

El crédito en tiempos de tensión financiera: lecciones de América Latina¹

La crisis financiera mundial de 2007–09 alteró la provisión de crédito en América Latina en menor medida de lo que lo hicieron crisis anteriores. Este artículo identifica las principales condiciones macroeconómicas de partida que contribuyeron a que el crédito se sostuviese mejor en términos reales en esta región durante dicho episodio. En concreto, considera factores relacionados con la capacidad de las economías para soportar un choque financiero externo y con la posibilidad de aplicar políticas macroeconómicas anticíclicas. El artículo ilustra asimismo el deterioro, en la mayoría de los casos, de los fundamentos macroeconómicos actuales respecto a los de 2007.

Clasificación JEL: E65, G2.

El crecimiento del crédito en las economías de América Latina durante la crisis financiera mundial de 2007–09 fue más resistente que en episodios previos de crisis, en los cuales las tensiones financieras experimentadas en otras partes del mundo desencadenaron crisis bancarias y contracciones de crédito en la región.

Este artículo monográfico identifica las condiciones macroeconómicas que favorecieron esa mayor resistencia del crédito en términos reales². A tal efecto, se compara la evolución del mismo en varios países de América Latina durante el último episodio de tensiones con el de las crisis financieras asiática y rusa en 1997–98. Si bien la contracción real del crédito tras ambos episodios rondó los 25 puntos porcentuales, su recuperación fue mucho más rápida después de la última crisis que a finales de la década de 1990 (Cuadro 1). En promedio, a las economías latinoamericanas tan solo les llevó de cuatro a seis trimestres reponerse del 50% de la caída del crédito en 2007–09, frente a los más de tres años necesarios en la mayoría de los países después de 1997–98. Además, la región no sufrió ninguna crisis bancaria importante después de 2007–09, en contraste con las graves crisis financieras nacionales registradas en Brasil y Argentina en 1999 y 2001, respectivamente.

¹ Las opiniones expresadas en este artículo son responsabilidad exclusiva de los autores y no reflejan necesariamente las del BPI o el Center for Global Development. Los autores desean agradecer los valiosos comentarios de Claudio Borio, Stephen Cecchetti, Ramón Moreno y Christian Upper, así como la excelente labor de asistencia de investigación de Alan Villegas. El grueso del análisis de este artículo se basa en Montoro y Rojas-Suárez (2012).

² Cecchetti et al (2011) analiza los factores que explican la evolución macroeconómica durante la crisis financiera de 2007–09 para una muestra de economías avanzadas y emergentes.

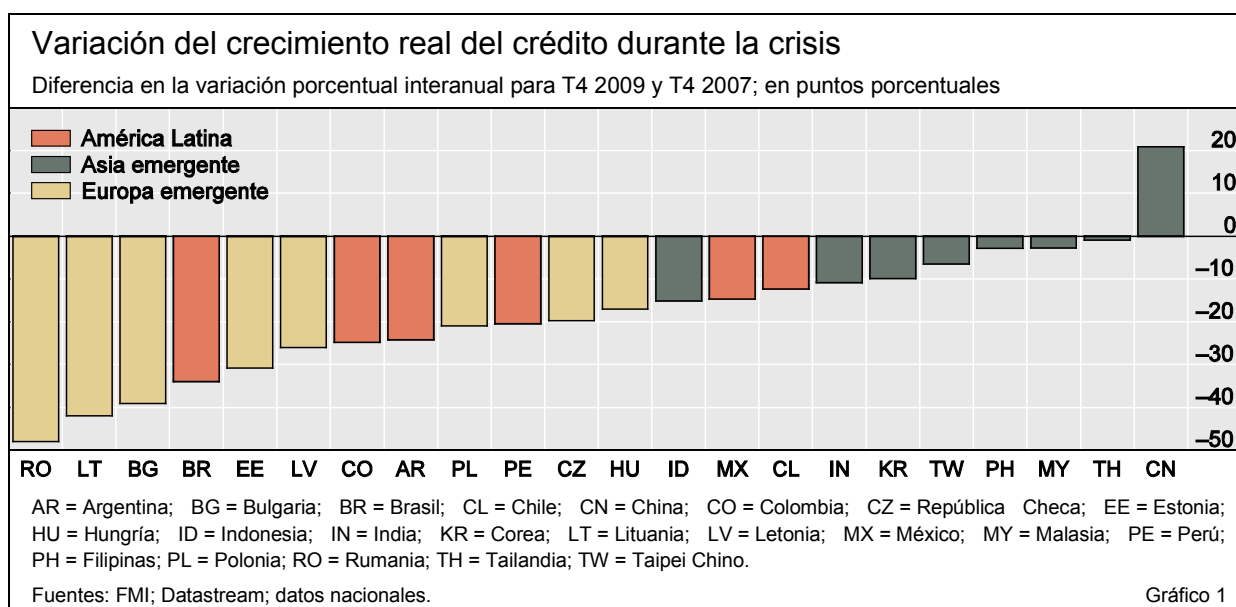
Evolución del crédito en América Latina durante episodios recientes de crisis							
	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	América Latina ¹
Crisis de 1998							
Caída en el crecimiento del crédito ²	-17	-17	-5	-19	-41	-18	-25
Nº de trimestres para reponerse del 50% de la contracción ³	>12	>12	2	11	>12	>12	
Crisis de 2007–09							
Caída en el crecimiento del crédito ²	-24	-34	-12	-25	-15	-20	-24
Nº de trimestres para reponerse del 50% de la contracción ³	4	4	6	5	5	4	

¹ Media ponderada de las economías reflejadas, basada en el PIB y los tipos de cambio PPA de 2005. ² Diferencia entre los datos T4 1999 (T4 2009) y T4 1997 (T4 2007); en puntos porcentuales. ³ Número de trimestres posteriores al T4 1999 (T4 2009) que tardó el crecimiento del crédito en recuperarse del 50% de su caída.

Fuentes: FMI; Bloomberg; Datastream; datos nacionales. Cuadro 1

El comportamiento del crédito durante la crisis financiera mundial también fue relativamente más satisfactorio en América Latina que en otras regiones con economías de mercado emergentes. Sobre una muestra de éstas, América Latina se clasificó, en términos de evolución del crédito, entre las economías emergentes de Asia y de Europa (Gráfico 1).

En el resto del capítulo se presentan los indicadores macroeconómicos que podrían ayudar a explicar el desempeño relativamente satisfactorio de las economías de América Latina tras la crisis financiera de 2007–09. Procede, no obstante, formular dos advertencias sobre nuestro análisis. La primera, que sólo se estudian dos episodios de crisis y no se dispone del conjunto completo de indicadores para todos los países de la muestra, lo que significa que no



cabe realizar pruebas estadísticas directas sobre cómo afectaron las medidas de vulnerabilidad consideradas a la caída del crédito. Nuestros resultados serían, en consecuencia, más indicativos que concluyentes. La segunda, que la capacidad de recuperación del crecimiento del crédito ante una perturbación externa (choque) depende de múltiples factores, entre otros las exposiciones reales y financieras³ a ciertas regiones y la fortaleza del sector financiero⁴.

Un conjunto de indicadores de fortaleza macroeconómica

La resistencia depende del perfil de fortaleza macroeconómica...

Hemos escogido una serie de variables macroeconómicas que son clave para explicar la resistencia del crédito ante crisis financieras externas en economías de mercado emergentes. Una primera dimensión de fortaleza macroeconómica es la capacidad de una economía para resistir un choque. Esto dependerá a nivel macroeconómico, entre otras cosas, de las necesidades netas de financiamiento externo de un país, de su endeudamiento externo, su posición de liquidez en moneda extranjera y su exposición global al riesgo cambiario. Estos aspectos se evalúan a través de los indicadores siguientes: (i) el saldo de la balanza en cuenta corriente en proporción al PIB; (ii) el cociente entre deuda externa total y PIB; (iii) el cociente entre deuda externa a corto plazo y volumen de reservas internacionales brutas; y (iv) el coeficiente de descalce de monedas, expresado como el porcentaje denominado en moneda extranjera de la deuda total dividido por la razón exportaciones/PIB⁵.

... y de la capacidad para aplicar políticas de estabilización contracíclicas

Una segunda dimensión de fortaleza macroeconómica es la capacidad de un país para aplicar una política anticíclica que contrarreste los efectos de un choque. Desde una perspectiva macroeconómica, esto está relacionado con la posibilidad de aplicar medidas fiscales y monetarias anticíclicas, que medimos por: (v) la relación entre el balance fiscal del gobierno general y el PIB, y (vi) la posición de la política monetaria ajustada por presiones financieras, que toma en cuenta las condiciones de estabilidad de precios y al grado de presiones en estabilidad financiera (véase el recuadro)⁶. Este indicador recoge la medida en que la inflación se desvía del objetivo y la magnitud de los desequilibrios financieros, que a su vez reflejan el hecho de que la política monetaria tiende a perder eficacia durante episodios de colapso financiero. Se omite la consideración explícita de otra restricción de la política monetaria, a saber, la proximidad de las tasas de interés oficiales nominales al límite inferior cero, ya que pensamos que las restricciones inflacionarias son más importantes en aquellos países cuyas tasas de interés oficiales suelen ser bastante altas y se sitúan muy por encima del límite inferior.

³ Por ejemplo, Avdjiev (2011) presenta algunos indicadores, utilizando datos de las estadísticas bancarias internacionales del BPI, para evaluar el potencial impacto de un desapalancamiento de bancos de la zona del euro en las economías de mercado emergentes.

⁴ Montoro y Rojas-Suárez (2012) ofrece un análisis de otras variables para el periodo de la crisis financiera mundial.

⁵ Véase Goldstein y Turner (2004). Las series temporales de ésta y otras medidas de descalce de monedas para 27 países pueden solicitarse a bilyana.bogdanova@bis.org.

⁶ Este indicador también refleja que el crédito crecía demasiado rápido en algunas economías antes de la crisis financiera mundial y que cierta desaceleración podría haber sido deseable.

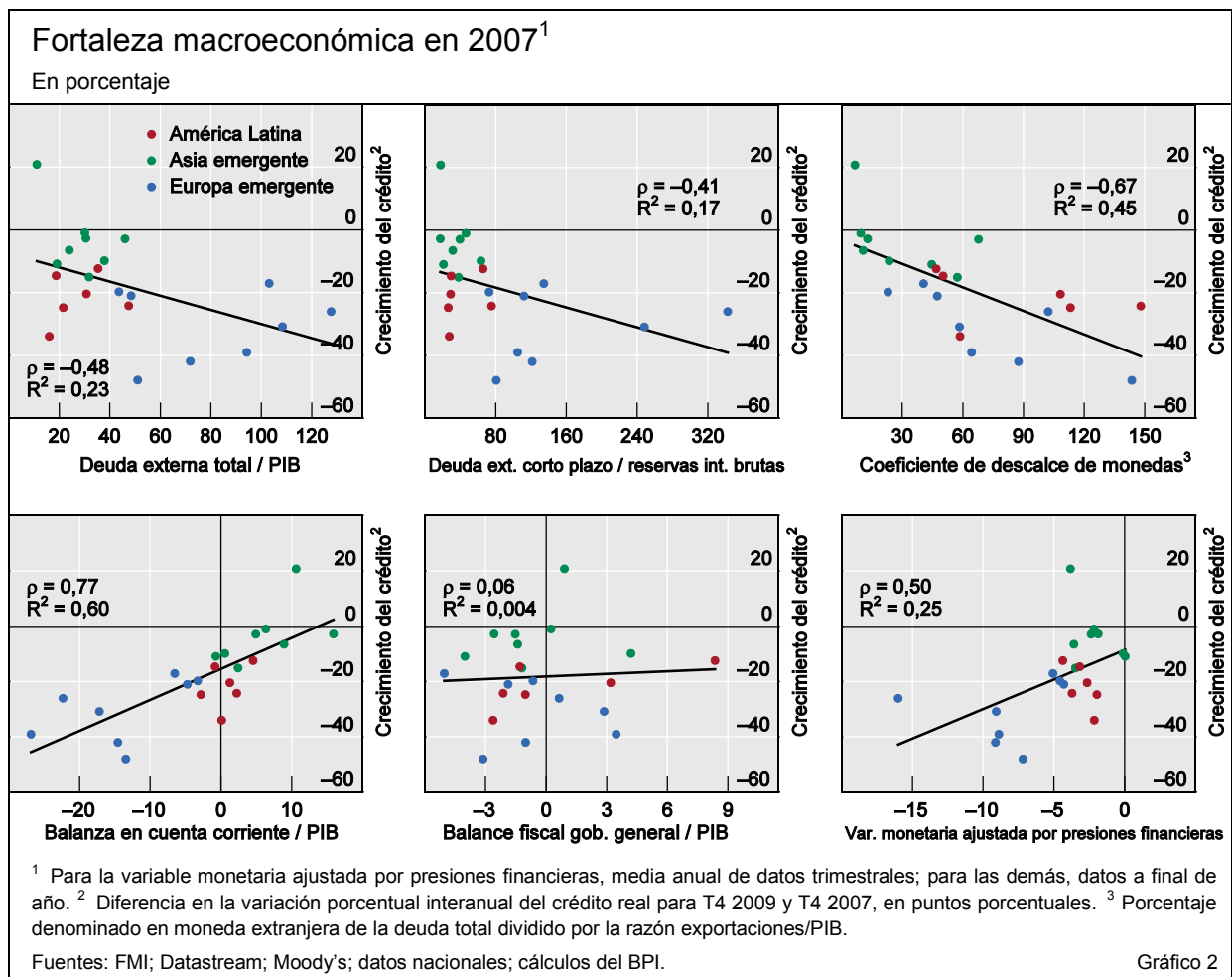
La fortaleza macroeconómica antes de la crisis de 2007–09

Las seis variables mencionadas permiten explicar una parte significativa de la divergencia entre países en lo que respecta a la variación del crecimiento real del crédito tras la crisis. El Gráfico 2 representa las correlaciones entre países para las variables macroeconómicas y dicha variación. Los coeficientes de correlación más altos correspondieron al cociente entre el saldo de la balanza en cuenta corriente y el PIB (0,77) y el coeficiente de descalce de monedas (-0,67)⁷. Resultaron asimismo relativamente significativos los coeficientes de correlación para la posición de la política monetaria ajustada por presiones financieras (0,50) y la relación entre deuda externa total y PIB (-0,48).

Factores de orden macroeconómico explican la resistencia...

La divergencia en las vulnerabilidades macroeconómicas entre regiones fue también considerable. Por ejemplo, los cocientes de deuda (tanto de deuda externa total como a corto plazo) fueron mucho menores para las economías emergentes de Asia (puntos verdes en el Gráfico 2) y América Latina (puntos rojos) que para sus homólogas de Europa. Además, si bien todos los países europeos de la muestra exhibían déficits en cuenta corriente, la gran mayoría

... y la divergencia entre regiones



⁷ Estas dos variables explican el 73% de la divergencia entre países en lo que respecta a la variación del crecimiento real del crédito después de la crisis.

Posición de la política monetaria ajustada por las presiones financieras

Los desequilibrios financieros también pueden desarrollarse cuando la inflación está controlada y el PIB ronda el producto potencial, ya que estos desequilibrios se acumulan durante horizontes temporales más amplios que los incorporados en los marcos usuales de política monetaria. Para reflejar esto, evaluamos las condiciones de la política monetaria según dos dimensiones: la posición «pura» de la política monetaria y el grado de presiones en estabilidad financiera. Medimos la primera por la desviación de la tasa de interés oficial respecto de una tasa de referencia diseñada con miras a la estabilidad de precios; la segunda, por la brecha crédito/PIB, utilizada como indicador de desequilibrios financieros que señalan el riesgo de posteriores tensiones financieras⁹. Estos dos factores se multiplican para obtener la posición de la política monetaria ajustada por las presiones financieras. El indicador es asimétrico y no lineal con el objetivo de incorporar el mayor riesgo de una combinación de política monetaria expansiva y desequilibrios financieros crecientes. Más formalmente, nuestro indicador es

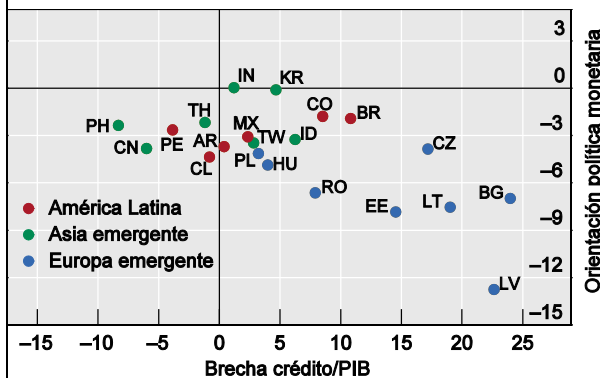
$$e^{(CR/GDP_t^{gap} \times IND)} \times \left(R_t - R_t^{TR} \right)$$

siendo CR/GDP_t^{gap} la brecha crédito/PIB⁹, $R_t - R_t^{TR}$ la brecha de tasas de interés (desviaciones respecto a una regla de Taylor de referencia)⁹ y IND igual a 1 cuando la brecha de crédito en términos reales es positiva y la brecha de tasa de interés es negativa, e igual a 0 en caso contrario.

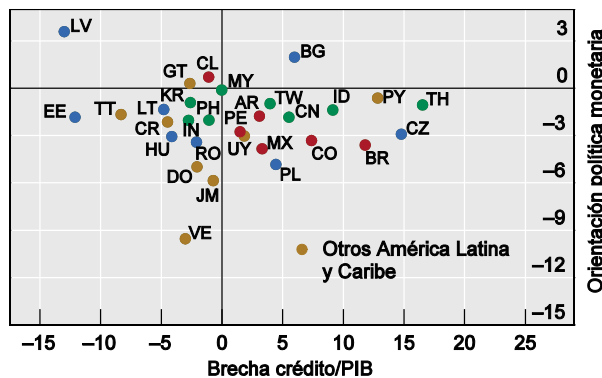
Posición de la política monetaria ajustada por las presiones financieras

Media anual de datos trimestrales, en porcentaje

2007



2011



AR = Argentina; BG = Bulgaria; BR = Brasil; CL = Chile; CN = China; CO = Colombia; CR = Costa Rica; CZ = República Checa; DO = República Dominicana; EE = Estonia; GT = Guatemala; HU = Hungría; ID = Indonesia; IN = India; JM = Jamaica; KR = Corea; LT = Lituania; LV = Letonia; MX = México; MY = Malasia; PE = Perú; PH = Filipinas; PL = Polonia; PY = Paraguay; RO = Rumanía; TH = Tailandia; TT = Trinidad y Tobago; TW = Taipei Chino; UY = Uruguay; VE = Venezuela.

Fuentes: FMI; Datastream; datos nacionales.

Gráfico A

El Gráfico A refleja los dos componentes del indicador de posición de la política monetaria ajustada por las presiones financieras para 2007 y 2011. En 2007 la mayoría de las economías de mercado emergentes de la muestra se situaban en el cuadrante sureste del panel, implicando una peligrosa combinación de política monetaria acomodaticia y desequilibrios financieros en aumento. En 2011 esta situación se había revertido en parte, con pocas economías en el cuadrante sureste y un valor menor para las brechas tanto de crédito/PIB como de tasas de interés.

⁹ Borio y Lowe (2002a, b) examinan indicadores adelantados de tensiones en el sistema bancario. Drehmann et al (2011) analiza la idoneidad de la brecha crédito/PIB como indicador de una acumulación de vulnerabilidades en el conjunto del sistema que suele presagiar una crisis bancaria. ¹⁰ La brecha crédito/PIB se calcula utilizando el filtro de Hodrick-Prescott (HP) con un parámetro de suavizado λ de 400.000, como en Drehmann et al (2011). Aplicamos una definición amplia de crédito que abarca todas las fuentes de fondos para el sector privado, como en Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2010). ¹¹ La regla de Taylor estimada tiene la forma siguiente: $R_t^{TR} = \rho R_{t-1}^{TR} + (1-\rho) [(R^n + \bar{\pi}) + \gamma_{\pi}(\pi_{t+4} - \bar{\pi}) + \gamma_y(y_t - \bar{y}_t)]$, siendo R_t^{TR} la tasa de referencia nominal en el trimestre t , R^n la tasa natural de interés, $\bar{\pi}$ el nivel de inflación objetivo, π_{t+4} la tasa de inflación a un año vista y $y_t - \bar{y}_t$ la brecha del producto calculada como la desviación del PIB respecto a su nivel potencial. Los coeficientes utilizados son: $\rho = 0,75$, $\gamma_{\pi} = 1,5$ y $\gamma_y = 0,5$. La tasa natural de interés se calcula como el promedio de la tasa de interés real ex-post de cada país durante el periodo más amplio disponible (que varía según el país). Cuando no existe objetivo de inflación se recurre al nivel de inflación promedio (para el mismo periodo utilizado para estimar la tasa de interés a largo plazo). El producto potencial se calcula utilizando el filtro HP.

de los países asiáticos y latinoamericanos registraban superávits en cuenta corriente. Del mismo modo, la mayoría de los países de Asia y América Latina mantenían elevadas reservas de divisas (en proporción a sus pasivos externos a corto plazo) y tenían unas necesidades de financiamiento externo limitadas.

Gracias a la sólida posición exterior de los países de América Latina, el choque externo no suscitó especial inquietud sobre su capacidad para atender las obligaciones con el exterior. Las autoridades de la región fueron también capaces de emprender políticas anticíclicas, siendo Chile, seguido de Perú, el mejor posicionado por la orientación de sus políticas fiscal y monetaria. De hecho, las autoridades de ambos países no solo instrumentaron medidas de expansión fiscal y monetaria anticíclicas con relativa prontitud tras el choque, sino que supieron corregir con rapidez el sesgo expansivo una vez superado lo peor de la crisis.

Es interesante observar la función que desempeña la apertura comercial al determinar la resistencia relativa de las economías de América Latina. Por definición, el coeficiente de descalce de monedas es alto si el cociente entre las exportaciones y el PIB es bajo, ya que unas exportaciones bajas reducen la disponibilidad de moneda extranjera. La limitada apertura comercial explicaría así en parte el descalce relativamente alto de varios de estos países. Dicho de otro modo, las medidas para aumentar la apertura comercial de la región y el financiamiento en moneda local podrían mejorar la resistencia de las economías latinoamericanas ante perturbaciones financieras externas.

El margen de maniobra tuvo importancia

Evolución de la fortaleza macroeconómica en América Latina

Los países latinoamericanos consolidaron su fortaleza macroeconómica en los años previos a la crisis financiera mundial. El Gráfico 3 muestra el conjunto de variables macroeconómicas de los países latinoamericanos de la muestra para 1997 (año en que comenzó la crisis financiera asiática y antes de la crisis financiera de Rusia), 2007 y 2011⁸.

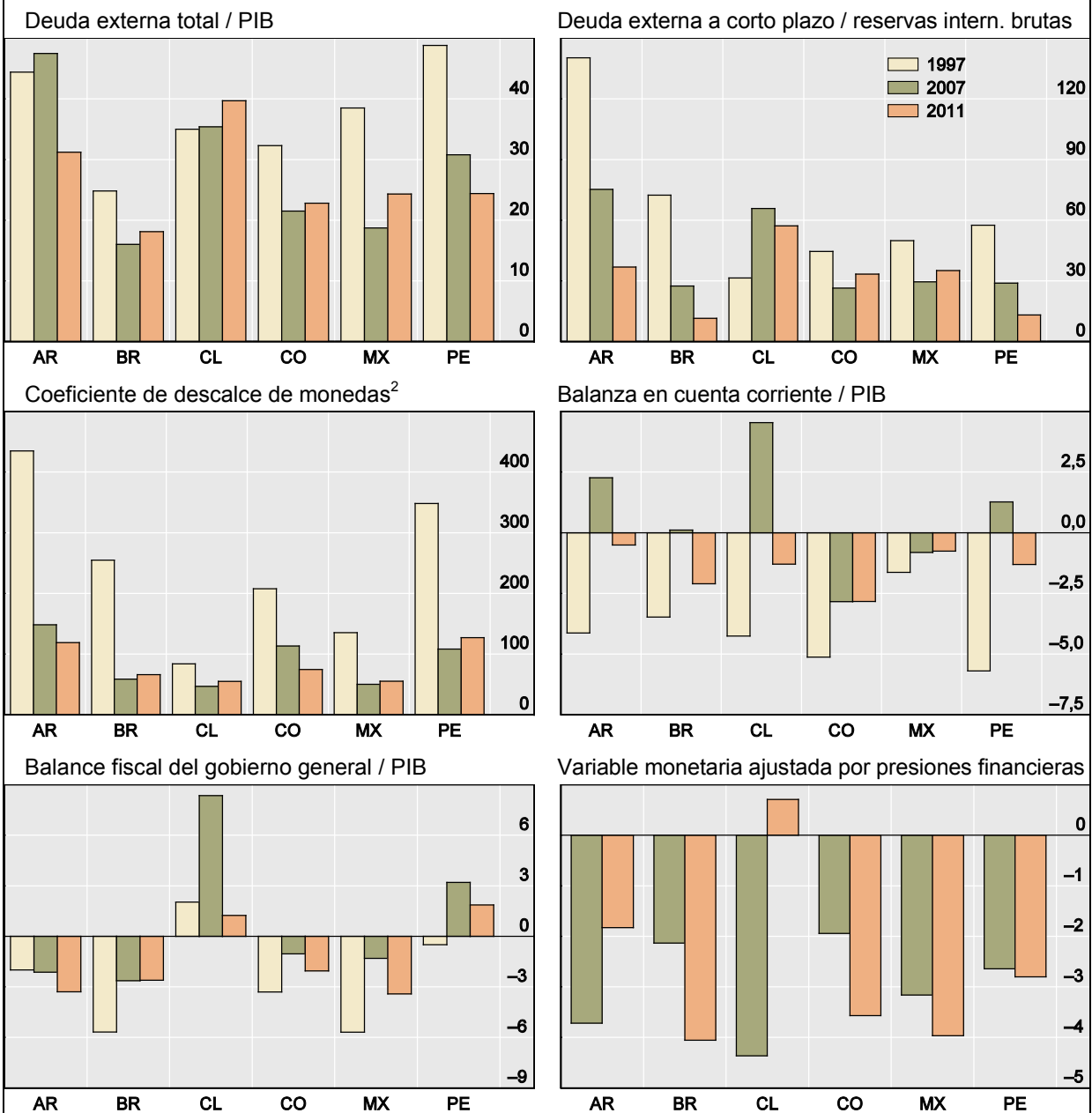
Las principales mejoras entre 1997 y 2007 fueron las reducciones en los descalces de monedas y en el financiamiento externo a corto plazo, esta última (expresada en porcentaje de las reservas internacionales brutas) a la mitad en la mayoría de los países. Además, las balanzas en cuenta corriente pasaron del déficit al superávit (o, en Colombia y México, a contabilizar déficits mucho menores). De este modo, así como las fuertes necesidades de financiamiento externo exacerbaban la vulnerabilidad de los países de América Latina cuando ocurrió la crisis asiática, la mejora de las balanzas en cuenta corriente parece haber contribuido a la mayor resistencia del crédito en estos países cuando se produjo la crisis financiera mundial. Además, los cocientes de deuda externa mejoraron sensiblemente en la mayoría de países de la región, apreciándose una reducción drástica en Brasil, Colombia, México y

Las economías latinoamericanas exhibían en 1997 vulnerabilidad...

⁸ La posición de la política monetaria ajustada por las presiones financieras no se calcula para 1997 debido a limitaciones de los datos.

Perfil de fortaleza macroeconómica de América Latina¹

En porcentaje



AR = Argentina; BR = Brasil; CL = Chile; CO = Colombia; MX = México; PE = Perú.

¹ Para la variable monetaria ajustada por las presiones financieras, media anual de datos trimestrales; para las demás, datos a final de año. ² Porcentaje denominado en moneda extranjera de la deuda total dividido por la razón exportaciones/PIB.

Fuentes: FMI; Datastream; Moody's; datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico 3

Perú⁹. Con la excepción de Argentina, las posiciones fiscales fueron notablemente más firmes al comienzo de la crisis de 2007–09 que antes de las crisis asiática y rusa, lo que permitió a los gobiernos proporcionar un mayor

⁹ Si bien en Chile el cociente de deuda externa se mantuvo prácticamente sin cambios entre 1997 y 2007, el país registró durante este periodo la mayor mejora en la balanza por cuenta corriente entre los países de la muestra. Argentina constituye la excepción en la muestra, ya que su cociente de deuda externa fue mayor en 2007 que en 1997.

estímulo fiscal durante el episodio más reciente¹⁰. En conjunto, estas mejoras en los fundamentos macroeconómicos propiciaron un mejor comportamiento del crédito durante la crisis financiera mundial de 2007–09 que durante las crisis asiática y rusa.

Lamentablemente, la mejora en los indicadores de vulnerabilidad que se produjo entre 1997 y 2007 no tuvo continuidad en años posteriores. Nuestros indicadores sugieren que los países latinoamericanos de la muestra pueden tener ahora menos capacidad para soportar un choque externo que en 2007. En concreto, han aumentado los cocientes relativos a la deuda externa y a los descalces de monedas y se han deteriorado las balanzas en cuenta corriente. Únicamente ha mejorado la posición de liquidez en moneda extranjera, medida por la relación entre deuda externa a corto plazo y reservas internacionales brutas, al haber acumulado las economías reservas de divisas.

... y ésta puede estar aumentando en la actualidad

Los resultados sobre la capacidad para aplicar políticas macroeconómicas anticíclicas son menos concluyentes. Si bien los déficits presupuestarios más abultados indican menor capacidad para aplicar políticas fiscales anticíclicas, la política monetaria podría estar sujeta en la actualidad a menos restricciones que en 2007 gracias a la moderación de las presiones inflacionarias. Por otro lado, las tasas de interés oficiales actuales, inferiores a las de septiembre de 2008, implican un menor margen de maniobra para instrumentar medidas de relajación monetaria (Cuadro 2).

Los países más pequeños de América Latina y el Caribe se hallan por lo general en peor situación que las economías de la muestra (Cuadro 3). Los cocientes relativos a la deuda tienden a ser mayores y, en particular, algunos países exhiben importantes descalces de monedas, a menudo superiores al

Tasas de interés oficiales e inflación desde la quiebra de Lehman Brothers ¹				
En porcentaje				
	Tasas de interés oficiales ²		Inflación ³	
	Antes del 15 septiembre de 2008	A fecha 15 de agosto de 2012	Agosto 2008	Julio 2012
Brasil	13,75	8,00	6,17	5,20
Chile	8,25	5,00	9,30	2,51
Colombia	10,00	5,00	7,87	3,03
México	8,25	4,50	5,57	4,42
Perú	6,25	4,25	6,27	3,28

¹ 15 de septiembre de 2008. ² Para Brasil, tasa SELIC objetivo; para Chile, tasa de política monetaria; para Colombia, tasa mínima de las subastas de expansión monetaria a un día; para México, tasa objetivo para las operaciones de fondeo interbancario a un día; para Perú, tasa de referencia. ³ Variaciones anuales del IPC.

Fuentes: datos nacionales. Cuadro 2

¹⁰ En 1999, el estímulo fiscal, medido por el cambio en el balance fiscal, no superaba en estos países de América Latina el 2% del PIB (e incluso era negativo en Brasil y México). En cambio, para estos mismos países se situaba en 2009 entre el 2% y el 8% del PIB.

Fortaleza macroeconómica de otros países de América Latina y el Caribe¹

2011, en porcentaje

	Deuda externa total / PIB	Deuda externa a corto plazo / Reservas internacion. brutas	Coefficiente de descalce de monedas ²	Balanza en cuenta corriente / PIB	Balance fiscal del gobierno general / PIB	Posición monetaria ajustada por presiones financieras
Costa Rica	25,5	50,9	84,2	-5,2	-4,3	-2,1
República Dominicana	22,8	26,0	103,0	-7,9	-2,5	-5,0
Guatemala	25,8	28,3	108,1	-2,8	-2,8	0,3
Jamaica	64,7	29,7	156,0	-9,9	-6,5	-5,9
Paraguay	20,5	38,4	31,8	-1,2	1,2	-0,7
Trinidad y Tobago	34,3	...	62,1 ³	20,7	0,3	-1,7
Uruguay	31,8	5,3	149,0	-2,2	-0,8	-3,1
Venezuela	34,0	167,7	101,9	8,6	-5,3	-9,5

¹ Para la variable monetaria ajustada por presiones financieras, media anual de datos trimestrales; para las demás, datos a final del año. ² Porcentaje denominado en moneda extranjera de la deuda total dividido por la razón exportaciones/PIB. ³ Datos T4 2010.

Fuentes: FMI; Datastream; Moody's; datos nacionales; cálculos del BPI.

Cuadro 3

100%. Los elevados déficits presupuestarios y la política monetaria expansiva, incluso con tasas moderadas de crecimiento del crédito, sugieren que existe escaso margen para una política macroeconómica anticíclica.

Conclusiones

Una lección fundamental que cabe extraer de la crisis financiera de 2007–09 es que la capacidad de recuperación del crecimiento del crédito en términos reales ante un severo choque externo depende de la fortaleza de factores macroeconómicos claves en el periodo previo a la crisis. En efecto, los países que mejor soportaron el impacto de la crisis financiera mundial fueron aquellos que la afrontaron con menores necesidades de financiamiento externo, menores descalces de monedas en los balances públicos y privados y margen suficiente para aplicar políticas fiscales y monetarias contracíclicas sin generar con ello inestabilidad macroeconómica. La mejora de estos indicadores explicaría también por qué el crédito se comportó en América Latina en 2007–09 mejor de lo que lo hizo en la década anterior tras las crisis asiática y rusa.

Ahora bien, existen indicios de un reciente aumento de la vulnerabilidad de las economías latinoamericanas ante perturbaciones financieras externas. Su relevancia reside en que los mercados internacionales de capital vienen dando muestras una vez más de mayor estrés, en esta ocasión debido sobre todo a los acontecimientos en la zona del euro. Los datos actuales indican que los fundamentos macroeconómicos de América Latina, aunque todavía sólidos, se han debilitado desde 2007, siendo particularmente preocupante el deterioro tanto de la situación fiscal como de las balanzas en cuenta corriente. Si bien esto se explica en parte por la desaceleración del crecimiento económico mundial, los responsables de las políticas en América Latina podrían ayudar a mitigar la vulnerabilidad mediante la consolidación de los balances fiscales y la aplicación de reformas que mejorasen la competitividad de sus sectores no

asociados a materias primas. Tales medidas tendrían su recompensa en forma de una mayor estabilidad económica y financiera en el caso de que llegase a materializarse otro choque externo severo en el futuro próximo o a medio plazo.

Referencias bibliográficas

Avdjiev, S. (2011): "Evaluating the potential impact of deleveraging by euro area banks on emerging market economies", *BIS Quarterly Review*, diciembre, pp. 21–2.

Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2010): "Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer", diciembre.

Borio, C. y P. Lowe (2002a): "Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus", *BIS Working Papers*, nº 114, julio.

Borio, C. y P. Lowe (2002b): "Assessing the risk of banking crises", *BIS Quarterly Review*, diciembre, pp. 43–54.

Cecchetti, S., M. King y J. Yetman (2011): "Weathering the financial crisis: good policy or good luck?", *BIS Working Papers*, nº 351, agosto.

Drehmann, M., C. Borio y K. Tsatsaronis (2011): "Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates", *BIS Working Papers*, nº 335, noviembre.

Goldstein, M. y P. Turner (2004): *Controlling currency mismatches in emerging markets*, Institute for International Economics.

Montoro, C. y L. Rojas-Suárez (2012): "Credit at times of stress: Latin American lessons from the global financial crisis", *BIS Working Papers*, nº 370.