



Academia Nacional de Economía

## **El crédito en Uruguay. ¿Hay que cambiar algo? Los riesgos de una mala regulación (1)**

### **María Dolores Benavente**

Buenas noches, es un placer reunirnos nuevamente aquí.

Para la Academia Nacional de Economía, siempre es un placer abordar el tema de hoy, que resulta especialmente relevante en un momento en el que se están discutiendo diversas iniciativas en el Parlamento. Nos pareció crucial destacar la importancia de este tema, al punto de que, en la asamblea de la Academia del 29 de agosto, los académicos expresaron su deseo de que se tratara.

Por lo tanto, una vez más, nos esforzamos por contribuir con un análisis técnico en un tema que, lamentablemente, ha sido politizado, como tantas otras cosas aquí.

De hecho, las principales conclusiones de esta mesa serán compartidas tanto con el Parlamento como con los responsables de formular políticas públicas.

Los oradores que participarán, en el orden establecido, serán Bárbara Mainzer, seguida por Alfonso Capurro y Julio De Brun, quienes son figuras recurrentes en los eventos de la Academia.

Sin más preámbulos, les cedo la palabra a ellos.

### **Bárbara Mainzer**

Buenas tardes a todos. Agradezco a la presidenta de la Academia de Economía por la invitación. Es un placer estar aquí con panelistas tan distinguidos. La idea es que cada uno hable por unos 15 minutos para luego dar lugar a una conversación con todos ustedes.

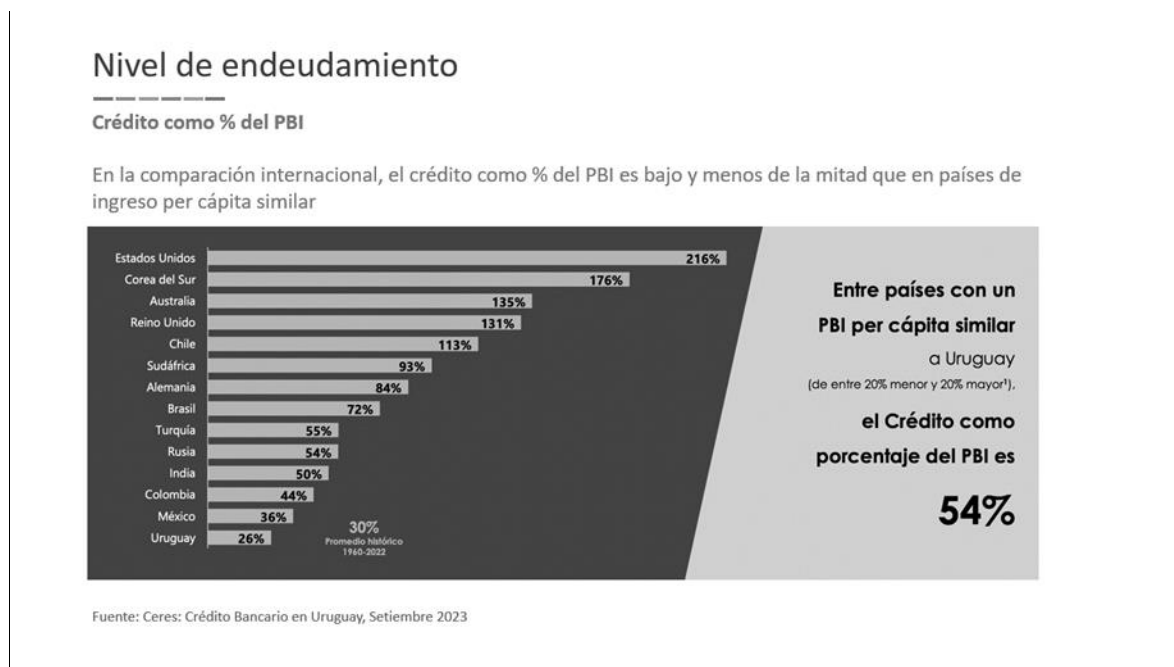
El tema de hoy, como mencionaba María Dolores, es el crédito, especialmente el crédito a personas físicas. Es un tema complejo y relevante que afecta a muchas personas. La solución no es evidente, y lo primero que debemos hacer es definir el problema correctamente. Sin una definición clara, podríamos llegar a una solución equivocada, incluso peor que la

enfermedad.

Me centraré en hablar de manera general sobre el crédito al consumo en Uruguay, el mercado, los deudores, las tasas y algunas caracterizaciones. Luego, mis colegas abordarán aspectos más específicos.

El crédito es esencial para el buen funcionamiento de la economía, permitiendo construir infraestructuras, generar empleo y bienestar social. Sin embargo, el problema no es la herramienta en sí, sino cómo se utiliza. Mal utilizado, puede causar problemas, como ocurre con muchos uruguayos.

La primera pregunta es: ¿tenemos un problema de sobreendeudamiento en Uruguay? Este es un cuadro de un estudio de CERES que fue publicado el mes pasado: Crédito bancario en Uruguay. Y como vemos ahí, el crédito en Uruguay como porcentaje del Producto es muy bajo en la comparación internacional e incluso entre países con un PIB per cápita similar al Uruguay, es muy bajo.

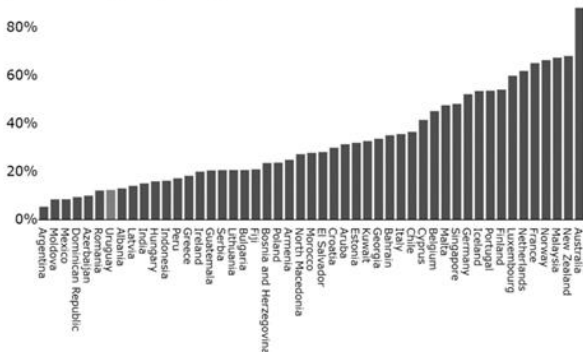


¿Cómo es el crédito al consumo en Uruguay? El crédito al consumo también es bajo. Este es un gráfico de un trabajo del Banco Central del Uruguay en el que se muestra el endeudamiento de personas físicas. En particular, es bajo debido a que el crédito hipotecario es bajo en Uruguay. Pero entonces, estos primeros dos cuadros muestran que a nivel macro no tenemos un problema de sobreendeudamiento, claramente, a nivel micro de algunas familias, sí lo hay.

## Nivel de endeudamiento

### Crédito a las personas físicas, como % del PBI

En la comparación internacional, el crédito como % del PBI es bajo y menos de la mitad que en países de ingreso per cápita similar



Fuente: BCU, Endeudamiento de las Personas Físicas en Uruguay, 2023

La siguiente pregunta es: ¿cuáles son las tasas de interés? Estas son las tasas de interés que publica el Banco Central. Básicamente, estoy mostrando las tasas de crédito al consumo y vemos que las tasas medias van desde un nivel inferior al 30% hasta niveles cercanos al 100%, y los topes de tasas, por supuesto, son mucho mayores. ¿Por qué esta dispersión de tasas? Bueno, porque, en un extremo, tengo crédito de muy bajo riesgo y, en el otro extremo, tengo créditos muy pequeños de personas con mala calificación crediticia o sin calificación crediticia. Claramente, frente a mí tengo créditos muy diferentes con costos muy diferentes y, además, riesgo muy diferente. Alfonso luego va a hablar un poquito de la construcción de tasas de interés, pero si hay esta dispersión de tasas, también por algo es, y, sobre todo, reflejan dos cosas: costo operativo y el riesgo crediticio.

## El costo del crédito

### Tasas medias de interés

Empresas de intermediación financiera, préstamos en efectivo, Octubre 2023

		Consumo				
		con autorización de descuento		sin autorización de descuento		
		<10.000 UI	≥10.000 UI	<10.000 UI	≥10.000 UI	
Moneda nacional	no reajutable	Hasta 366 días	28,00%	30,66%	80,05%	59,31%
		367 días o más	30,58%	30,79%	96,97%	68,50%
	reajutable	UI	9,77%	9,97%	9,96%	8,65%
		UR				

Fuente: BCU

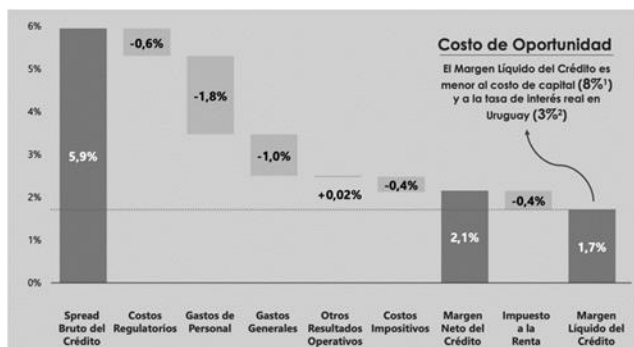
Después podríamos decir que las tasas son muy altas porque hay ganancias desmedidas. Hay unos estudios que leí, citados de Exante y creo que también de CPA, que señalan que la rentabilidad de las compañías de crédito al consumo no es elevada. Hay compañías que pierden dinero, otras que ganan, pero la rentabilidad ha ido bajando.

Yo acá me quiero concentrar en la rentabilidad de los Bancos. Este es un cuadro del informe de CERES que básicamente muestra cuál es el spread, la diferencia entre las tasas activas y pasivas, le imputa todos los costos y lo que ellos dicen es, bajo escenario de costos mínimos, básicamente lo que hacen es mirar cuáles son los costos totales y se lo imputan al crédito, un porcentaje semejante a lo que representa el crédito en los ingresos, básicamente que prorratea los costos. Y un poco la gran conclusión es que el margen líquido del crédito es positivo, pero bajo y que es menor que el costo de capital, el costo de oportunidad y menor que la tasa de interés real en Uruguay.

## La rentabilidad del crédito bancario

### Análisis del margen de intermediación financiera

En porcentaje del crédito, bajo escenarios de costos mínimos



Fuente: Ceres, en base a balances de bancos privados operando en Uruguay

*“Cuando se ponderan los costos con base en la proporción del ingreso que es generado por el negocio del crédito, el margen líquido del crédito resulta positivo.*

*Sin embargo, está por debajo del costo de capital y de la tasa de interés real en Uruguay, por lo que su rentabilidad no cubre el costo de capital y es baja comparada a otras inversiones”.*

*“El spread de tasas en Uruguay es mayor que en la región y que en una muestra diversa de países. Sin embargo, el margen que el sistema bancario percibe es sustancialmente menor y está por debajo del costo de oportunidad”*

Cuando observamos las tasas, parecen ser elevadas debido a las ganancias extraordinarias. Sin embargo, según indica este informe, las tasas en Uruguay son altas y, en muchos casos, considerablemente altas. Esto es un hecho evidente en la realidad. El spread de tasas en Uruguay es mayor que en la región y que en muchas partes del mundo. Pero, al mirar el margen del sistema bancario uruguayo, es sustancialmente menor. Aquí surge una pregunta conceptual. Si estamos en un mercado con ganancias extraordinarias, uno con bajas barreras de entrada, no en el caso de los Bancos, pero sí para las compañías que ofrecen préstamos, porque, hasta este año, una empresa que ofrece préstamos en efectivo ni siquiera tiene que registrarse en el Banco Central. Están también los comercios que extienden su crédito. Es un mercado altamente competitivo. Si hubiera rentabilidades extraordinarias, nuevos competidores entrarían para reducir esa rentabilidad.

Y ahora, para redondear mi parte, ¿cuáles son las cifras de los deudores? En la Central de riesgos crediticios, hay casi 2 millones de personas reportadas por bancos y compañías de crédito al consumo registradas. De ellas, aproximadamente 660.000 tienen calificación 5, a menudo llamados deudores irrecuperables. Este término debería cambiar, ya que estos deudores están totalmente provisionados en los libros de los Bancos y, por ende, valen cero. Pero las personas son recuperables. De estos deudores categoría 5, un tercio, tiene deuda en otra empresa y está al día. Este es claramente un problema importante.

Entonces, ¿cuál podría ser la solución a este problema? En Uruguay, hemos visto numerosas iniciativas legislativas. Estamos viendo muchas propuestas, pero muchas de ellas generan preocupación debido a la experiencia, que mis colegas abordarán más adelante. A nivel internacional y también en Uruguay, hay ejemplos de lo que sucede cuando se intenta intervenir en estos mercados. En Chile, hace unos 10 años, implementaron una iniciativa de borrón y cuenta nueva, perdonando deudas generalizadas. A los 5 años, había la misma cantidad de deudores morosos que 5 años antes. En Paraguay, establecieron topes a las

tasas de interés de las tarjetas de crédito, lo que resultó en menos tarjetas de crédito y más personas recurriendo al mercado informal. En Uruguay, también tuvimos nuestra propia experiencia en los años 80 con leyes de refinanciación, las cuales, como recordaba Ricardo Pascale, afectaron las reglas de juego y generaron inseguridad, disminuyendo el crédito.

En Uruguay, pues, no solo respaldamos nuestra posición con la evidencia internacional, sino que también contamos con ejemplos locales cuando se intentaron implementar iniciativas legislativas. Si estas medidas son mal gestionadas, generan inseguridad jurídica. Nuestro país se destaca a nivel mundial y regional como un bastión de estabilidad institucional, social y económica, lo cual atrae inversiones. No es debido a nuestro gran mercado, sino precisamente por el respeto a las reglas de juego, y estas iniciativas claramente amenazan ese principio.

Es crucial alertar sobre las posibles consecuencias de este tipo de legislaciones. Algunas propuestas han sugerido que los deudores morosos puedan financiarse a tasas menores que las del gobierno uruguayo. Esto plantea un dilema, ya que los deudores más riesgosos podrían refinanciar a tasas muy bajas, incentivándolos a tomar deudas, incumplirlas y luego refinanciar a tasas incluso más bajas que las del soberano. En este escenario, aquellos que prestan se enfrentarán a riesgos y a la posibilidad de enfrentar inseguridad jurídica y juicios, lo que podría resultar en una importante retracción del crédito.

En resumen, el objetivo inicial fue identificar la causa del problema. Las tasas son altas, pero más que una causa son un síntoma del problema.

¿Y cuáles son las causas? Por un lado, el tema de la necesaria educación financiera, que es de larga resolución, pero es muy importante: entender las consecuencias a las que me enfrento si tomo un crédito, si debo o no pagar con tarjeta de crédito ciertos gastos, si en mi presupuesto tengo claro el repago de mis deudas, cosas básicas que este que es que es importante que estén.

Por otro lado, la importancia de contar con información precisa sobre los deudores. Cuando uno mira, hay una elevadísima morosidad en algunas empresas de crédito al consumo -no así en los bancos, donde la morosidad promedio incluyendo crédito hipotecario es baja. Pero en tres compañías de crédito de consumo tienen más de 20% de los clientes con morosidad. Entonces el punto es que cuando tengo una persona que paga y otra que no paga y yo no puedo separar una de otra, entonces lo que me pasa es que le cobro una tasa superior a todos. Si tuviéramos información como para identificar cuál es un buen pagador a él le prestaría a tasas más razonables y quizás a este otro no le prestaría.

La tercera causa es el mercado laboral. Hay muchas personas que no acceden a empleos de calidad, tienen mucha fluctuación en sus ingresos y ahí aparece el problema para repagar la deuda.

Entonces el punto es identificar bien el problema y ser cuidadoso con la solución. Porque si implemento una mala solución voy a terminar con un problema mayor: no resuelvo lo que tengo y la gente igual va a seguir solicitando crédito y se va a ir al mercado informal.

Muchas gracias.

### **Julio de Brun**

Buenas tardes a todos. Nuevamente gracias a la Academia Nacional de Economía y a María Dolores en particular, por esta invitación a charlar con ustedes y formar parte de este panel.

Realmente creo que la discusión, o sea, el tema no es oportuno. Realmente es muy malo que este tema haya renacido, en estos momentos. La sensación que tengo es de *déjà vu*, volvimos a discutir viejos temas y para colmo con el impulso de una unanimidad parlamentaria en la Cámara de Senadores. El voto por unanimidad me hizo recordar una frase de un dramaturgo brasileño de comienzos del siglo pasado que decía algo así como "toda unanimidad es burra". Son las cosas que uno tiende a sospechar, dado que normalmente la gente está totalmente de acuerdo sobre cosas obvias o nimias, y este tema no es ni obvio ni insignificante. Realmente preocupa que sobre cuestiones de este tipo haya precisamente unanimidad y no haya habido espacio para discusiones, como las que de alguna manera se están promoviendo en este ámbito.

Pero bueno, básicamente, sobre lo que tenemos sobre la mesa hoy por hoy es una legislación sobre deudores hipotecarios y una propuesta de reforma constitucional sobre topes a la tasa de interés. O sea, más allá de las leyes de usura que han sido tema de permanente reglamentación en Uruguay a través de sucesivas administraciones y que creo que habían llegado a un estándar bastante razonable, en base a lo que pueden considerarse recomendaciones internacionales en la materia. Sobre eso vamos a volver más adelante, ya sea yo o Alfonso.

Y nada menos que ya a nivel de la Carta Magna, que en definitiva reeditan una discusión sobre intervención en el mercado de crédito en Uruguay, más allá de lo que son las autoridades que propiamente regulan este tipo de mercado, que suelen estar ya sea en el ámbito del Poder Ejecutivo, llámese Ministerio de Economía, o en el ámbito del Banco Central. Cuando esto ya pasa a nivel legislativo o incluso más, se lleva al ámbito constitucional, los riesgos de tener normativas extremadamente rígidas son evidentes. Vamos a ver que la flexibilidad frente a la casuística en esto es importante y, además, con poca depuración o fineza desde el punto de vista técnico, puede llevar a efectos verdaderamente indeseados, incluso por parte de aquellos que, aún con buenas intenciones, pueden estar promoviendo este tipo de ideas, porque eso es justamente lo que muestra, digamos, la propia experiencia de Uruguay y la evidencia empírica disponible a nivel internacional.

Este es uno de esos temas en economía donde uno ve papers a lo largo del tiempo de distintos autores y demás y donde las conclusiones tienden a repetirse una y otra vez. O sea, los efectos indeseados, los efectos en contra de quienes se pretende en principio proteger, son un elemento que surge permanentemente en la literatura.

Alguna muestra de la cual, vamos a ver enseguida.

Justamente, a lo que quería ir, en primer lugar, era que esta evidencia es verdaderamente abrumadora.

## La evidencia sobre intervenciones negativas en el mercado de crédito es abrumadora

- Sobre topes a la tasa de interés (Ferrari, Masetti, Ren, 2018)
- Sobre restricciones a los mecanismos de recolección de créditos (Michael Staten, 2008; Todd Zwicki, 2015; Fedaseyeu y Hunt, 2015)
  - Problemas de riesgo moral ante prácticas “blandas” de recolección de créditos
  - Efecto de aumento de costo del crédito y ambiguo sobre el volumen de crédito (depende del efecto sobre una demanda incentivada por restricciones a prácticas de recolección “duras”)
  - En entornos competitivos el equilibrio cooperativo (ausencia de prácticas abusivas de recolección, bajos costos de recolección, negociación de deudor y acreedor) puede aflorar si la intervención favorece la negociación.

Y quiero separarla, por lo menos desde el punto de vista conceptual, en dos grandes grupos, que en realidad después van a lo mismo desde el punto de vista de lo que son sus efectos sobre los mercados, pero uno conceptualmente puede separar este tipo de intervenciones en el mercado en dos grandes grupos:

- El grupo de los topes a la tasa de interés, o sea, típicamente las leyes de usura que ponen limitaciones a la tasa de interés que se puede cobrar sobre distintos créditos. Un artículo reciente bastante comprensivo de esta literatura y de la experiencia internacional es un artículo del Banco Mundial, un working paper del Banco Mundial de Ferrari, Macetti, Ren, que está mencionado allí. Yo no me voy a detener en ese artículo en particular y en esa literatura en particular, porque es un tema que lo va a estar tocando Alfonso.
- Entonces, simplemente para no desviarles tiempo hablando de lo mismo, me voy a enfocar en el segundo bloque de investigación o de temas, que son las restricciones a los mecanismos de recolección de créditos. O sea, ya no a ponerle topes o regulaciones a la tasa de interés, sino definitivamente intervenir y poner limitaciones al proceso de cobro de los créditos, ya sea por suspensión de ejecuciones, refinanciaciones forzosas establecidas por la legislación, etc. Eso es parte del contenido de la pieza del nivel legislativo que tenemos hoy sobre la mesa. Ahí hay también distintos artículos, por citar algunos de la última década, están mencionados uno de Staten de la Universidad de Harvard del año 2008, un artículo



de Zwicki, que tiene varios artículos sobre este tema, pero en particular, ese es bastante conceptual del año 2015. Toda esta literatura, es en parte teórica y en parte con evidencia empírica, fundamentalmente de Estados Unidos, que es donde normalmente hay más información sobre estas cosas.

El primer tema que tienen en común y que se señala como problemas de todas estas restricciones son los problemas de riesgo moral frente a lo que uno podría llamar prácticas blandas, digamos, en materia de recolección de crédito. O sea, en la medida en que el deudor percibe que no hay un *enforcement* adecuado o hay limitaciones hacia el acreedor en lo que puedan ser los aspectos más agresivos en materia de recolección de créditos, liquidaciones de hipotecas, de prendas, de garantías y demás y otros mecanismos de presión, que uno podría considerar más duros o más agresivos sobre el deudor, en la medida que la ley o alguna reglamentación los excluye o precluye la posibilidad del acreedor de llegar a ese tipo de mecanismos, el deudor percibe que básicamente no hay castigo por la mora y tiende a tener un comportamiento de impago o de impagos recurrentes o de apostar permanentemente a una nueva refinanciación, a las próximas exenciones en los mecanismos de crédito.

¿Qué efecto tiene esto desde el punto de vista del mercado de crédito? Bueno, evidentemente, desde el punto de vista del acreedor, el hecho de que se le pongan limitaciones a los mecanismos de recolección de créditos o que se le incrementen los costos en los mecanismos de recolección de créditos, genera un efecto de retracción del crédito y de encarecimiento. O sea, por ese lado también termina reflejándose en un aumento de la tasa de interés. Pero a su vez, curiosamente, hay un efecto ambiguo sobre el volumen del mercado de crédito. ¿Por qué? Porque también estimula políticas de sobreendeudamiento por parte de deudores, en la medida en que éstos perciban que el cobro del crédito al que acceden, después eventualmente puede quedar exento o aliviado de alguna forma.

Entonces, en general, en la literatura, por lo menos teórica, no hay duda de que, tanto por reducción de la oferta, como por eventual aumento de la demanda, el precio sube, o sea, la tasa de interés termina siendo bastante más alta de lo que sería en condiciones competitivas o sin esta intervención. El volumen de crédito puede aumentar o disminuir según como sea el aumento de la demanda o la restricción de la oferta.

La evidencia empírica en general lo que muestra es que el efecto predominante es el de contracción. O sea, la contracción de la oferta predomina sobre el aumento de la demanda. Por lo tanto, el volumen de crédito en el mercado tiende a reducirse. Sin perjuicio de lo cual, la existencia de acciones oportunistas por algunos deudores, también genera dentro de la existencia de estos mismos mecanismos, asignaciones ineficientes del crédito. O sea, proyectos ya sea personales o empresariales de baja probabilidad de éxito eventualmente obtienen financiamiento y se lo restan a quienes podrían tener proyectos más eficientes, simplemente porque el que toma esos créditos deduce del costo, la eventualidad de no pagarlos o incumplirlos.

En ese volumen de crédito, desde el punto de vista de los efectos sobre la economía en su

conjunto, hay que considerar que también inducen a una asignación ineficiente de los recursos disponibles en materia de crédito.

Alguna rama de esta literatura considera también, que es, por lo general, uno de los aspectos más sensibles en lo que tiene que ver con las legislaciones, o sea, mucha de esta legislación está basada en la protección del deudor respecto de prácticas abusivas del acreedor, en lo que tiene que ver con la recolección de sus créditos. Cualquiera que haya visto o haya leído "Las viñas de la ira" de Steinbeck, o la versión cinematográfica, recordará la imagen de los pobres granjeros desplazados de sus tierras, por estos banqueros usureros, que se quedan con sus propiedades para recolectar los créditos y dejan familias en la calle. O sea, esa imagen, digamos, del deudor desprotegido frente a las acciones de recolección de crédito, es normalmente la que inspira legislaciones que apuntan justamente a prevenir lo que serían esas acciones más duras de recolección de créditos por parte de los acreedores.

Lo que muestra la evidencia y también lo que muestra la literatura, en base a teoría de juegos fundamentalmente y también, de alguna forma, ratificado por la experiencia, es que el aspecto reputacional por parte del acreedor también pesa a la hora de definir las estrategias de recuperación de crédito. Esto justifica, por ejemplo, o da lugar en muchos países, en particular en Estados Unidos, a todo lo que es el mercado de empresas recolectoras de créditos, por fuera de lo que son las empresas que otorgan créditos, típicamente las empresas financieras.

Las empresas financieras llegan hasta cierto punto en el proceso de recolección, llegan hasta cierto esfuerzo en materia de recolección y a partir de cierto punto dicen, "A este crédito -como decía Bárbara hace un momento- lo bajo del balance y directamente se lo doy a otro para que lo cobre." Y las distintas estrategias que persiguen los recolectores de créditos hacen un juego, en definitiva, entre la persuasión hacia el deudor, su propio riesgo reputacional, y la efectividad de los distintos mecanismos disponibles.

Entonces, lo que muestran distintos modelos en este sentido, es que en un esquema donde la recolección del crédito también es competitiva, o sea, lo cual limita por aspectos reputacionales, las prácticas abusivas, pero a su vez, en un entorno donde el deudor siente que, en última instancia, el riesgo está presente, se llega a lo que sería el equilibrio de Nash cooperativo, donde el acreedor cede en parte o negocia, ciertas facilidades para el deudor y el deudor eventualmente acepta pagar de acuerdo a lo que son sus posibilidades, en caso de que alguna situación de shock o de perturbación haya hecho que su situación, haya cambiado y, por lo tanto, no pueda cumplir con el préstamo en sus condiciones originales.

O sea, que todos estos elementos que tanto se discuten normalmente cuando hay estas piezas legislativas o reglamentarias están más que evaluados en la literatura y, en general, muestran que, con una regulación apropiada desde el punto de vista de restricciones presupuestarias duras en última instancia, pero un entorno competitivo que estimule la negociación y limite de alguna manera, prácticas abusivas por parte de acreedores, se llegan

a equilibrios bastante eficientes en materia de gestión del mercado de crédito, sin llegar a los peores efectos, en lo que tiene que ver con efectos más dañinos de este tipo de regulaciones.

En cualquiera de estos papers van a ver evidencia bastante formal y bastante detallada después. En todo caso, los paso, para que queden disponibles, para los que los quieran consultar. Pero ahí hay evidencia bastante amplia en cuanto a los efectos de estas cuestiones.

Simplemente lo que quiero ilustrar en estos minutos adicionales, son dos experiencias en Uruguay, por lo menos, desde el punto de vista de narrativa, de lo que fueron las crisis de 1982 y 2002, en lo que tiene que ver, precisamente, con las regulaciones que se impusieron en materia de recolección de crédito.

## Una historia de dos crisis: Uruguay 1982 y 2002

**Uruguay 1982:**

- Sucesivas normas de refinanciación y suspensión de ejecuciones
  - Circulares BCU 1110, 1125 y concordantes
  - Ley 15.786 de 4/12/1985 y modificativas
  - Ley 16.243 de 5/3/1992

**Uruguay 2002:**

- Norma particular 3.8 (operaciones de crédito problemáticas reestructuradas)
- En general se evitaron las leyes de suspensión de ejecuciones

13 de agosto de 2004, 09:40hs

**”Ley de suspensión de ejecuciones tiene nombre y apellido”**

O sea, básicamente, la línea azul que está allí muestra la evolución del crédito en términos reales entre 1982 y 1992, arrancando de un momento cero, que era enero de 1982 y la línea anaranjada es el proceso, digamos, 2002-2012, arrancando de un momento cero que es enero de 2002.

No olvidemos que en Uruguay hay un componente importante de crédito en dólares, todavía más en el año 2002, pero también en el 82 era, aproximadamente, el 50% del crédito denominado moneda extranjera, después se incrementó, hay un salto, obviamente del volumen de crédito en términos reales por la corrección cambiaria: en junio de 2002 y en noviembre de 1982.

Y a partir de eso, en ambos procesos, hay una caída del crédito. Observen ustedes que la caída del crédito en los balances de los Bancos es mucho más pronunciada tras la crisis de 2002, que en la crisis de 1982. Uno puede decir, pero ¿cómo? Entonces ¿hubo más crédito

en la crisis del 82 que, en comparación con la crisis de 2002? No. El tema es que, justamente, para los Bancos, las carteras comprometidas, en la crisis de 2002, fueron mucho más rígidas en su balance por la sucesión de distintas regulaciones que refinanciaron deudas y suspendieron ejecuciones. Empezó primero con las circulares del Banco Central de Uruguay 1110, 1125 y concordantes, durante el año 1983, que básicamente impusieron un parate a la recolección de créditos e indujeron mecanismos de refinanciación de créditos para las empresas afectadas por la devaluación de noviembre de 1982. Y esa reglamentación, posteriormente, se hizo ley, en la 15786 de 4 de diciembre de 1985, esto ya en Democracia, y las modificativas, o sea, leyes de años siguientes que básicamente prorrogaron los plazos de la ley 15786 y que incluso sus coletazos llegaron hasta la administración siguiente, hasta la ley 16243 de marzo de 1992, donde se establecieron nuevas refinanciaciones de deuda, especialmente en el sector agropecuario.

O sea, que la salida de la crisis de 1982 tuvo un largo coletazo en materia de legislación de refinanciación de adeudos y suspensión de ejecuciones, a tal punto que básicamente los Bancos no otorgaban créditos nuevos, pero mantenían una cartera que, observen ustedes, permaneció siempre en caída, de hecho, hasta 100 meses posteriores a 1982, o sea, esto es básicamente 1991. Y recién suavizan su caída y básicamente se estabilizan y muestran una pequeña recuperación sobre el final del periodo, esto es, ya después de entrada la refinanciación del plan Brady y demás y la aplicación de distintos mecanismos de reestructuración de deuda como los mecanismos de debt to debt y debt to equity, que se hicieron durante los 80 y hasta, digamos, posterior al, al plan Brady, o sea, que tenemos una larga década en la cual el crédito bancario fue languideciendo y reduciéndose.

En la crisis de 2002, básicamente, no hubo ley, hubo intentos legales. De hecho, buscando en Google "suspensión de ejecuciones", me salta una frase de un Ministro de la época, esto es, 13 de agosto de 2004, que dice "ley de suspensión de ejecuciones tiene nombre y apellido". Esta es una frase del entonces Ministro de Economía, Isaac Alfie, en relación a un proyecto de ley que andaba en la vuelta de suspensión de ejecuciones, donde básicamente lo que explica el entonces Ministro de Economía, es que sobre una muestra de un 60% de las operaciones de crédito otorgadas entre 2001 y 2004, había solo un remate, con lo cual trataba de desmentir la idea de que había un aluvión de ejecuciones judiciales.

Hubo otros episodios, recuerden ustedes la mini corrida de enero de 2003, que se produce a raíz de un rumor sobre una suspensión de ejecuciones del Banco República. O sea, había intentos, pero finalmente, ninguno prosperó porque, básicamente, lo que hubo fue la norma particular 3.8 del Banco Central, que lo que hizo fue, en lo que muestra toda esa literatura, que estaba mencionando hace un momento, que, lo mejor es dejar, dado que los bancos, en realidad, no están en el negocio de perseguir deudores incurriendo en costos, sino de limpiar sus balances y refinanciar lo que puedan. Bueno, justamente, la 3.8 lo que estableció fueron mecanismos que facilitarían a los bancos refinanciar y reestructurar y, bueno, a los deudores negociar con los bancos y obtener condiciones que hicieran posible el repago de sus deudas. No olvidemos que, además, la salida bancaria del 2002, a diferencia del 82, no tuvo un *bailout* total de deudores, sino que había depositantes que dependían su cobro de lo que surgiera de las carteras de los Bancos, con lo cual había incentivos en ese

momento, como para decir, hay que imponer conductas de cumplimiento por parte de los deudores y eso fue, básicamente, a lo que apuntó la regulación en ese momento: a facilitar desde el punto de vista regulatorio, la negociación entre acreedores y deudores y, por un buen tiempo, digamos, desapareció el término, suspensión de ejecuciones y financiaciones de la liturgia política nacional.

De hecho, la sucesión de propuestas de refinanciación, sobre todo en el sector agropecuario, básicamente desapareció por prácticamente una década después de esta salida.

Y observen ustedes que, justamente en ese proceso de limpieza de balance, el crédito bancario en términos constantes, básicamente cae hasta 55 meses posteriores al 2002. Esto nos pone más o menos entre 2006, 2007, más bien 2007. Y a partir de ahí comienza un lento proceso, es verdad, fue difícil para los bancos también reconstruir cartera desde 2007 en adelante.

Vino un periodo de bajas tasas de interés, con lo cual también se dio cierta desintermediación. Pero también se dio un efecto muy importante que es el otro elemento a considerar en todas estas cuestiones, que es cuando hay exceso de restricciones a la recuperación del crédito, se crea una fragilidad tanto por el lado de sobreendeudamiento de familias y empresas y por el lado de los prestadores de crédito. Hay una fragilidad financiera derivada de la imposibilidad de cobrar estos créditos y una fragilidad financiera generada por un exceso de endeudamiento en las familias.

La morosidad en 2012 estaba en 2,5%, y a comienzo de los 90 -corrígeme, Martín, vos tenías algún paper de morosidad de los 90- creo que andaba entre 8 y 9%, a comienzos de la década y después subió. O sea, una morosidad mucho más baja en el sistema en 2012 comparado con 20 años atrás.

Esto es lo que muestra de alguna manera la historia uruguaya: es posible establecer mecanismos de negociación y de hecho así se han manejado por parte en ese momento entre instituciones financieras y deudores, sin necesidad de regulaciones adicionales.

Esta última epidemia de normativa, probablemente haya que encontrarla, quizás en algunos efectos que puedo haber generado el COVID en el cumplimiento por parte de los deudores o razones que, por lo menos, en este momento, dados los niveles de morosidad que actualmente tiene el sistema, es difícil de encontrar.

Muchas gracias.

**Alfonso Capurro**

Buenas tardes para todos, un placer estar acá.

Gracias a los anfitriones y a La Academia también, por la invitación.

Un placer compartir con Bárbara y Julio.

La idea, un poco para complementar las cosas que dijeron ellos, es también compartir algunas cosas en las que hemos estado trabajando en los últimos tres o cuatro años, motivados por esta epidemia de iniciativas que decía Julio, que nos han hecho pensar.

Son dos temas, que tienen algunos puntos de contacto, van por carriles separados, pero creemos que aportan a la discusión.

- Por un lado, hablar un poco de las tasas y los mecanismos de regulación que hay hoy y el costeo de tasas de interés. O sea, cómo se puede pensar una tasa de equilibrio desde el punto de vista de la oferta o desde el punto de vista de los costos. Y qué tendencias hay a nivel global.
- Y, por otro lado, una discusión un poco más abstracta, quizás, sobre el tema este de las reestructuras y los enfoques sobre las reestructuras. Una pregunta un poco más abierta de cuál es el sistema óptimo para Uruguay y por qué.

Y esto está motivado en algunas presentaciones que hizo gente del exterior que estuvo por acá y que estos días estuvimos revisando algunos trabajos que nos hicieron en el equipo nuestro, con varias discusiones fermentales que queríamos compartir con ustedes.

Sobre el primer tema, tasas y regulación, voy a usar bastante la referencia del *paper* este que comentaba Julio hace un ratito del Banco Mundial. Sin habernos coordinado, veníamos con la misma literatura. Este es un paper bastante interesante porque hace como una revisión teórica conceptual de qué son las tasas, los problemas que hay en los mercados financieros, las particularidades de los mercados financieros y cómo se puede pensar una tasa óptima, o una tasa de equilibrio, o una tasa justa, o una tasa razonable, dada las estructuras de costos que asumen las empresas que dan crédito.

Hay un principio general que a veces uno pensaría: "Los precios son como sagrados". Los que creemos en el mercado creemos que los precios son sagrados, porque al final son los que balancean oferta y demanda. Es el mejor mecanismo, en definitiva, para que el mercado encuentre su equilibrio.

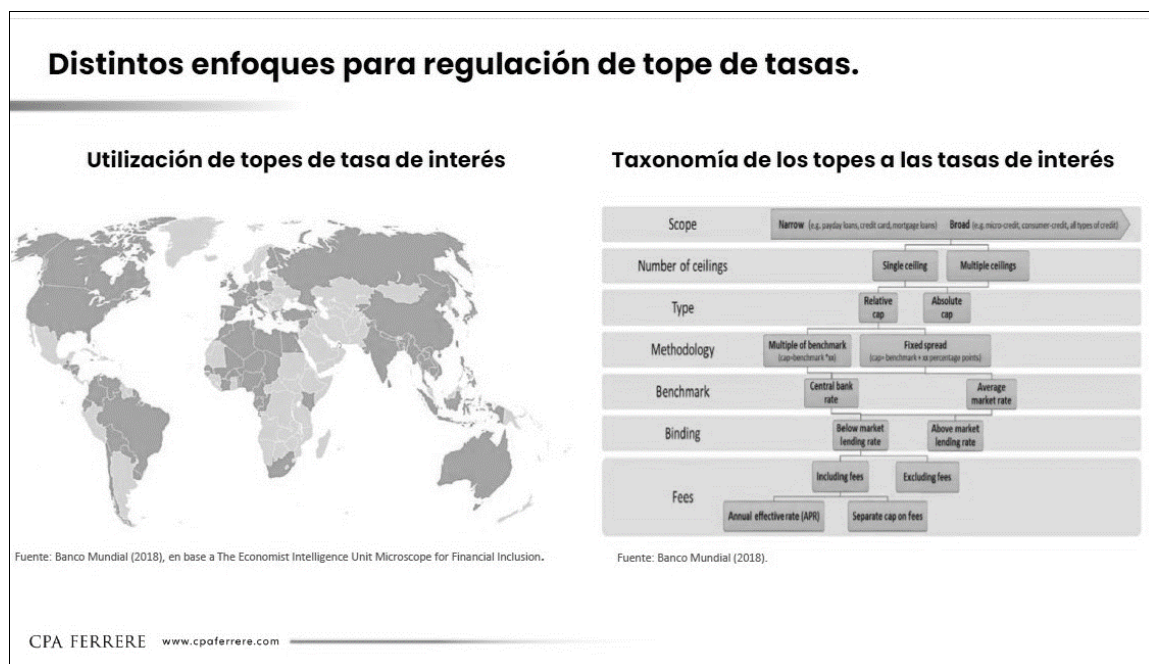
Es un principio de asignación óptima cuando los mercados operan sin fallas. Pero en el mercado financiero está bastante estudiado, hay varios premios Nobel que han demostrado y han recibido sus premios justamente por modelar y entender las fallas de mercado que hay en los mercados financieros. Las asimetrías de información, en particular, los problemas que genera de riesgo moral, de selección adversa, etc.

Stiglitz y Weiss han hecho una contribución importante para mostrar que las tasas de interés en los mercados financieros no son solamente un mecanismo de nivelación de oferta y demanda. Son también un mecanismo de señalización. Las tasas dicen algo. La tasa a la que la gente está dispuesta a tomar un crédito, de alguna forma, es una señal sobre su probabilidad ex-ante de cumplimiento o de incumplimiento. Con lo cual, tocar las tasas es un tema que no es que sea sagrado, pero es un tema que hay que tener cuidado por las

cosas que hay dentro de las tasas y por cómo se determinan.

Esto implica también que, como hay fallas de mercado, en cualquier lugar donde hay falla de mercado, hay un lugar para la regulación y amerita una regulación que de alguna forma intervenga el mercado, para tratar de llevarlo a un óptimo. Eso no quiere decir que cualquier intervención sea buena, porque una intervención mala puede llevarnos a un peor óptimo que al que un mercado malo nos llevaría. Y por eso hay algunos principios básicos para orientar esta discusión, que es más o menos lo que Julio comentaba que está en la literatura.

Entonces, cuando uno mira la evidencia internacional, está bastante documentado, la cantidad de países que tienen distintos tipos de regulación para topes de tasas de interés.



Este mapa y esta tabla salen del trabajo del Banco Mundial que comentaba Julio. En el mapa de la izquierda, vemos todos los países del mundo que, al 2018, tenían algún tipo de tope de tasa de interés. Y como ven, es buena parte del mundo occidental, con algunas excepciones, algunos huecos.

Y en el cuadro de la derecha, se muestra un poco la complejidad que tiene el sistema regulatorio a nivel global. A veces uno piensa en tope de tasas, y es bueno, el tope, un tope en nivel, no sé, un tope, una tasa X o tantos puntos por encima de la media. El sistema regulatorio de tasas, en general, es mucho más complejo, tiene muchas dimensiones, porque básicamente cuando uno mira los distintos países, hay países que tienen topes de tasa de interés para una cobertura muy amplia del mercado. Otros solamente para algunas definiciones estrechas, por ejemplo, crédito al consumo. Hay otros que topean una gama bastante más amplia de tasas.

Hay topes más complejos, porque tienen varios tipos de techos a las tasas de interés. Hay algunos que son más sencillos. Hay algunos topes que son absolutos, por ejemplo, hay países que dijeron: "Tope 35% por de tasa". Otros que dijeron "un tope relativo a las tasas medias del sistema o a la tasa de referencia del Banco Central". Hay topes que solamente miran la tasa, hay topes que miran todos los cobros que hacen las entidades financieras a los clientes, incluyendo comisiones, etc., para ver al final cuál es el costo integral del crédito por todo concepto, porque a veces se topean las tasas y los pagos se escapan por otro lado.

Entonces, el sistema en general es bastante complejo. Y eso simplemente refleja cosas que decían Julio y Bárbara, que el mercado es bastante complejo y que una solución fácil, a veces como un tope de tasa, una tasa justa, que es un concepto que suena bien, se le escapan un montón de todas estas complejidades que a veces este hace que la solución esté bien inspirada o bien motivada, pero mal implementada. Solamente para mostrar esto, la complejidad en general que tiene el tema a nivel de realidad.

El trabajo este del Banco Mundial también hace una buena revisión un poco teórica y ofrece un buen marco conceptual para entender cómo se fijan las tasas de interés. Bárbara comentaba hoy que, en definitiva, el crédito al consumo es muy heterogéneo. Una cosa es el segmento que atienden los Bancos con los niveles de riesgo que atienden los Bancos, otra es el segmento promedio que atienden las empresas Administradoras de crédito y otra cosa es toda la variabilidad que hay dentro de las empresas Administradoras de crédito que tiene, a su vez, distintos segmentos de exposición, distintos tamaños de crédito, distintos riesgos, distintos perfiles.

### Enfoque metodológico: los precios y las tasas de interés.

Componentes de la tasa de interés	
Tasa de interés	Rentabilidad
	Prima de riesgo
	Costos operativos
	Costos de fondeo
	Impuestos

La evidencia sugiere que una reducción significativa de los topes de tasa de interés sin considerar los riesgos y costos del negocio puede tener efectos colaterales negativos, difíciles de revertir:

- Racionamiento del crédito total, principalmente entre segmentos de alto riesgos (generalmente hogares de bajos ingresos),
- aumento del mercado informal de crédito,
- menor transparencia en fijación de precios.
- rebalanceo del portafolio de créditos hacia sectores más seguros,
- mayor concentración de sistema y reducción de la competencia.

**REFERENCIAS**

- Miller (2013). Interest rate caps and their impact on financial inclusion.
- Banco Mundial (2018). Interest Rate Caps -The Theory and The Practice. Policy Research Working Paper 8398.
- Banco Central de Brasil (2017). Banking Report

CPA FERRERE [www.cpaferre.com](http://www.cpaferre.com)



Básicamente, lo que dice este marco conceptual es que, en definitiva, la tasa de interés de equilibrio debería ser suficiente para cubrir todo lo que son los costos operativos de una entidad. Los costos de gestionar el crédito, los costos de captar clientes, los costos de administrar el crédito, los costos de dar un vale, los costos de recuperarlo, de recolectarlo. Debería ser suficiente para cubrir los costos de fondeo, los costos de pedir plata, ya sea fondos propios o fondos de tercero, para pagar los impuestos, obviamente, para tener una rentabilidad razonable del negocio. Razonable la podemos discutir, ¿qué es la razonabilidad?, ¿qué es excesiva?, pero acorde al riesgo y, obviamente, para compensar la prima de riesgo. No es lo mismo prestarle a un deudor Triple A que a un deudor de alto riesgo.

Entonces, todo esto se puede modelar y se puede mirar para los distintos segmentos, qué nivel de riesgo, qué nivel de costos está asumiendo cada entidad por prestar. Y eso da como resultado, distintos niveles de tasa de interés. No es lo mismo originar un crédito de 10.000 dólares por mes que originar 100 créditos de 100 dólares por mes. Tiene otro nivel de costo operativo, otra estructura que hay que tener y probablemente también, apunta a distintos segmentos de riesgo, con distinta probabilidad de pago. Con lo cual, esa prima de riesgo que está ahí, es distinta según el perfil de los consumidores.

Esto no quiere decir que se justifique cualquier tasa de interés en cualquier segmento, obviamente no. Está Alejandro por ahí, pero estamos haciendo un trabajo justamente con ANEAC, con la Asociación de Empresas Administradoras de Crédito, para tratar de entender en qué medida, para los distintos segmentos de créditos, las tasas de interés que se están cobrando hoy, las tasas efectivas y los topes, son acordes a esta estructura de costos que tienen las empresas Administradoras de crédito, para los distintos segmentos. Estamos terminando, así que prontamente saldrán los resultados.

La evidencia, y ahora voy a algunos casos que son interesantes, muestra alguna de las cosas que comentaban Bárbara y Julio. Hay distintos casos a nivel internacional, y este *paper* repasa varios que son interesantes, hay casos de éxito y hay casos de fracaso, porque no toda regulación ha funcionado mal, obviamente. Lo que sí muestra la evidencia en general, es que cuando la regulación ignora esta estructura, ignora todos los efectos colaterales, muchas veces, los efectos finales que termina habiendo en el mercado, son más perjudiciales sobre el colectivo que se quiso proteger, que beneficioso. Porque, en general, cuando uno pone la tasa de interés a un nivel que no cubre todos estos costos y que no cubre la prima de riesgo, un efecto obvio es que hay racionamiento de crédito en ese segmento. Y el crédito suele ir, por ejemplo, como pasó en Kenia, que es lo vamos a mostrar, el crédito salió del crédito del consumo y los bancos le prestaron plata al sector público: más fácil. Para qué, para qué voy a prestar a un segmento de riesgo que no me cubre la prima de incobrabilidad. Entonces, eso ha pasado cuando uno ignora este principio y no cubre los costos esperados y no cubre la prima de riesgo, el capital fluye para otro lado que sea más seguro. Hay bastante evidencia también de que ha aumentado el mercado informal del crédito. La primera vez que leíamos este *paper*, creo fue 2019-2020, y nos pensábamos que eso era un problema de otros países del Tercer mundo, pero ahora resulta que acá en Uruguay, también tenemos algunas iniciativas empresariales no reguladas que utilizan el

mecanismo de crédito no regulado. En estos días han salido en la prensa y son bastante más complejos. Cuando uno topea el mercado formal y obliga a los consumidores a irse para ese lado, está mucho más que desprotegido.

También hay evidencia que, en algunos países, cuando los topes se fijan mal, empieza a haber menos transparencia en la fijación de precios, y hay evidencia también de que, cuando se rebalancea los portafolios, en muchos casos, el mercado de crédito tiende a estar más concentrado. O sea, terminamos perjudicando la competencia y eso termina siendo también malo a largo plazo para las opciones que tienen los deudores eventualmente. O sea, que hay muchas de estas cosas que cuando uno las regula mal, tienen todo este tipo de efectos que, al final del día, a largo plazo, terminan perjudicando más a los colectivos que se quiso beneficiar.

<b>Experiencia internacional: casos de éxito, fracaso y lecciones aprendidas.</b>			
<b>India (2013)</b>	<b>Kenia (2014)</b>	<b>Chile (2013)</b>	<b>Reino Unido (2015)</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 2014 se introdujo <b>esquema más flexible en el tope de tasa</b> que consideraba tasas media y costo de fondeo por institución.</li> <li>▶ <b>Aumento de créditos y de la cantidad de sucursales</b> de instituciones financieras</li> <li>▶ 2013 vs 2017: <b>Ratio de costos operativos se redujo</b> desde 13-15% hasta 7-8%, en tanto que la <b>cantidad de créditos administrados aumentó</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Setiembre 2016 se fijó <b>tasa única</b>: spread del 4% + tasa de referencia del Banco Central (10%)</li> <li>▶ Bancos <b>incrementaron otras tarifas y comisiones</b> para compensar pérdida.</li> <li>▶ <b>Crecimiento de crédito se enlenteció</b> (13,6% vs 3,8%).</li> <li>▶ <b>Realocación de créditos</b> hacia sectores seguros, perjudicando a PYMES.</li> <li>▶ <b>Bancos pequeños</b> los más perjudicados.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Diciembre 2013: reducción gradual de tasa de interés (54% a 36%) hasta junio 2015 fijando topes diferenciados por monto.</li> <li>▶ <b>Racionamiento de crédito a población vulnerable</b>: jóvenes, menor nivel educativo y menores ingresos.</li> <li>▶ La ley afectó a <b>todos los agentes en el mercado de créditos al consumo</b>: bancos e instituciones no bancarias</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 2015 FCA impuso nuevos <b>topes en el mercado de créditos al consumo de alto costo a corto plazo (HCST)</b></li> <li>▶ <b>Contracción en la cantidad y volumen total de créditos</b> en segmento HCST (aprox 50%).</li> <li>▶ <b>Racionamiento de crédito a población vulnerable</b> y 25% de estas personas recurrieron a <b>proveedores informales</b>.</li> </ul>

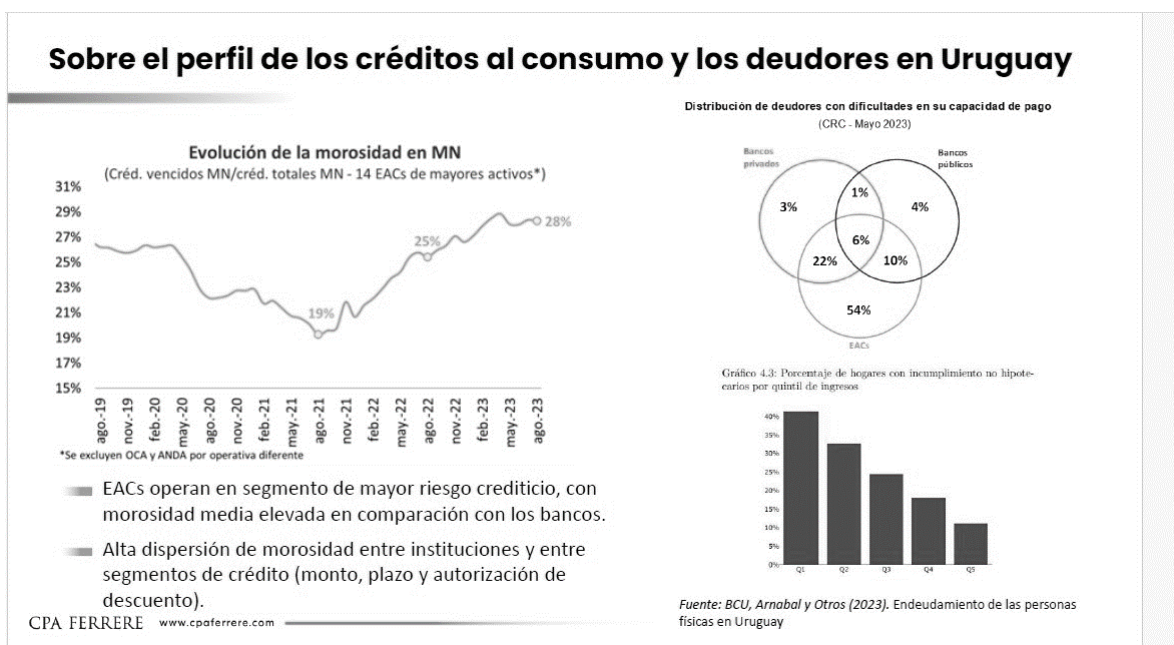
Acá solamente un repaso de tres, cuatro casos que son interesantes.

- India había empezado un camino de topes duros de tasa de interés. En 2014, flexibilizó un poco el sistema y empezó a reconocer un poco más la variabilidad entre distintos segmentos; es uno de los casos de éxito. Porque después de ese cambio de topes, uno de los resultados fue que aumentó el volumen de crédito y aumentó la cantidad de usuarios de instituciones financieras. Eso permitió, entre otras cosas, licuar los costos operativos, o sea, el peso de los costos operativos sobre la estructura de costos totales y aumentó un 25% la cantidad de créditos en los segmentos que vieron como cierta flexibilización de los topes.
- Kenia, por ejemplo, es un caso de los no tan buenos. Se acuerdan que hoy decíamos que había varios tipos de topes, algunos amplios, otros más sofisticados y otros más

torpes. Kenia puso un tope a la tasa de interés, un tope único, un spread de 4% respecto a la tasa de referencia del Banco Central, *flat*, sin discriminar demasiado los perfiles de riesgo ni regular tarifas y otras comisiones. Básicamente, lo que los Bancos hicieron, fue redireccionar el *pricing* o el *revenue* hacia otras cosas; incrementaron tarifas, incrementaron comisiones. El crédito creció menos, y el crédito, sobre todo de estos segmentos que estaban topeados, cayó y hubo una realocación de los portafolios. Y uno mira las gráficas que están ahí en el *paper*: crédito al consumo se fue para abajo, crédito al sector público se fue para arriba. Bastante fácil. La salida del mercado es bastante obvia. Y también en el caso de Kenia, los Bancos chicos que eran los que estaban enfocados en estos segmentos, son los que se vieron más perjudicados y eso hizo que aumentara la concentración del sistema, cosa que a largo plazo. no es bueno para los deudores.

- En el caso de Chile y de Reino Unido, son dos casos también donde hubo imposiciones de los topes, o de alguna forma, readecuación de topes a la baja. Y está bastante documentado los efectos que tuvo, negativos sobre el volumen del crédito, sobre todo en algunas de las poblaciones más de perfil de riesgo: jóvenes, jóvenes de ingresos medios, medios bajos.

Hay bastante detalle en los *papers*, no quiero entrar, pero bueno, básicamente los invito a mirar este trabajo porque está bueno. Tiene una buena aproximación teórica y una buena barrida de casos, como para entender por dónde se escapan a veces los efectos colaterales, cuando la regulación no tiene en cuenta estos principios básicos sobre cómo son las tasas de interés.



Complementando lo que comentaba Bárbara hoy sobre los distintos niveles de morosidad. Esta información sale un poco de lo que publica el Banco Central sobre el perfil de riesgo de las empresas administradoras de crédito. En la izquierda, tenemos los niveles de morosidad de las 14 EAC con mayores activos, que están en promedio en un 28%. Sin embargo, observamos una variabilidad bastante grande dentro de este grupo. Obviamente, las EAC operan en un segmento de morosidad alta, lo que nos indica que la prima de riesgo que mencionábamos hoy para este perfil de créditos, en general, será más alta que para los Bancos. Esto es evidente debido al tipo de perfil que poseen.

Algunas caracterizaciones de los deudores, como las mencionadas por Bárbara hoy, provienen de un *paper* publicado en el Banco Central, durante las Jornadas anuales de Economía de este año. Arnábal, Jorge Ponce y otros realizaron una caracterización del endeudamiento de las personas físicas en Uruguay utilizando datos de la Encuesta financiera de los hogares, un módulo complementario de la Encuesta de los hogares de Uruguay. Cruzaron estos datos con información de la Central de riesgo del Banco Central. Hay mucha información interesante para caracterizar estos perfiles. Pero básicamente, lo que tenemos en el gráfico inferior, es el porcentaje de hogares con incumplimientos en créditos no hipotecarios.

Obviamente como uno esperaría los problemas de incumplimiento en créditos están más concentrados en los en los quintiles más bajos, 40% de los de los hogares del quintil uno tiene algún un tipo de incumplimiento y en el quintil 5, 10%.

Y cuando lo miramos por institución, dónde están concentrados los deudores que tienen algún tipo de dificultad de pago, son compartidos en general por los agentes del sistema, pero obviamente hay una parte grande, prácticamente la mitad de los deudores que tienen algún tipo de dificultad de pago, que son clientes que tienen créditos con las EAC y la otra mitad son compartidas por una parte con Bancos públicos y privados. Pero hay algunos deudores también que tienen problemas de cumplimiento que son exclusivos de Banca pública y privada, son los menos. Pero prácticamente la mitad están exclusivamente en el entorno EAC. Entonces es claramente un segmento del mercado donde está alocado parte del del problema que comentaba Bárbara: hay más de 600.000 personas que tienen dificultades de pago y por eso es un tema a mirar con más detalle. Insisto, estamos terminando un trabajo con ANEAC, en el que estamos tratando de estimar en qué medida las tasas son razonables dados los costos operativos, los distintos segmentos y las distintas primas de riesgo que hay en los distintos niveles de en los distintos segmentos de crédito.

Hasta aquí los comentarios de la primera parte que quería compartir con ustedes.

Y ahora pasamos un poquito a las cosas que queríamos compartir también, de algo más filosófico que no nos habíamos puesto a pensar nunca, pero que a raíz de todos estos proyectos de reestructura y a raíz también de una de un conferencista que vino a las Jornadas del Banco Central nos pusimos a leer un poco más en detalle también, motivados por el proyecto de reestructura de los deudores, porque Casilda nos hizo leer algunas cosas también, pero esto tiene que ver con cómo regular eficientemente los sistemas de

reestructuras.

Porque muchas veces lo que termina pasando es que cuando hay reestructuras expost, siempre terminan siendo soluciones con nombre y apellido. Y eso genera, obviamente, incentivos al riesgo moral.

Y en Uruguay, en general, no tenemos un marco normativo, salvo las excepciones que van habiendo por la Norma 3.8 en 2002 y que volvió a haber ahora en la pandemia. No hay un marco legal, digamos, que prevea un buen mecanismo de reestructura exante. Y hay como un conjunto de preguntas acá que uno podría pensar más desde lo abstracto y ahora lo vamos a tratar de bajar a una discusión más concreta.

Uno podría pensar, como dice mi colega del Consejo Fiscal, Ana Fostel, que las operaciones financieras son promesas. Al final, uno da un crédito, le transfiero un activo a Julio y Julio me promete que me va a pagar a largo plazo. Y yo creo en Julio, pero en realidad esa promesa de pago, tiene un montón de condiciones contractuales que uno podría pensar y hacerse algunas preguntas amplias, como, por ejemplo, ¿cuáles son las condiciones de esa promesa que a mí me aseguran que me va a pagar y que la asignación es óptima?

Uno podría pensar si es necesario efectivamente que haya una regulación para reestructuras, o en realidad no se precisa ninguna regulación para reestructuras y lo mejor es no reestructurar y que cada uno cumpla con sus obligaciones. Porque una regulación que ya prevea la reestructura, es como que ya te dejo una puerta abierta para no cumplir. Uno podría también pensar desde el otro lado, si es óptimo forzar el repago de los deudores que están sobreendeudados. Una vez que uno se sobreendeudado, ¿es mejor ejecutarlo o es mejor perdonarlo y empezar de nuevo? Sobre todo, los que tuvieron mala suerte. Los que son malos.... Hay que poder distinguir voluntad y capacidad de pago.

Pero una vez que uno está en esa situación de sobreendeudamiento, no es obvio que condenarlo a pagar eso, sea la respuesta óptima en todos los casos. Y ahora voy un poco más en detalle. Sé que es polémico esto, pero voy un poquito más en detalle. Pero, en definitiva, acá hay como un conjunto de preguntas que no son obvias, por lo menos para mí, no son obvias las respuestas.

Y que el *paper* este que voy a mostrar ahora, a mí me ayudó a pensarlo, por lo menos en forma más abstracta.

## Dos enfoques para regulación de quiebras y reestructuras de créditos al consumo.

### Modelo Unión Europea (caso Alemania)

- ▶ No hay *fresh start*.
- ▶ Responsabilidad por endeudamiento se arrastra de por vida.
- ▶ Europeos comenzaron a introducir procedimientos para regular la "insolvencia" en los últimos 20 años.
- ▶ Desalienta conductas de riesgo moral.

### Modelo EEUU

- ▶ Posibilidad de un "*fresh start*" para los deudores vía *consumer bankruptcy*.
- ▶ Sección 7 y Sección 13 de Ley de Quiebras de 1979 introducen mecanismos ex ante solicitar una reestructura ordenada de créditos al consumo.
- ▶ Protección contra estados malos de la naturaleza (shocks exógenos).
- ▶ Tasas más altas (incorporan riesgo de *default*) pueden afectar suavización intertemporal del consumo.

¿Cuál es el modelo óptimo y por qué?

CPA FERRERE [www.cpaFerrere.com](http://www.cpaFerrere.com)



Igor Livshits

"Regulation and information in consumer credit markets"

BCU – Jornadas Anuales de Economía 2023

Porque la realidad es que hay enfoques bastante distintos entre países. Igor Livshits, que estuvo en las Jornadas de Economía del Banco Central este año, presentó un trabajo que se llama "Regulation and Information in Consumer Credit Markets," pero en realidad es la acumulación de una bibliografía que tiene él, bastante larga que empieza en un *paper* del año 2003, bueno, perdón, empieza bastante antes porque su carrera es bastante prolífica, pero nos paramos ahí en ese *paper* del 2003, donde él básicamente lo que dice es que Estados Unidos tiene un sistema de regulación de reestructuras que es bastante distinto al modelo europeo, en las antípodas de hecho. Y la pregunta es ¿por qué?, ¿cuál es mejor?

Entonces él dice básicamente en Europa no hay posibilidad o no hay regulación de reestructuras ex ante, no hay lo que en Estados Unidos llaman un *fresh start* o una reestructuración. Cuando uno adquiere una deuda, adquiere una promesa de pago, es una responsabilidad para siempre y la responsabilidad se arrastra de por vida. Y eso está pensado así, de alguna forma, para desalentar conductas de riesgo moral. O sea, se supone que todos van a tener probabilidad de pagar y que nadie va caer en una situación de un shock que lo ponga en una dudosa capacidad de pago. Y el hecho de arrastrar la responsabilidad para siempre, es como el mecanismo que me asegura que los deudores van a arrastrar esa responsabilidad y que van a hacer el mayor esfuerzo para cumplir con su obligación. Y básicamente lo que está detrás de esto es tratar de desalentar el riesgo moral.

Estados Unidos tiene un enfoque totalmente distinto, que en realidad es bastante parecido a lo que pasa con la reestructura de empresas. O sea, el famoso Chapter Eleven, que siempre te deja empezar de nuevo. En Uruguay es muy difícil para las empresas quebrar y empezar de nuevo y lo mismo pasa para los consumidores. Hay una ley del año 79, que es la Ley de quiebras, que tiene el Chapter Eleven para las empresas, pero tiene la sección 7 o el Chapter 7 y el Chapter 13 también, para los consumidores, que son dos mecanismos

exante que ya están por ley, que les permiten a los consumidores, bajo ciertas condiciones, solicitar una quiebra o una reestructura ordenada de pasivos. Uno de ellos es descargando su deuda y poniendo sus activos a disposición de la deuda, por ejemplo, la casa o el auto, "Cóbrese de acá, y arranque de nuevo". Y el otro es hacer una reestructura, un Re perfilamiento de la deuda en plazos, sin castigo normativo ni nada, porque la ley ya te permite que, bajo ciertas condiciones, uno puede, vía proceso judicial, reestructurar la deuda sin tener que hacer una negociación, con un costo relativamente bajo, y eso ya está predefinido por ley. Y básicamente lo que busca este mecanismo es como protegerte contra estados malos de la naturaleza. Las finanzas son una promesa de pago y yo la voy a pagar si la quiero pagar y si no tengo mala suerte, si no tengo ningún shock que me deje con el agua por arriba de la cabeza.

Entonces, el *tradeoff* que hay acá en este modelo americano es que, obviamente, al liberar las deudas o al permitir la reestructura, uno se saca de arriba los problemas de pago cuando hay malos estados de la naturaleza, pero el mercado internaliza que hay una probabilidad no nula de que me reestructure, con lo cual hay un riesgo de *default* y la tasa de interés es más alta. Entonces, sacando acá las ganancias de los Bancos y de las Entidades financieras, las rentabilidades excesivas, lo que Livshits hace es un modelo bastante sencillo, donde no importa las ganancias de las instituciones, lo que importa es el bienestar del consumidor que intenta suavizar el consumo intertemporal. Es un modelo típico de suavización intertemporal del consumo. La utilidad del consumidor está dada por todo lo que puede suavizar su consumo. Entonces, cuando hay estados malos de la naturaleza, que me impiden la probabilidad de pago y yo no puedo cumplir mis deudas, tengo un problema de consumo y sufro como consumidor. Cuando el mecanismo me deja reestructurarme, suavizo mi consumo. Entonces, la reestructura es como un mecanismo para aliviar la restricción presupuestaria y optimizar el consumo.

Pero en ese mercado, la tasa de interés es más alta y eso también me limita la capacidad de suavizar el consumo. Entonces es como un *tradeoff* entre cómo regulo eso. Es bastante sencillo, después el modelo se complejiza, pero la aproximación es bastante *clean*.

Son muy distintos los modelos, conceptualmente y en términos de incentivos. Y la pregunta que él se hace cuál modelo es mejor y cuál y por qué.Cuál es el óptimo. Y a nosotros eso nos hizo preguntar, bueno, ¿dónde estamos nosotros? ¿Más cerca Estados Unidos o más cerca del modelo europeo?, obviamente más cerca del modelo europeo. Yo nunca me había hecho la pregunta de por qué y cuál era óptimo. No tengo la respuesta, pero sí tengo la respuesta de Livshits para Alemania y Estados Unidos, que nos puede ayudar a pensar.

Y básicamente está un poco descrito el modelo que él usa. Pero él hace un análisis empírico y las conclusiones, por lo menos para mí y para todo nuestro equipo, fueron bastante interesantes y reveladoras.

Hay dos cosas importantes. Él dice, bueno, cuando uno hace el análisis empírico, en Estados Unidos, los hogares enfrentan mucha más incertidumbre de su capacidad de pago, que en Alemania. Y esa incertidumbre está más dada por la incertidumbre de los gastos, que por la

incertidumbre de los ingresos. Porque él analiza la estructura de gasto, la dispersión y concluye que primero, en todas las solicitudes de bancarrota bajo esta ley sección 7 y sección 13, las dos causas más invocadas por los consumidores, porque hay que hacer una declaración legal, son los gastos de divorcio y los gastos médicos. El 20% de las solicitudes son por caso de divorcio y dependiendo del periodo que se use, entre 20 y 40% los gastos médicos. Y eso, cuando uno mira la volatilidad de los ingresos y de los ingresos netos de gastos y del espacio de restricción presupuestaria en Estados Unidos, es mucho más alta que en Alemania.

Entonces, concluye primero, que un hogar americano tipo es mucho más vulnerable que un hogar alemán tipo. Y eso tiene que ver seguramente con el sistema de protección social, con el sistema de salud. Porque, obviamente, en Estados Unidos, todos sabemos las discusiones que hay sobre la cobertura de la salud y el sistema, etc. Pero ellos analizan la dispersión y los gastos medios. La probabilidad de divorcio en Estados Unidos es más alta, es como cinco veces más alta que en Alemania, no sé por qué, pero es estadística. Y el gasto médico y la dispersión del gasto médico también es mucho más alta en Estados Unidos.

Entonces, Livshits termina diciendo algo que parece trivial: el sistema americano es óptimo para Estados Unidos y el sistema alemán es óptimo para Alemania.

Son muy distintos, pero ninguno de los dos está mal dada la volatilidad que tienen los ingresos y gastos de los hogares. En Estados Unidos si vos no tenés un sistema de *Fresh Start*, la probabilidad de que estés sistemáticamente cayendo en situaciones de impago, que te que te estresen el sistema y que hagan que el consumidor viva peor porque no puede suavizar su consumo, es alta. Entonces si vos tenés una volatilidad de los ingresos y gastos como en Alemania, es mejor que tengas un sistema como el alemán que previene el riesgo moral. Pero si estás expuesto a muchos shocks si no le das a la posibilidad a la gente de reenganchar la terminas dejando en un limbo, que al final no es óptimo desde el punto de vista del bienestar.

Obviamente la pregunta acá que yo sigo teniendo es ¿cuál es el sistema óptimo para para Uruguay? Porque no creo que seamos como Alemania y no sé si tampoco podemos así no más, poner un sistema como el americano, con una cultura más latina.

Esa es la pregunta, no quiero discriminarnos a nosotros mismos, pero obviamente sabemos que las culturas también importan en esto.

Obviamente hay puntos intermedios, hay formas de hacer reestructuras ex ante o de prever mecanismos de reestructura, con distintos mecanismos de regulación, que de alguna forma limiten el riesgo moral o el abuso del riesgo moral. Pero es un tema que por lo menos para nosotros, la respuesta no es para nada obvia y es un tipo de pregunta que está bastante lejos de estar este arriba de la discusión, cuando discutimos reestructuras o refinanciaciones.

Probablemente desde el punto de vista más más técnico, de la responsabilidad que nos cabe a los académicos, capaz que son debates que deberían estar enfocados de otra forma



y que capaz que hemos fallado en que no los hemos enfocado bien.

Quería compartir esto, que a nosotros nos hizo pensar bastante y discutir bastante, porque me parece que es un enfoque, por lo menos para nosotros, nuevo y nos abre muchas preguntas que creo que no están respondidas y que merecen ser estudiadas un poco más.

Muchas gracias

### **Se abre un espacio de preguntas**

#### **Ignacio de Posadas.**

El Uruguay emplearía mejor su tiempo y sus energías, en vez de inventar este salvaje, en volver a mirar la legislación en materia de concordato, quiebra y liquidación. Es muy americana en teoría, pero que no se aplica. Es mucho más útil volver a mirar eso, los conceptos están, pero la aplicación es pésima, que no salir inventar esto.

#### **Ana Pereyra**

Yo tengo una pregunta que me hago: si se analiza el riesgo moral. Estoy segura que en este periodo, sólo que alguien del parlamento mencione que puede haber una refinanciación o una quita o un cambio en las condiciones del crédito, me gustaría saber si hay algún estudio que diga cómo se cambia la actitud de los deudores respecto del pago.

Eso demostraría que es especulación mucho más que imposibilidad de pagar. No sé si hay algún estudio al respecto. Pero a mí me enseñaron en el Banco Central, por muchos años, el costo social que tiene hacer que la gente tenga presente que una deuda es para pagar y que no paguen unos por otros. Lo que termina pasando en el mercado, es que cada vez que hay una refinanciación, un hábito, algo que era muy bueno, se convierte en algo que se pierde. Es como si uno, está haciendo dieta y resulta que lo invitan a una fiesta y se come todo en la fiesta. En realidad, todo ese esfuerzo social, que es parte del costo que tiene un Banco Central, una cantidad de departamentos de créditos, una clasificación, mejoras en una regulación, tiene un costo social enorme y que luego lo destruyamos de un día para el otro con el ejercicio que lleva y que es muy costoso. Me gustaría saber si algo de esto, este, se ha estudiado.

#### **Alfonso Capurro**

No tengo claro si se ha estudiado y cuantificado. Hay algunos casos donde yo creo que sí, hay algo de evidencia de que, no sé si no sé si voy por la respuesta del riesgo moral, pero de, de que las causas y las soluciones no necesariamente van de la mano. Y el mejor ejemplo es la aprobación por unanimidad del caso del BHU. Nosotros hicimos un trabajo que en realidad da conclusiones bastante parecidas a las que daba un trabajo de nuestros colegas de Exante que habían hecho hace como 10 años, que el problema de los deudores del BHU no es la UR, o por lo menos no es el contrato y no es el marco, es otro el problema. Y el otro día, en la argumentación del Parlamento se hablaba de algunas cosas, se hablaba de los colgamentos de las refinanciaciones, etc., y creo que ahí hay como una discusión que

probablemente no estaba bien enfocada en la solución. O sea, si el problema es la UR y es el contrato, entonces merecía tal vez una solución genérica. Si el problema no es la UR, entonces el problema es la refinanciación, entonces esto tendría que haber ido colgado de otros proyectos de refinanciación o de reestructura. Porque ahí sí se genera algo de lo que tú decías, que, en definitiva, termina habiendo una solución que es injusta para todos los que cumplieron sus contratos en UR. ¿Qué van a decir ahora? o todos los que están cumpliendo sus contratos en UI que también están pagando en dólares más de lo que valía la vivienda, en teoría cuando la compraron. Hay un montón de efectos colaterales de ese tipo que, en el fondo, lo que termina pasando, es que cuando la solución es al barrer y no contempla la causa original, en el fondo el mensaje es que, a futuro puede haber otro tipo de soluciones. Y eso es lo que te puede incentivar el riesgo moral. Creo que lo difícil de calibrar es eso, cuánto cuesta ese daño. Y cuánto puede ser el efecto, que no es para nada trivial, pero que está claro que es un canal colateral y que es un efecto colateral que pueda haber

### **Álvaro Carella**

Simplemente para complementar. Soy Álvaro Carella, Gerente general del BHU. Nosotros tenemos desde hace años *traqueadas* las menciones en prensa y en medios públicos, de los temas vinculados a eventuales "perdonazos" a deudores en UR y seguimos después sobre todo la evolución de la mora temprana -en la mora tardía no se nota tanto- y bueno, la correlación es absolutamente asombrosa. Asombrosa y por varios años, no es nada novedoso, simplemente confirma lo que uno piensa a priori.

Pero se ve cuando existe mucha presencia en prensa del tema, casi independientemente de quien lo mencione, eso en los meses siguientes se ve en aumento en la mora temprana, eso exige acelerar algunos mecanismos de seguimiento, se disciplina y mejora. Justo muchas veces se disciplina y mejora al mismo tiempo en que bajan las menciones en prensa. Entonces es difícil definir cuál de los dos temas está jugando, pero que sí, el empujón al alza que genera cada momento en que el tema está en boga es muy evidente para nosotros.

### **Casilda Echevarría**

Hola, buenas tardes.

Nosotros tenemos esa experiencia empírica que se da cada vez -y han sido muchas- que se presenta un proyecto o que se establece en la prensa que va a haber refinanciaciones.

Sin embargo, cuando hay reestructuras, como todos saben en el Banco Hipotecario, anualmente tenemos más o menos unas 300, eso no es un incentivo al no pago, ¿Por qué? Porque esas refinanciaciones se hacen dentro de lo que son las normas lógicas del crédito. Entonces, lo que decía Ignacio es re-importante, porque cuando tú haces un concurso, por ejemplo, depende de la aprobación de los acreedores que te permitan realizar una liquidación de alguno de los bienes o de todos los bienes y tener un *fresh start*, como le

decís tú. Pero, en definitiva, es muy importante que las normas de crédito se sigan. Lo que a nosotros nos distorsiona, y me imagino que, a cualquier otra organización de crédito, es cuando se buscan soluciones que afectan totalmente lo que es la lógica del crédito.

En otras palabras, el *perdona tutti*, la baja de las tasas cuando no comprenden, como decías tú, Alfonso, todos los criterios que deben tener dentro de las tasas de interés. Entonces, eso es lo dañino, que es lo que ahora está en danza. Bueno, más allá, como dice Julio, que lo queremos poner ya en la Constitución de la República, es como una locura total, pero esos son los peligros que yo veo en este momento que no tienen criterio ninguno para las modificaciones en los sistemas de crédito. Gracias

### **Julio de Brun**

Yo simplemente, si me permite el tiempo, quería atar un poco el comentario de Ignacio, el de Casilda y un poco lo que planteaba Alfonso en su charla de a qué nos parecemos, a Estados Unidos o a Alemania. Cuando hablamos por teléfono, sobre este tema, yo te decía, Alfonso: en Uruguay no tendremos tantos divorcios ni tantos problemas de costos de salud, pero Argentina es como un divorcio o como un problema de salud. O sea, los costos que genera Argentina para Uruguay, son comparables a un divorcio o a una crisis de salud. Entonces, tenemos una economía propensa, a shocks externos relevantes, que pueden generar esa situación de inestabilidad y que, sin duda, un poco como dice Ignacio, yo creo que amerita la existencia de una normativa preventiva, digamos, que tenga la solución ex-ante a ese tipo de problemas. Lo que creo que no hay dos opiniones, por lo menos yo no encontré en la literatura dos opiniones, en cuanto a que las soluciones ex-post son malas siempre. O sea, todos los incentivos perversos que generan las soluciones ex-post son, realmente contraproducentes para el mercado de crédito.

### **Bárbara Mainzer**

Y un comentario retomando un poco lo que decía Casilda. Todos los años hay 300 refinanciaciones. Y en la realidad, el acreedor, ¿qué es lo que quiere?, que el deudor pague. E incentivo está en sentarse y renegociar. Y todo lo que yo conozco de lo que la escuché a Casilda, de lo que escucha las compañías de Crédito al consumo, de lo que escucho a los Bancos, es: hay refinanciaciones todo el tiempo. El negocio, es cobrar, no perder el capital y los intereses. Entonces, los incentivos en ese sentido, están completamente alineados. Entonces, hay un tema de incentivos, riesgo moral, cómo diseñas esto. Claramente hay que regular, pero hay que tener cuidado con esa regulación. Todo acreedor tiene el mayor incentivo de cobrar, o sea, no de matar al otro, no de cobrarle lo que no puede pagar, de buscar algo que pueda pagar.

### **Jorge Caumont**

He visto que ustedes han planteado todo lo que han planteado desde un punto de vista que le falta la otra parte. ¿Cuál es la otra parte? Que los Bancos a veces son los deudores. Y entonces, ¿qué pasa cuando ocurre algo como el 2008?, ¿qué ocurre cuando pasa algo como el 2012 en Uruguay?

Ahí los acreedores son los depositantes y de ese lado no hay nada. No sé si soy claro en lo que quiero decir.

En ese caso ¿debería haber alguna estructura, legal o cosas por el estilo. Uruguay en el 2002 le dijo a los Bancos extranjeros, arréglense como puedan" y cerró los otros Bancos. Pero no le dijo: "dale plazo" a los depositantes que eran los principales acreedores de los Bancos.

Y en el 2008 tenemos otra alternativa que es la de Estados Unidos. Agarró y le dijo a los Bancos grandes: "dame en garantía tus acciones, te las compro por 0.97 centavos de dólar, en algunos casos, y te doy préstamo". Y después a los 3-4 años las vendió en tres y pico. Pero es una solución diferente, vista para determinado tipo de acreedores como los depositantes.

### **Bárbara Mainzer**

La verdad clarísimo y gracias por ese aporte. También hay que tener cuidado con toquetear los balances de los Bancos, los activos de los Bancos, porque eso tiene consecuencias. Del otro lado, están los acreedores que son los depositantes y tiene consecuencias en el crédito. Este año vimos lo que pasó con Silicon Valley Bank y algunos otros por toquetearle los activos.

### **Julio de Brun**

Dada la hora, no quiero contestar inextenso al comentario Jorge que es válido. Simplemente su comentario me hizo recordar una anécdota y quiero por lo menos mi parte terminarla con esto. En una de las tantas manifestaciones que tenía en la explanada del Banco Central y que miraba desde mi escritorio, recuerdo una que juntó a deudores del sistema Bancario y depositantes del sistema Bancario. Y me acuerdo que lo que me sentí tentado es de abrir la ventana y gritar hagan un clearing entre ustedes y mándense mudar.

### **María Dolores Benavente**

Tú hablaste de educación financiera, y tengo una pequeña anécdota. Una hija mía que vive en España, no usaba tarjeta de crédito, usaba la tarjeta de débito de su sueldo. Y como se compró una casa, le dieron un crédito hipotecario y le dieron una tarjeta de crédito de ese Banco. ¡No les puedo explicar las advertencias que le hicieron! Era como si le hubieran dado una bomba de tiempo. "No la puedes usar, ten mucho cuidado, solo por una emergencia". Y uno ve acá que es todo lo contrario. O sea, la parte de acercamiento, sobre todo de las

EAC es: "dale, dale, gastalo, dale ahora, en tantas cuotas, etc.". ¿No hay un *mea culpa* ahí de falta de educación financiera?

### **Bárbara Mainzer**

Claramente falta educación financiera. En todas partes del mundo hay falta de educación financiera y en Uruguay en particular. Y eso es un tema de larga data. Esto se resuelve con educación financiera, el tema es llegar ahí.

Y también hay, tú dijiste, un tema de publicidad que también hay que tener cuidado con eso y aparte son temas complejos. Quizás asustar hasta ese punto, no sé, pero esas dos cosas son fundamentales también, educación y publicidad. Cómo se presenta información compleja, que tengan la información relevante como para tomar decisiones.

¿Qué se puede hacer hoy? Información, educación financiera, publicidad. O sea, hay cosas ya que puedes hacer, sin hacer un daño mayor. Y claramente, hay que trabajar en ese sentido.

### **Ana Pereyra**

Voy a ser muy breve. En el año 2001, 2002, 2003, una de las cosas que me tocó hacer es explicarle a los deudores y a los acreedores de los Bancos que el Banco Central no iba a rescatarlos. Pero, además, alguna persona venía y me decía, "pero era tan interesante la tasa de interés que yo dije, unos meses más me va a aguantar.... Y ahí fue la codicia". Y entonces había una persona de la generación más joven, junto a la persona que reconocía que la codicia le había llevado a perder todo. Y me dijo: "a mí me queda una cosa muy clara, cuando vea que todo está mal, no pagues nada y pide más crédito. Yo voy a hacer eso." Eso también se enseña, eso es educación financiera y eso se pierde cuando uno toma algunas medidas muy livianas, que reconstruir todo lo que se había hecho antes cuesta.

### **María Dolores Benavente**

Bueno no sé si hay más preguntas o más intervenciones. Si no es así, le damos las gracias a todos con un aplauso a los expositores.

El próximo evento que tenemos es el homenaje al Ec. Carlos Steneri y la entrega del Premio Academia Nacional de Economía para jóvenes profesionales, el 7 de noviembre. Están todos invitados.

---

(1) 24 de octubre de 2023