

I. Reflexiones previas

La crisis financiera iniciada en agosto de 2007 continúa sin estar resuelta tres años después. En el plano de la economía real sus efectos, o los efectos derivados de las medidas adoptadas para combatirla, siguen estando presentes en forma de fragilidad económica, incertidumbre y desempleo. En el plano financiero el debate continúa abierto sobre los puntos esenciales que deben configurar el sistema financiero del futuro: su propia estructura, su regulación y supervisión, y la manera de prevenir, gestionar y resolver nuevas crisis sistémicas.

Hablar de banca ahora es hablar de un concepto en profunda evolución y revisión. Y no sólo ahora. De hecho el sector financiero ha sido uno de los más innovadores y dinámicos en los últimos 20 ó 30 años. Ha sido precisamente esa intensa innovación la que, como veremos, incubó la crisis financiera de 2007.

Hablar de banca española, por otra parte, en contraposición a Cajas de Ahorro y Cooperativas de crédito, me parece un enfoque ya superado. Por un lado, la separación entre bancas, cajas y cooperativas siempre me pareció artificial. La forma jurídica con la que se desarrolla idéntica actividad no debería ser definitoria. La forma jurídica es, simplemente, un medio para conseguir un objetivo o finalidad de la

manera más eficaz y eficiente. Esto es particularmente cierto hoy cuando el Real Decreto-Ley 11/2010 da amplia libertad a las cajas de ahorro para elegir la forma jurídica que deseen para desarrollar su actividad financiera y filantrópica específica.

Por otro lado, y aunque la crisis financiera ha supuesto un claro retroceso en este aspecto, el sistema financiero español es sólo una parte del sistema financiero europeo. Desde 1999 este hecho no es sólo una realidad sino que ha sido el factor básico que explica la evolución del sistema bancario español. En un país caracterizado por una permanente necesidad de financiación exterior, la integración y la unicidad del sistema financiero europeo son esenciales.

II. Puntualizaciones necesarias

Transcurridos tres años desde el inicio de la crisis financiera internacional y dos desde el subsiguiente colapso de la economía real global, aún resulta necesario diferenciar esos acontecimientos de sus homólogos españoles: recesión económica y crisis de algunas entidades de crédito.

La crisis financiera internacional fue la crisis de una forma de hacer banca por completo ajena al modelo español. La crisis financiera internacional poco tiene que ver con la crisis de algunas de nuestras entidades de crédito y, por eso, es profundamente erróneo equipararlas en su diagnóstico y en su tratamiento.

Por su parte, la recesión económica global de 2008/2009 fue, sin duda, resultado del colapso de los mercados financieros a raíz del hundimiento de Lehman Brothers. La recesión económica española no la provocó el sistema financiero español sino, por una parte, la insostenibilidad de los desequilibrios generados durante la fase alcista del ciclo y, por otra, el inevitable impacto tanto de la recesión global como del cierre de los mercados financieros internacionales.

La crisis de algunas entidades de crédito españolas son resultado, ante todo, de estrategias expansivas irresponsables y de una mala gestión del riesgo de crédito, agravadas, posteriormente, por la recesión económica y la falta de financiación exterior. Se produjo, es cierto, con bastante extensión, un comportamiento colectivo tipo rebaño que llevó al conjunto del sistema a un incremento del crédito exorbitante, a la concentración de éste en el sector inmobiliario y a una cuña creciente entre crédito y depósitos. Pero el modelo de hacer banca no está en cuestión, sino su deficiente puesta en práctica por un conjunto de entidades individuales en un marco de política monetaria laxa.

El resto del artículo se estructura como sigue: los capítulos 3, 4, 5 y 6, se dedican a analizar la crisis financiera internacional, y el papel fundamental jugado en la misma por la innovación financiera, el modelo de crédito estructurado y titulizado. El capítulo 7, trata de explicar el caso de España, la crisis económica española y el papel jugado por el sistema bancario en la misma. Finalmente se hace una pequeña recapitulación del conjunto.

III. La crisis financiera internacional: la innovación y el sistema bancario en la sombra

En la presentación de la cuenta de resultados de los bancos españoles de 2007, tuve oportunidad de señalar que, en mi opinión, la que entonces seguía llamándose “turbulencia financiera” era, nada más, que una crisis bancaria tradicional causada, de nuevo, por un exceso de apalancamiento y un descuadre excesivo en los plazos de activos y pasivos. Lo que no era tradicional era que esos fenómenos se materializaban en un sistema bancario en la sombra, no regulado ni supervisado, que discurría fuera de los balances oficiales de los bancos. Fenómeno que, por supuesto, no se producía en España.

En la actualidad existe un amplio consenso en aceptar el diagnóstico del Financial Stability Forum (FSF)⁽¹⁾, para el que la crisis “fue la culminación de un proceso de excepcional crecimiento del crédito y de apalancamiento en el sistema financiero”. Dicho proceso se vio impulsado, según el FSF, por dos factores: primero, un largo periodo de tipos de interés reales bajos y abundante liquidez; segundo, una ola de innovación financiera que permitió multiplicar la capacidad del sistema para generar crédito y apalancarse. Y, al hacerlo, sobrepasó, igualmente, su capacidad para gestionar los riesgos inherentes, y la capacidad de supervisión de las autoridades.

⁽¹⁾ Report on “Enhancing Market and Institutional Resilience” (7 April 2008).

El Informe Turner⁽¹⁾ coincide en el diagnóstico y señala con claridad que los bajos tipos de interés fueron resultado, a su vez, de los crecientes desequilibrios globales entre los países con superávit de cuenta corriente (China, Japón y exportadores de petróleo) y los países con déficit (USA, UK, Irlanda y España). Esos bajos tipos de interés generaron una búsqueda ansiosa de mayor rentabilidad que la intensa innovación financiera de los últimos 15 años trató de satisfacer.

Según Turner, esa innovación financiera se desarrolló sobre dos grandes ejes. Por una parte, sobre “la generación, empaquetado, negociación y distribución de instrumentos de crédito titulizado”. Por otra, sobre la expansión de los productos derivados, especialmente de los negociados bilateralmente en mercados Over The Counter (OTC), y en particular de los derivados de crédito (CDS).

Ambos ejes de innovación se reforzaban mutuamente puesto que los derivados de crédito facilitaban no solo la cobertura, negociación y liquidez del riesgo de crédito, sino incluso su propia generación sintética ad-hoc y, por tanto, el diseño de instrumentos estructurados de crédito cada vez más complejos (CDOs, CDOs², etc.).

IV. El modelo de crédito estructurado y titulizado

En esencia la titulización del crédito se caracteriza por tres elementos:

⁽¹⁾ The Turner Review (March 2009).

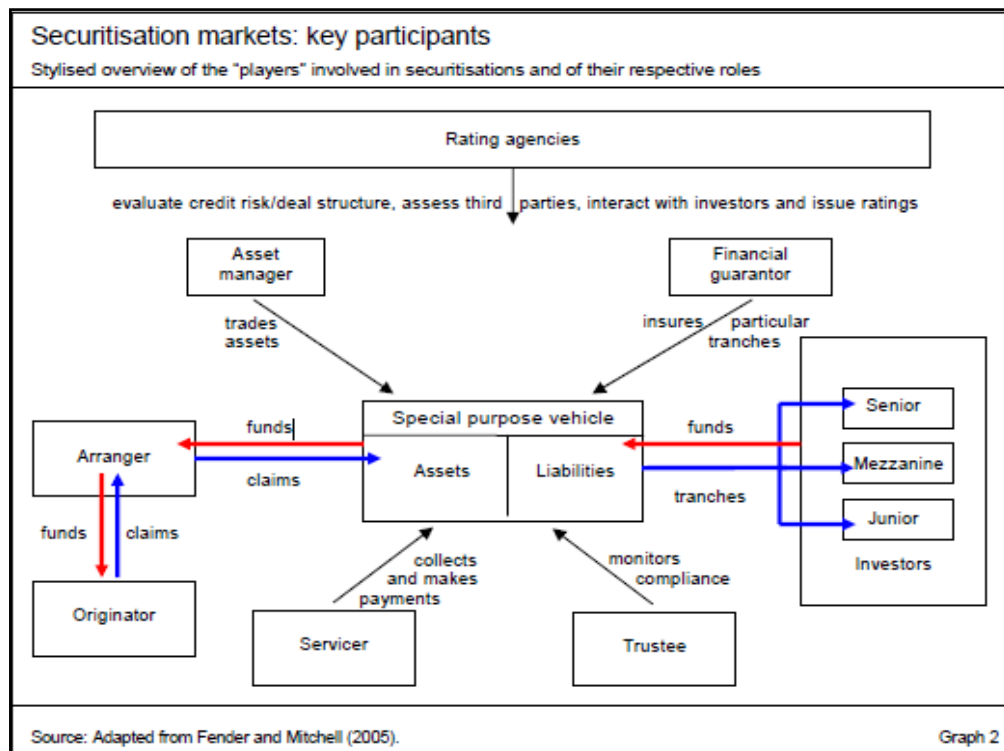
- 1) La formación de un conjunto de activos crediticios reales o creados artificialmente (Pooling).
- 2) La separación del riesgo de crédito de dicho conjunto de activos del riesgo específico de la entidad que los ha originado (De-linking).
- 3) La segmentación por niveles de riesgo de los títulos que representan y financian el conjunto de activos crediticios (Tranching).

La ingeniería financiera es especialmente intensa en el tercer elemento. Se trata de acomodarse a las preferencias de los distintos inversores pero, en particular de los más adversos al riesgo. Para ello hay que agregar las garantías adicionales precisas, bien mediante su seguro, o bien con CDS. Finalmente se produce la magia de generar títulos cuyo rating es muy superior a la calidad medio de los activos subyacentes. Para certificar dicha magia la colaboración de las agencias de rating es esencial. Como señala Ronald W. Anderson⁽¹⁾, la titulización ha sido siempre un negocio basado en la existencia de esos ratings, sin los cuales los inversores finales hubieran tenido dificultades para aceptar activos tan complejos en sus carteras.

Combinar e integrar los tres elementos descritos no es nada fácil y exige la participación de agentes especializados en cada fase que actúen coordinadamente. El conjunto, es decir, el mercado de crédito estructurado y titulado, es de una gran complejidad como lo atestigua la descripción gráfica que el BIS hace del mismo:

⁽¹⁾ Banque de France, Financial Stability Review, n° 14.

FIGURA 1



Fuente: BIS Quarterly Report, September 2009

El mercado de crédito titulizado está diseñado para realizar las mismas funciones que el sistema bancario y hacerlo, presumiblemente, con mayor eficiencia y menor coste que éste. La titulización es simplemente una forma de desintermediación bancaria. Como explica Turner un banco, en realidad, no es más que un conjunto de activos diversos financiado a través de diversos instrumentos financieros de pasivo que segmentan su riesgo para adecuarse a las preferencias de los ahorradores: acciones, deuda de diversa calificación y vencimiento, y depósitos.

En su labor de intermediación los bancos incurren en los dos grandes riesgos bancarios: apalancamiento y descuadre de vencimientos. Correr estos riesgos constituye, por un lado, su forma de crear valor para la sociedad contribuyendo a la

financiación de la economía real, y, por otro lado, su gran debilidad dada la inestabilidad inherente de la propia actividad. Por eso deben estar sujetos a regulación y supervisión. Pero este sometimiento a regulación y supervisión tiene un alto coste y genera los incentivos para realizar las funciones bancarias de manera alternativa, como a través de la titulización del crédito.

V. El Sistema Bancario en la Sombra (SBS)

El éxito del modelo de crédito estructurado y titulado lo convirtió en los últimos 15 años en un gigantesco sistema bancario en la sombra. Paul Tucker⁽¹⁾ define a éste como “aquellos instrumentos, estructuras, entidades o mercados que, aisladamente o en combinación, replican las características básicas de los bancos comerciales: provisión de liquidez, descuadre de vencimientos y apalancamiento”. El SBS estaría comprendido por entidades financieras no bancarias, fondos del mercado de dinero, sociedades de valores y bancos de inversión, hedge funds, SIVs, ABS, la financiación vía Repos, el préstamo de valores, etc. que al combinarse entre sí generan estructuras de inversión/financiación con una gran capacidad para multiplicar el apalancamiento y descuadre de plazos del conjunto.

Lo más llamativo es que el SBS fue creado en gran parte a iniciativa del propio sistema bancario oficial que lo utilizó para eludir la regulación prudencial y fiscal. Los bancos podían originar los créditos, montar los títulos ABS, colocarlos en el mercado

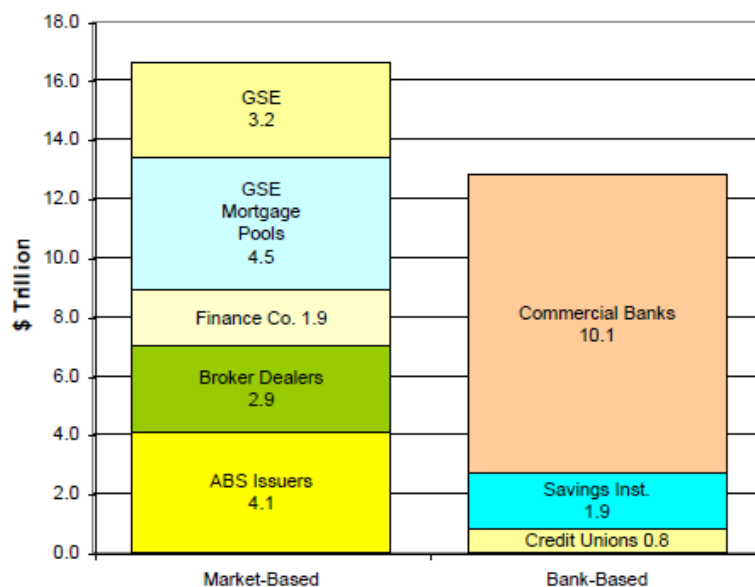
⁽¹⁾ Paul Tucker “Shadow Banking, Capital markets and Financial Stability” (21 January 2010).

vía SIVs, financiar a los compradores y finalmente financiarse a sí mismos vía Repos inversos de los activos que habían originado. Como señala William C. Dudley⁽¹⁾ los bancos conseguían sacar de balance y vender sus créditos en la medida que podían mantener su propia financiación vía Repos.

El mecanismo de la titulización del crédito es muy rentable para todos los participantes y por eso se expandió rapidísimamente, principalmente en USA. Tobias Adrian y Hyun Song Shin⁽²⁾ señalan cómo los activos del sistema bancario terminaron siendo inferiores a los colocados directamente en los mercados.

FIGURA 2

**Sistema financiero de EEUU
Total Activos (2º Trimestre 2007)**



Fuente: Federal Reserve Bank of New York. Staff Report nº 382, July 2009

⁽¹⁾ William C. Dudley “More lessons from the crisis” 13 November 2009.

⁽²⁾ Tobias Adrian, Hyun Song Shin: Federal Reserve Bank of New York, Staff Report nº 382.

Los beneficios potenciales de la titulización del crédito son bien conocidos:

- 1) Posibilitar a los bancos a gestionar mejor el riesgo de crédito de sus balances y dotar de liquidez a unos activos no movilizables.
- 2) Reducir las necesidades de capital de los bancos y, en consecuencia, aumentar la oferta potencial de crédito, reducir su coste y hacerlo accesible a nuevos deudores de menor solvencia.
- 3) Permitir completar el mercado ofreciendo a los inversores productos más adaptados a sus preferencias de riesgo/rentabilidad.
- 4) Mejorar la estabilidad del sistema bancario al transferir el riesgo de crédito a inversores situados fuera de su perímetro.

Sin embargo, el sistema generó incentivos perversos que terminaron contribuyendo decisivamente a la crisis financiera de 2007. Por una parte, el sistema alentó la concesión de crédito (hipotecas) a sabiendas que sus beneficiarios no serían capaces de devolverlo excepto si el precio de la vivienda crecía permanentemente. Por otra, el riesgo no se transfirió fuera del sistema bancario sino que, en gran parte, fue adquirido por los propios bancos, directamente para su cartera de negociación o, indirectamente a través de SIVs y conduits, fuera de su balance. En uno u otro caso el consumo de capital regulatorio era muy inferior al de retener el riesgo en su cartera de crédito bancario.

Dado que las SIVs y conduits se financiaban a muy corto plazo, el procedimiento no sólo permitió multiplicar el apalancamiento del sistema sino además, también el descuadre de vencimientos, haciéndolo mucho más vulnerable.

Finalmente los instrumentos estructurados de crédito, base de la titulización, fueron adquiriendo cada vez mayor complejidad y opacidad, haciendo muy difícil su valoración. Por ello cuando empezó a desconfiarse de la valoración de los títulos el mercado se cerró inmediatamente.

Actualmente se plantea el debate de si estas deficiencias pueden ser evitadas y corregidas de forma que el modelo de crédito titulado (originar para distribuir, OTD en inglés) pueda volver a funcionar. El Fondo Monetario Internacional (FMI), el Financial Stability Board (FSB), el Banco Central Europeo (BCE) parecen inclinarse a favor de esta posibilidad introduciendo nuevos requerimientos prudenciales de todo tipo. Sin embargo otras voces, Lord Turner entre ellas, tienen dudas y señalan la posibilidad de que el modelo sea intrínsecamente inestable y exacerbe la volatilidad y prociclicidad del ciclo crédito/precio de los activos. Es más, la combinación más peligrosa sería la convivencia simultánea del modelo de titulización con el de crédito bancario tradicional. Finalmente existen aquellos que opinan que el sistema es perfectible pero que si se aumentan los requerimientos prudenciales y de transparencia dejaría de ser rentable y desaparecería igualmente.

VI. El mercado OTC de productos derivados

Además de al crédito titulizado, la vertiginosa expansión de la actividad financiera de los años previos a la crisis se debió a los productos derivados negociados bilateralmente over-the-counter (OTC). Se trata igualmente de un mercado no regulado ni supervisado e igualmente opaco tanto en volúmenes como en precios. Y nadie duda en señalar que el mercado de derivados “ha estado en el centro de la crisis financiera” (*Comunicación de la Comisión Europea, 3/7/2009*).

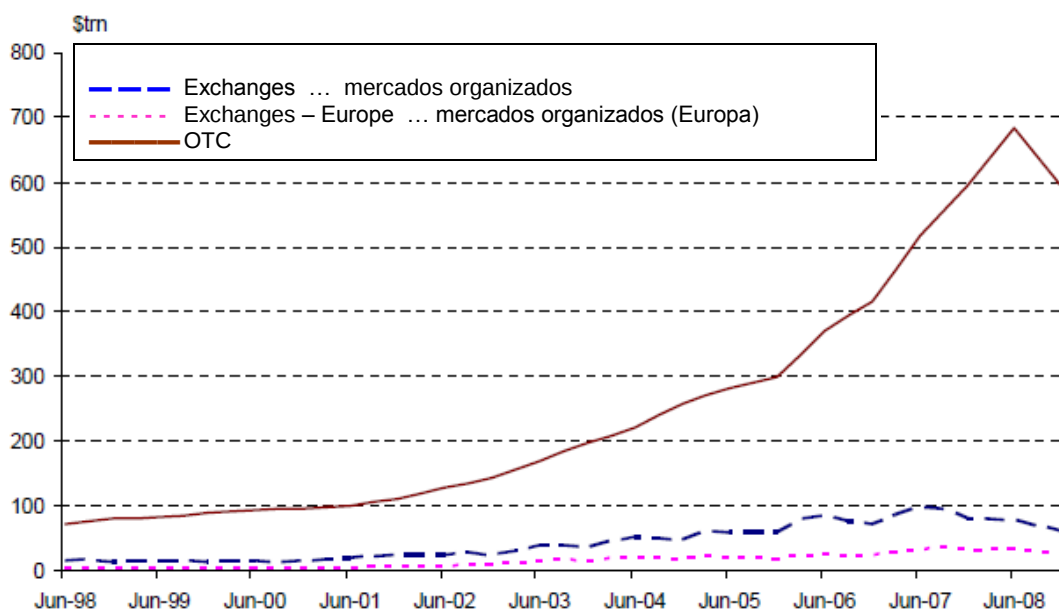
Los derivados son contratos financieros que negocian y redistribuyen riesgos subyacentes generados en la economía real. Se pueden usar tanto para cubrir un riesgo pre-existente como para adquirir una exposición a un riesgo con el objetivo exclusivo de obtener un beneficio por ello. Algunos derivados son productos estandarizados que se negocian en mercados organizados, mientras que otros, la gran mayoría, son contratos a la medida de las necesidades de cada usuario y se negocian y liquidan “over the counter”, es decir bilateralmente, sin hacer público ni el volumen ni el precio de las transacciones.

La utilidad de los derivados es indiscutible: 1) permiten gestionar y cubrir riesgos; 2) arbitran entre productos y mercados contribuyendo a su integración; 3) dotan de liquidez a los mercados de los productos subyacentes y 4) contribuyen a formar y revelar los precios de los mismos.

No es de extrañar, pues, su extraordinario éxito y desarrollo, especialmente del mercado OTC.

FIGURA 3

Volumen de los mercados de productos derivados



Fuente: Comunicado de la Comisión Europea 3/7/2009 “Ensuring efficient, safe and sound derivatives Markets”

Simultáneamente pueden generar graves riesgos para el sistema financiero:

- 1) permiten incrementar casi ilimitadamente el nivel de apalancamiento de las entidades y del sistema en su conjunto;
- 2) facilitan el arbitraje regulatorio, fiscal y contable. Además, si se trata de derivados OTC, hay que añadir:
- 3) generan riesgo de contraparte de muy difícil evaluación;
- 4) dan lugar a una estrecha interconexión entre las partes contratantes y, por tanto, aumentan el riesgo de contagio sistémico entre las mismas;
- y 5) son básicamente opacos y faltos de transparencia.

Como la Comisión Europea señala, estos peligros no son teóricos sino reales: los derivados OTC están en la raíz del hundimiento de Bearn Stern, Lehman Brothers y AIG.

Lo llamativo y difícil de explicar es que todos estos riesgos eran conocidos, e incluso denunciados, desde hace muchos años. De hecho los derivados OTC dieron lugar a otro conato de riesgo sistémico en 1998 cuando hubo que rescatar in extremis al hedge fund Long Term Capital Management (LTCM). Como consecuencia de ello el FMI dedicó el número de septiembre del año 2000 de su publicación “International Capital Markets” a los mercados OTC. Sus conclusiones fueron las siguientes:

- 1) La virulencia de la crisis de 1998 y de LTCM fue debida, en gran parte, a la acumulación de riesgo en derivados de crédito y el apalancamiento subsiguiente.
- 2) En general, los derivados OTC contribuyen a la acumulación de vulnerabilidades en el sistema y a la generación de dinámicas adversas en los mercados.
- 3) Los derivados OTC son capaces de generar una inestabilidad sistémica similar a las tradicionales corridas de depósitos bancarios.
- 4) Las entidades financieras que son activas en estos productos son muy escasas pero de gran importancia, y constituyen el corazón del sistema financiero internacional. Dichas entidades generan una parte muy significativa de sus beneficios en estos productos.

Es obvio que diez años después la historia se ha vuelto a repetir. Esta vez no fue posible evitar la crisis financiera porque la magnitud del riesgo y su interconexión habían crecido exponencialmente. Aun así, la historia se está volviendo a repetir en el terreno regulatorio donde todavía persisten dudas y vacilaciones sobre cómo abordar el problema.

VII. El caso de España

En España no se ha utilizado el modelo descrito de generar crédito para distribuirlo (OTD, en inglés), ni tenemos entidades con presencia relevante y activa en el mercado OTC de productos derivados. No obstante también hemos experimentado un crecimiento intenso y prolongado del crédito bancario, en proporción superior al del PIB. Ese crecimiento fue particularmente intenso a partir de 1997 y, aún más, de 2004.

En el caso español, la evolución del sistema bancario en los últimos 15 años ha estado marcada por el comportamiento de la economía real, mucho más que por el desarrollo de la innovación financiera. En ese período de tiempo, la economía española experimentó, primero, la fase de auge más prolongada e intensa de su historia reciente para luego, sufrir su, igualmente, más profunda recesión.

Los factores explicativos básicos que impulsaron el auge son bien conocidos: un tipo de cambio muy competitivo tras las sucesivas devaluaciones de 1992 y 1993;

unas políticas económica y monetaria orientadas a la estabilidad, a fin de cumplir los criterios de Maastricht; unas condiciones monetarias cada vez más expansivas y laxas, a partir de la entrada en el euro; el rápido crecimiento de la población activa por la incorporación de la mujer y la entrada de inmigrantes. Todo ello contribuyó a generar un boom inmobiliario que absorbió una parte cada vez mayor de los recursos disponibles y dio lugar a un exceso de oferta y sobredimensionamiento del sector.

La formación bruta de capital, que representaba un 25% del PIB a la entrada en la UEM, fue aumentando su participación en el producto año tras año hasta alcanzar el 31% en el bienio 2006/2007. El proceso inversor, como hemos señalado, fue particularmente intenso en el sector de la construcción, que pasó en el mismo periodo del 12% al 18% PIB, y dentro de él, en el sector residencial, que pasó del 5% al 9% PIB. Hogares y sociedades no financieras fueron los protagonistas del proceso, incrementando su inversión con relación al PIB en 2.8pp los primeros y 2.5pp los segundos.

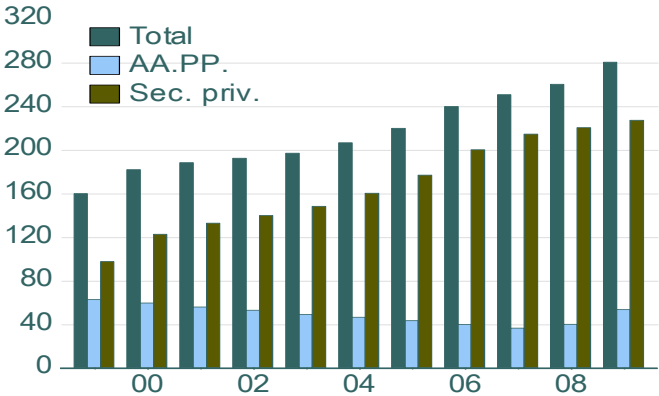
Dado que el ahorro nacional, aun manteniéndose a niveles comparativamente elevados, superiores al 22% del PIB, no pudo hacer frente a ese ritmo inversor, la economía española generó una creciente necesidad anual de financiación exterior que en 2007 alcanzó el máximo del 9.5% PIB.

La consecuencia final de las tendencias descritas se tradujo en unos niveles de deuda cada vez más elevados. La economía nacional en su conjunto y sus agentes privados, hogares y empresas, alcanzaron máximos históricos en sus niveles de

apalancamiento, como se describe en las figuras 4, 5 y 6 siguientes. Empresas y hogares más que duplicaron su endeudamiento en 10 años en relación al PIB y, en aún mayor proporción, en relación a su capacidad de servir esa deuda, es decir su renta bruta disponible o su resultado bruto de explotación, respectivamente.

FIGURA 4

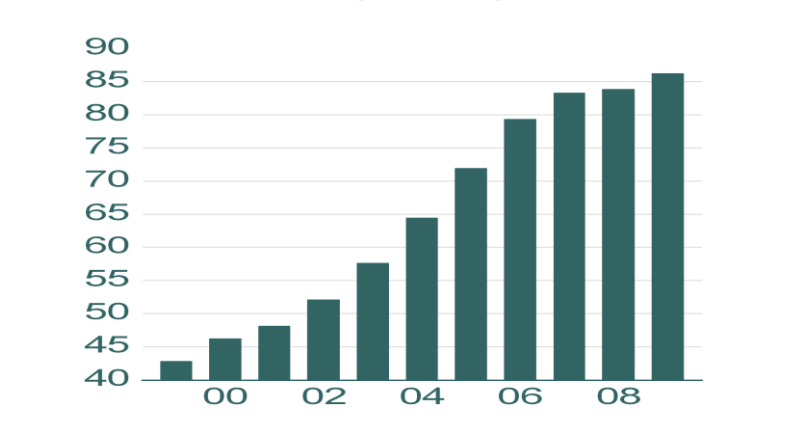
España
Deuda Bruta (% del PIB)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE) y Banco de España

FIGURA 5

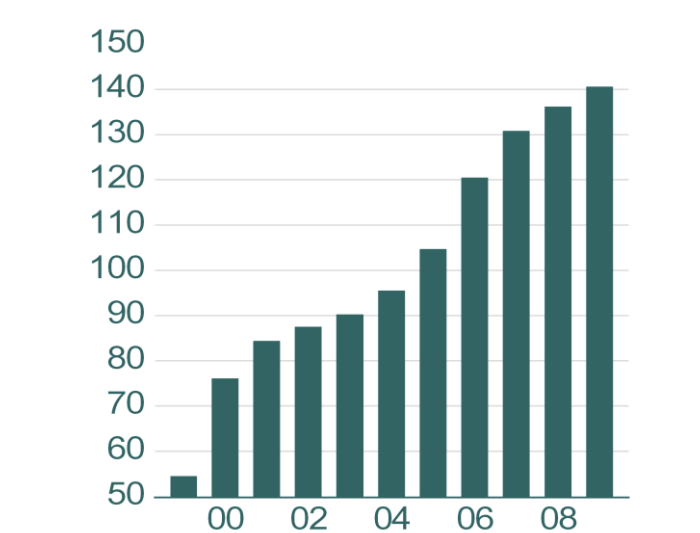
Hogares
Deuda Bruta (% del PIB)



Fuente: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística (INE)

FIGURA 6

Sociedades No Financieras
Deuda Bruta (% del PIB)



Fuente: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística (INE)

Adicionalmente, la insuficiencia de ahorro doméstico y la necesidad de financiación exterior, hicieron que gran parte de esa deuda fuera contraída con el exterior. La deuda externa española alcanzó el 170% del PIB en 2009 y la Posición Neta de Inversión Internacional casi el 100% PIB.

Estos datos ilustran perfectamente la vulnerabilidad extrema de la economía española a perturbaciones en los mercados financieros y cualquier pérdida de confianza en su fortaleza.

Los acontecimientos señalados de la economía real tuvieron su traducción simétrica en el sistema financiero que, por otra parte, los hizo posibles. Las entidades de crédito fueron elementos imprescindibles tanto para el auge de la actividad como

en el desarrollo de los desequilibrios macroeconómicos. Por una parte, otorgaron el crédito preciso para impulsar la demanda de inversión y, por otra, financiaron el déficit exterior de la economía.

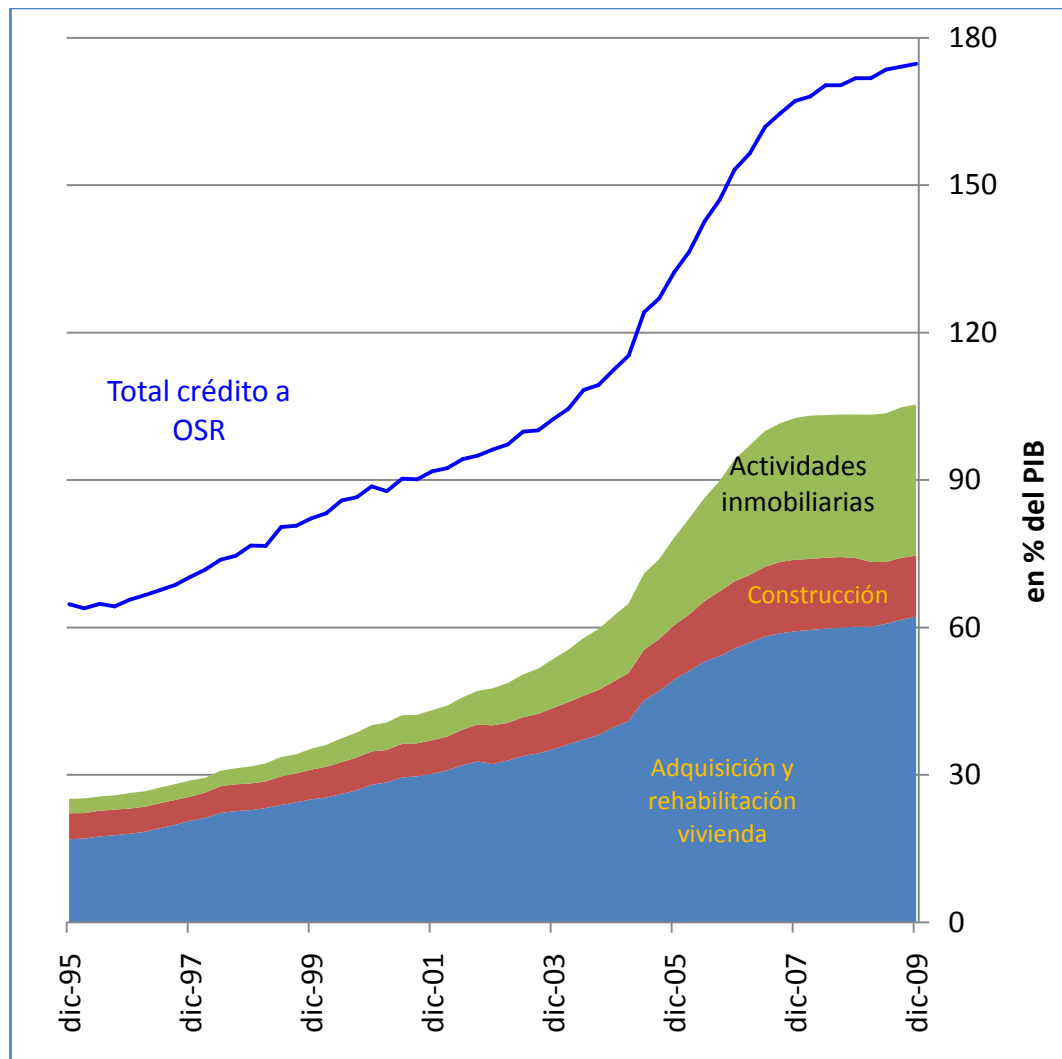
Ambos hechos son los determinantes que explican los rasgos básicos de la evolución experimentada por el sistema bancario español en los últimos 15 años:

- a) Intenso crecimiento del crédito en relación al PIB. Apalancamiento de la economía.
- b) Descuadre creciente entre crédito y depósitos.
- c) Apelación y dependencia de los mercados de capitales internacionales.

La figura 7 pone de relieve cómo el crédito bancario a Otros Sectores Residentes (OSR) pasó del 65% PIB en 1995 al 175% en 2009, espoleado por el crecimiento de la adquisición de viviendas, la construcción y las actividades inmobiliarias.

FIGURA 7

Total Crédito a OSR y Crédito Inmobiliario

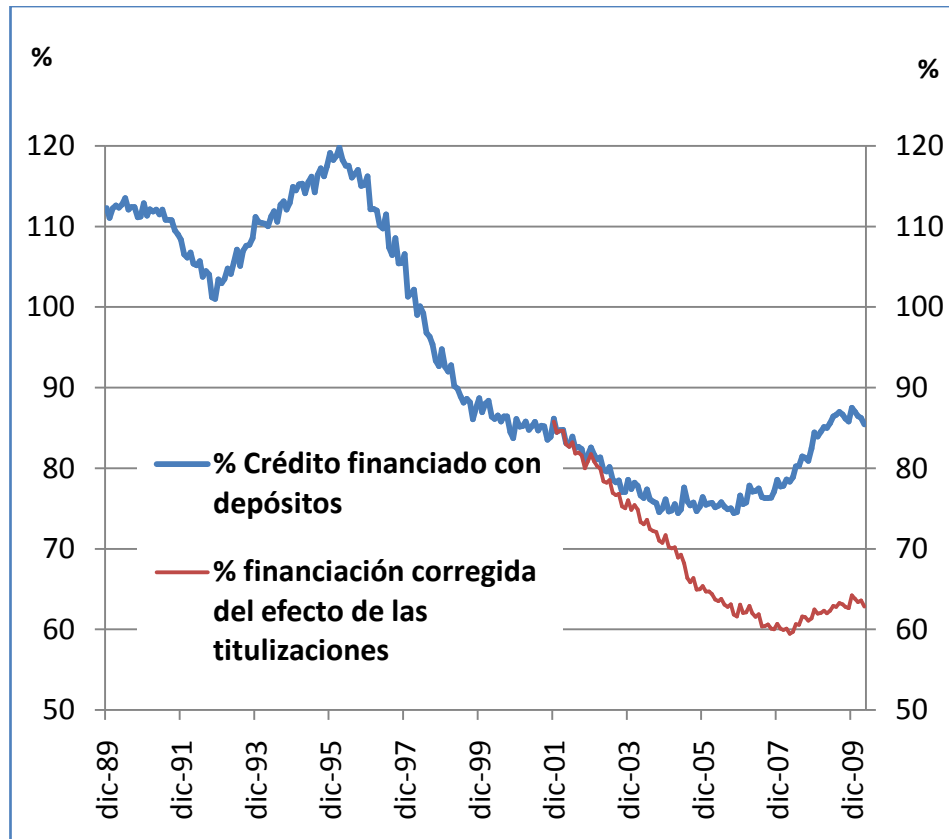


Fuente: Banco de España

La figura 8 refleja la evolución del crédito financiado vía depósitos y su descuadre creciente que debe financiarse principalmente vía titulizaciones en los mercados de capitales.

FIGURA 8

Otros sectores residentes
Créditos financiados con depósitos

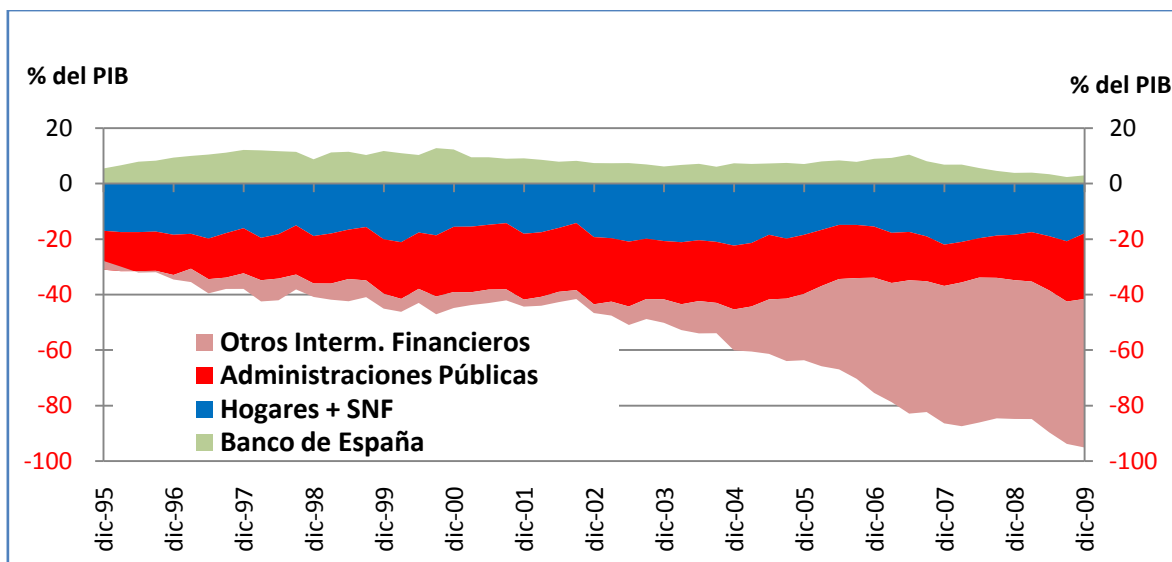


Fuente: Banco de España

Finalmente la figura 9 explica bien, en términos de stocks y no de flujos anuales, cómo ha ido evolucionando a lo largo del tiempo la financiación de la Posición Neta de Inversión Internacional española. Han sido los intermediarios financieros, es decir las entidades de crédito, quienes a partir de 2002 han asumido un claro protagonismo y son, actualmente, quienes soportan más del 50% de la deuda neta total con el exterior.

FIGURA 9

Resto del mundo
Activos financieros netos



Fuente: Banco de España

Los desequilibrios macroeconómicos acumulados durante el auge fueron un factor básico de la crisis económica española, tan importante o más que la propia crisis financiera internacional de 2007. Y como esos desequilibrios se han instrumentado a través de los balances bancarios, su corrección inevitablemente tiene que realizarse en los mismos.

Esa necesaria corrección es la que ha puesto de relieve, primero, el exceso de capacidad existente en el conjunto del sistema y, segundo, la incapacidad de un buen número de entidades de llevarla a cabo individualmente por su propia iniciativa y sin ayudas públicas. La labor básica del FROB es resolver conjuntamente ambos problemas, como ya está haciendo.

VIII. A modo de recapitulación

El objetivo de este artículo es poner de relieve, en primer lugar, la distinta naturaleza de la crisis financiera española respecto a la sufrida en otros países; en segundo lugar, pero estrechamente relacionado, los distintos cauces por los que han evolucionado en los últimos años uno y otros sistemas, y las causas de ello.

En la actualidad se está procediendo a una intensa labor regulatoria que trata de corregir las causas de la crisis financiera internacional. Dos de los puntos clave de dicha labor residen en el tratamiento del modelo de crédito estructurado y de los mercados de productos derivados OTC. A pesar de su escasa participación en ambos ámbitos, el sistema bancario español va a verse profundamente afectado por la nueva regulación por lo que es esencial que ésta sepa discriminar entre modelos bancarios distintos.

Por su parte, las entidades de crédito españolas tienen ante sí una ingente tarea para: 1) Reestructurarse y consolidarse, reduciendo la capacidad instalada. 2) Adaptarse a la nueva regulación. 3) Aprender la lección aprendida en el último ciclo, evitar comportamientos rebaño y colaborar a que no se repitan ayudando a mejorar la supervisión macroeconómica de las autoridades.