencias de deuda extranjera se centran en Portugal e Italia, y estimamos ese 4,5% de ponderación media. En este escenario, las necesidades de capital adicionales de estas entidades ascenderían a unos 1.800 millones de euros, y el impacto sobre el capital CET 1 oscilaría entre -5 y -28 puntos básicos entre las entidades analizadas.

En el segundo de los escenarios planteamos una limitación de tenencias de deuda pública al 100% de los fondos propios de la entidad. El impacto en este escenario sería el de inducir a ventas de carteras de deuda pública en aquellas entidades que superan ese límite del 100% sobre fondos propios. Nuestra estimación apunta a unos 86.000 millones de euros el importe de ventas agregado por parte de esas entidades que superan el límite.

En el último de los escenarios planteamos un híbrido entre los dos anteriores, ponderando el volumen de tenencias de renta fija que exceda el 100% de los fondos propios, siguiendo el cuadro 2 que exponíamos anteriormente. En ese caso, y bajo el supuesto de que las entidades no llevasen a cabo ventas de carteras, el impacto total sería una reducción en la ratio de solvencia (CET 1) entre 0 y 86 puntos básicos, impacto que se reduciría de forma muy intensa si las entidades llevasen a cabo ventas de carteras para acercarse al límite a partir del cual operase la exigencia de capital.

## Reflexión final al hilo de la reforma de la unión bancaria

Las estimaciones anteriores ponen de manifiesto que la exposición de las entidades españolas al riesgo soberano se va reduciendo de forma natural en respuesta a un menor atractivo inversor en dicho instrumento, así como la emergencia de una mayor demanda de crédito, de tal manera que las potenciales introducciones de cargas de capital y/o límites cuantitativos a dichas tenencias tendrían un impacto reducido sobre las entidades, de hecho prácticamente nulo si se realizase con un calendario transitorio suficientemente holgado.

Sin menoscabo de ese reducido impacto potencial sobre las entidades españolas en su situación actual, la regulación de la exposición soberana en los balances bancarios debe ser analizada en el marco de reforzamiento y



finalización de la unión bancaria, que debe ser abordado de una forma integral y no por piezas separadas.

---

*Las potenciales introducciones de cargas de capital y/o límites cuantitativos a las tenencias de deuda pública tendrían, en todo caso, un impacto reducido sobre las entidades financieras, incluso prácticamente nulo si se realizase con un calendario transitorio suficientemente holgado.*

---

Una de dichas piezas es la posibilidad de creación de lo que sería un activo seguro (*safe asset*) reconocido como tal en todo el ámbito de la eurozona. El interés sobre ese debate llevó a la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB) a crear un Grupo de Trabajo ("High-Level Task Force on Safe Assets") cuyas conclusiones acaban de ser publicadas en un reciente documento.

En el mismo se aboga por la creación de un activo sintético (*security*) mediante una cesta de bonos soberanos emitidos por los países de la eurozona, con ponderaciones similares a las que rigen en la cuota ante el Banco Central Europeo, y contando con un tramo *junior*, que absorbería primeras pérdidas, de tal manera que el tramo senior restante tuviese un perfil riesgo cero (equivalente a un *rating* AAA).

La puesta en marcha de ese nuevo instrumento sintético como representativo del *safe asset* de la eurozona, es una pieza fundamental y complementaria del tratamiento regulador de las exposiciones soberanas. Concretamente, el Grupo de Trabajo concluye que esos nuevos valores sintéticos (SBBS) no tendrían mercado, ni demanda potencial, si no se equipara su tratamiento regulador al de las exposiciones soberanas, y a tal respecto propone que, o bien se otorgue a los SBBS el actual tratamiento favorable de la deuda soberana o, en caso contrario, se elimine ese trato favorable a esta última.

Pero, siendo importantes y complementarios ambos aspectos (lanzamiento de SBBS y tra-

tamiento regulatorio de la deuda soberana), es evidente que la finalización de la unión bancaria requiere de esfuerzos mucho más ambiciosos. Aun admitiendo la deseabilidad de una unión bancaria completa y maximalista, el reconocimiento de su imposibilidad a corto plazo ha llevado a proponer versiones más realistas de la misma. Este es el caso del reciente posicionamiento de *Bruegel Institute* (Schnabel y Véron, 2018) que, a su vez, resume las principales tesis recogidas en el informe de CEPR (Bénassy-Quéré *et al.*, 2018) también conocido como el "manifiesto franco alemán", por ser un grupo de economistas de ambos países los firmantes del informe. Bajo dicha visión más realista, a la que sin duda nos adherimos, el tratamiento regulatorio de la deuda soberana en los balances bancarios sería una parte integrante de las reformas a acometer en las construcciones de la unión bancaria, en paralelo con otras tres:

- El lanzamiento de los *safe assets* bajo la mencionada fórmula sintética, y con un tratamiento regulatorio similar al de la deuda soberana local.
- La efectiva implantación de un sistema europeo de garantía de depósitos, que garantice de forma homogénea los depósitos en toda la unión bancaria, aunque las aportaciones a realizar por cada banco puedan variar entre bancos en función de sus perfiles de riesgo, y estos puedan diferir entre unos países y otros.
- La eliminación de las restricciones actualmente existentes para una gestión centralizada (*pool*) de la solvencia y liquidez en bancos con filiales en diferentes países europeos, en la medida en que esas restricciones pueden estar frenando la concentración bancaria transfronteriza.

Únicamente en el marco de una reforma de ese calado sería aceptable para el sistema bancario español la imposición de cargas y/o límites a la tenencia de deuda soberana. En todo caso, los posibles periodos transitorios que se acometiesen en la mencionada reforma deberían también res-

petar el principio integral e interconectado de la misma, de tal manera que el calendario de implantación (*phased in*) de posibles cargas y/o límites a la deuda soberana en los balances bancarios fuese paralelo al de implantación de los *safe assets*, así como al de implantación del mecanismo europeo de garantía de depósitos.

## Referencias

BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (2017), The regulatory treatment of sovereign exposures, *Discussion paper*.

BÉNASSY-QUÉRE, A.; BRUNNERMEIER, M.; ENDERLEIN, H.; FARHI, E.; FRATZSCHER, M.; FUEST, C., e I. SCHNABEL

(2018), *Reconciling risk sharing with market discipline: a constructive approach to euro area reform*, Center for Economic Policy Research, Policy Insight No. 91.

EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD (2015), *Report on the regulatory treatment of sovereign exposures*.

— (2018), High Level Task Force on Safe Assets. Sovereign bond-backed securities: a feasibility study, enero.

SCHNABEL, I., y N. VÉRON (2018), Completing Europe's Banking Union means breaking the bank-sovereign vicious circle, VOX CEPR's Policy Portal, 16 de mayo, 2018.