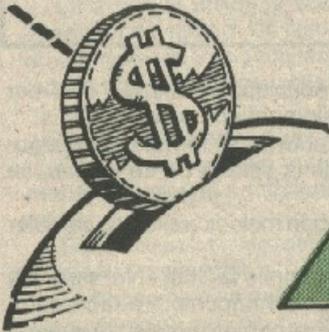


Se presentan en este artículo una serie de consideraciones con respecto a las características que deben presentar los créditos para ser considerados convenientes o no. En forma especial se considera el tema «costo del dinero» como una de las características más importantes y su relación con la rentabilidad marginal de la inversión que se programa.

CRÉDITOS - COSTO DEL DINERO

Ing. Agr. Sergio Prosper (1)



Mucho se ha hablado y escrito afirmando que no existen créditos aceptables para las explotaciones agropecuarias pero pocas veces se ha dejado claro cuáles son las características de éstos que lo hacen poco atractivo.

En primer lugar se debe entender que no se puede hablar de créditos para el sector en forma genérica ya que cada inversión que se proyecta en un establecimiento agropecuario tiene sus características propias y por lo tanto requiere un crédito que se adapte a ellas.

Es así que no se va a esperar que una misma línea de crédito sea apto para financiar la compra de novillos para terminar, la instalación de una pastura mejorada o la construcción de una mejora fija como puede ser un alambrado o una represa para riego.

En el caso anterior es claro que los diferentes tiempos en que se produce la maduración de la inversión, es decir el tiempo en que la inversión produce retornos que posibilitan el repago del crédito, son diferentes y por lo tanto se precisan líneas de crédito con diferente plazo para atender estas inversiones.

Resulta claro entonces que el PLAZO es una de las características importantes para considerar si un crédito es conveniente o no, pero éste no es lo único que se tiene que tener en cuenta.

Parece claro que además del PLAZO son características importantes el COSTO del dinero, el PERFIL del repago, las GARANTÍAS solicitadas por la entidad financiera y otras características que hacen a la facilidad de obtener un crédito como son la agilidad con que se mueven las diferentes entidades financieras y las trabas de orden burocrático que se deben sortear tales como la necesidad de presentar certificados de estar al día con la Dirección General Impositiva, el Banco de Previsión Social, etc.

Con respecto al COSTO del dinero existe una gran confusión dada por el hecho de usar diferentes indicadores para medirlo. Se entiende que la tasa de interés es el indicador directo del costo del dinero, sin embargo surge la pregunta, de a qué tasa de interés nos estamos refiriendo ya que ésta puede ser la nominal o la efectiva. E incluso si nos referimos a la efectiva puede ser en pesos o en dólares.

En el caso de referirnos a la tasa efectiva en pesos se debería relativizar ésta con respecto a la inflación esperada para llegar al concepto de tasa real, y en el caso de la tasa

efectiva en dólares debería tenerse en cuenta el atraso cambiario y las expectativas de su evolución. Todo esto son factores que ayudan a crear confusión y hacen necesarias predicciones futuras confiables de las tasas de inflación y devaluación del dólar para poder llegar a conclusiones valederas.

También debe destacarse que el costo del dinero no puede manejarse en forma abstracta sino que depende del retorno de la inversión a la que el crédito va a ser aplicado ya que una inversión de bajo retorno no soporta las mismas tasas que una inversión de alto retorno, por lo que un crédito que no es aconsejable para determinada inversión si puede ser recomendable para otro.

Se anotó también el PERFIL de repago como una de las características importantes a considerar para la determinación de la conveniencia o no de determinado crédito. Esto es así debido a que las diferentes inversiones tienen también diferentes perfiles de retorno y por lo tanto el crédito deberá adaptar lo mejor posible su perfil al perfil del retorno de la inversión.

En cuanto a las GARANTÍAS es muy importante tener en cuenta si estas son reales o no y si la entidad financiera solicita, como es común en estos momentos, garantía hipotecaria o no ya que esto incluye o deja por el camino a los productores arrendatarios. Incluso en el caso de productores propietarios es importante tener en cuenta la relación de garantías que para la Banca Privada se está situando en el entorno a 2 a 1, lo que quiere decir que se precisan 2 pesos de garantía por cada peso prestado.

Como puede verse son muchos los factores que pesan para poder determinar si un crédito es conveniente o no y siempre es preciso relativizarlo a la inversión que se está planificando.

El costo del dinero

Se pretende aquí tratar el tema del costo del dinero con un poco más de profundidad por tratarse de una de las características que más importancia se le adjudica, pero sin perder la óptica de que todas tienen importancia a la hora de decidir entre dos fuentes de financiación.

Para medir el costo del dinero se usa la tasa de interés del préstamo, pero esta información en forma aislada lleva a confusiones ya que no se está explicitando si se trata de una tasa nominal, efectiva o real.

Nótese que una tasa nominal del 6% mensual se traduce

(1) Técnico del Plan Agropecuario. División Economía.

en una tasa anual del 72% que resulta de multiplicar 6 por los 12 meses, mientras que para llegar a la tasa anual de una tasa mensual efectiva del 6% se debe aplicar la fórmula de interés compuesto y elevar, por lo tanto, a la doceava potencia la suma de la razón de la tasa (0.06) más 1, o sea 1.06 elevado a la 12, llegando a una tasa de interés anual del 101.26%. Como se puede apreciar el hecho de que una tasa sea nominal o efectiva cambia el resultado sustancialmente de 72% a 101.26%.

Por ser la forma más usada y además por ser la forma que permite analizar de mejor forma un préstamo, en el resto del artículo siempre que se haga referencia a tasas de interés nos estaremos refiriendo a tasas efectivas de interés.

También es cierto que una tasa de interés del 80%, por ejemplo, no es lo mismo en Uruguay que en Brasil o en Argentina, para referirnos a países vecinos, ya que si puede considerarse como una tasa normal en nuestro país seguramente se va a considerar como una tasa excesivamente baja en Brasil y por el contrario en Argentina.

Lo expuesto en el párrafo anterior es debido a que las tasas de inflación son diferentes en los tres países y las tasa de interés efectivas tales como son informadas por las instituciones no están relativizadas a este indicador de incrementos de precios.

Para poder expresar en forma homogénea una tasa de interés en forma independiente a la inflación es preciso relativizar primero la tasa efectiva a un indicador de incremento de precios para llegar al concepto de tasa real.

La tasa de interés real no es, entonces, más que la resta entre la tasa de interés efectiva y la tasa de incremento de precios medida a través de algún indicador como puede ser el Índice de Precios al Consumo (I.P.C.), o algún índice de precios específicos para el sector como puede ser el incremento del precio de la carne o del Índice de la Canasta Ganadera (I.C.G.), Canasta Lechera (I.C.L.), o Canasta Agrícola Ganadera (I.C.A.G.).

Si bien es cierto que plantearlo como una resta es válido desde el punto de vista conceptual, debe considerarse que desde el punto de vista matemático debe ser planteado como la división entre 1 más la razón de la tasa de interés y 1 más la tasa de incremento de los precios considerados. Así para el Índice de Precios al Consumo la tasa real de interés se calcula como sigue:

$$\text{Tasa real de interés} = \frac{(1 + \text{Razón de tasa efectiva})}{(1 + \text{Razón de tasa incremento precios})} - 1$$

Así para una tasa de interés efectiva del 80% y con una inflación del 50% tenemos una tasa de interés real del 20% anual y no un 30% que surgiría de la simple resta aritmética, tal como se muestra a continuación:

$$\text{Tasa real de interés} = \frac{1.80}{1.50} - 1 = 20\%$$

Entendida la forma de cálculo vamos a realizar algunas precisiones para lograr clarificarla más desde el punto de vista conceptual.

A la tasa efectiva es necesario quitarle la tasa de inflación ya que ésta ya está implícita en la misma. Dicho de otra manera cuando una institución financiera fija la tasa de interés lo hace atendiendo tres factores que son los costos operativos de la intermediación financiera, la ganancia esperada y por último la pérdida de poder adquisitivo de la moneda durante el período que esté prestada o lo que es lo mismo la inflación en dicho período.

Por otra parte parece haber quedado claro que quitando la inflación de la tasa efectiva y hablando por lo tanto en

tasas reales, se comparables situaciones de mercados diferentes en un determinado momento, y más aún, son comparables también las diferentes situaciones de un mercado en diferentes períodos históricos.

Por último es también cierto que si como divisor utilizamos el incremento sectorial de precios medido, como se dijo, por el incremento de las canastas de productos conocidas se obtiene como resultado el porcentaje en más de unidades de producto que debemos pagar por determinado crédito.

El costo del dinero en dólares

En lo referente a los préstamos concedidos en dólares norteamericanos la tasa efectiva se asocia corrientemente a la tasa real asumiendo en forma inconciente que el dolar es una moneda fuerte, una moneda sin inflación.

Sabemos que lo anterior no es correcto pero por la dificultad para conseguir índices que indiquen la inflación del dólar y por la poca incidencia que tiene ésta comparativamente a la inflación en pesos, puede aceptarse como válida la asociación entre tasa efectiva y tasa real para los préstamos en dólares.

Para comparar un préstamo en pesos y un préstamo en dólares deben realizarse las traducciones de las tasas a una sola moneda, y para llevar a cabo esta operación se debe conocer la tasa devaluatoria del dólar.

Si aceptamos como válida, por ahora, la tasa devaluatoria que propone el Banco Central del Uruguay al establecer los límites de las bandas de flotación, en el entorno a un 26% anual, los cálculos de traducción se realizan de la siguiente manera.

Si, por ejemplo, queremos traducir la tasa básica del BROU en pesos (78%) a tasa en dólares se procederá, aplicando siempre los conceptos matemáticos manejados en el artículo anterior, 1.78 dividido entre 1.26 obteniendo así una tasa en dólares del 41%, bastante superior al 10.50% fijado por el BROU como tasa básica en dólares.

Realizando las mismas operaciones puede decirse que la tasa activa promedio de la Banca Privada, 75%, se traduce a una tasa de 38% anual en dólares americanos. también bastante superior a la tasa de 11.20% anual que es el promedio de las tasas activas en dólares.

Operando en sentido contrario se puede decir que la tasa básica en dólares del BROU, 10.50%, se traduce en una tasa en pesos de 39% y que el promedio de las tasas activas en dólares de la Banca Privada, 11.2% se traduce en una tasa en pesos del 41%, bastante inferior al promedio de las tasas activas en pesos del 75%.

Todas las operaciones realizadas anteriormente indican claramente que, con los parámetros actuales, el costo del dinero es significativamente más alto en los préstamos en moneda nacional que en los préstamos en dólares norteamericanos.

Sin embargo, no se puede decir que sea aconsejable un préstamo en dólares si no se toma en cuenta el plazo y las perspectivas de un eventual cambio en la política cambiaria, ya que como se dijo esto sólo es válido para los parámetros actuales.

Es por todos conocida la caída del tipo de cambio real o atraso cambiario producida por causas que no corresponde analizar en un artículo sobre características de los créditos, pero que incide notoriamente en el hecho de hacer que las tasas en dólares muestren un costo del dinero menor que las tasas en pesos uruguayos.

Si la política económica actual es exitosa en cuanto al control de la inflación y las tasas de interés en pesos uruguayos acompañan la caída de la misma, así como si los factores que están presionando a la caída del tipo de cambio real se revierten y éste se acomoda al resto de las variables económicas, es seguro que va a desaparecer la ventaja que

tienen actualmente los préstamos en dólares en cuanto al costo del dinero.

Es por eso que si bien hoy los préstamos en dólares son más baratos que los préstamos en moneda nacional, llevan implícito un porcentaje de riesgo de mantenimiento de los ritmos inflacionarios y devaluatorios que cada inversionista debe estimar a la hora de decidir la moneda a utilizar en los préstamos a usar para el financiamiento de sus inversiones.

Costo del dinero en canasta de productos

Para terminar con las consideraciones que se han venido realizando sobre el tema del costo del dinero como una de las características de los créditos, corresponde tratar lo referente a los créditos cuyo repago se establece ajustado por la evolución de precios de una canasta de productos.

Vamos a comenzar haciendo un poco de historia.

En el año 1969 se introduce, para los créditos otorgados por el Banco República para financiar las inversiones programadas por el Plan Agropecuario, la modalidad del ajuste por canasta de productos.

Ese primer antecedente se realizaba comparando los incrementos anuales de una canasta compuesta por 3.9 Kgs. de lana y 49 kgs de carne, con los incrementos inflacionarios medidos a través del índice de Precios al Consumo (I.P.C.), tomando en definitiva el menor como índice para ajustar los préstamos.

Es de hacer notar que en este sistema se tomaba como incremento la diferencia entre los precios e índices promedios de un año con respecto al promedio del año anterior, lo cual evitaba de alguna manera los cambios bruscos. Y por otra parte los índices de ajuste se aplicaban en forma de sumatoria de índices durante el período de repago en vez de hacerlo en forma acumulativa, por lo que se establecía ya a partir del segundo año una diferencia entre el incremento de precios y el repago del préstamo, diferencia ésta que se iba acentuando con el correr de los años.

Como consecuencia de lo descrito las tasas de interés pagadas en este período, tomando el interés nominal más el ajuste, resultaban ser francamente negativas, tanto en términos de inflación como en términos de unidades de producto.

Cumplido el plazo en el que se entendió necesario mantener un préstamo promocional para hacer posible la difusión de las técnicas de producción innovadoras para la época, tarea que recayó sobre el Plan Agropecuario, se cambió el sistema durante el estudio del Sexto Proyecto de Desarrollo Agropecuario.

El nuevo sistema que entró en vigencia en enero de 1980 contemplaba la confección de tres índices mensuales correspondientes a los ingresos por venta promedios de establecimientos tipos en producciones ganaderas, lecheras y agrícolas ganaderas.

Para el repago del préstamo se tomaba en cuenta el incremento del índice correspondiente a la canasta de productos que estaban de acuerdo con los ingresos del productor, más una tasa de interés nominal que varió algo con los años y que se situaba al final del período en el 5% y 6% dependiendo del área explotada.

En negociaciones con el Banco Mundial se introdujo para el período 1983-85 el tope dólar, es decir que para el repago se comparaba el incremento de la canasta correspondiente con el incremento del dólar, tomándose el menor de los dos.

En una posterior negociación se cambia el tope dólar por tope en IPC para los créditos concedidos entre enero de 1986 y diciembre de 1988.

Por último, a partir de 1990, se eliminaron los topes pero como alternativa se permitió la elección por parte del productor de la canasta de productos correspondiente a su estable-

cimiento, el dólar o el Índice de Precios al Consumo, sin posibilidad de cambiarlo una vez suscrito el documento de préstamo.

El sistema de préstamos ajustables por canasta de productos queda sin efecto, por lo menos para los préstamos concedidos para inversiones programadas o supervisadas por el Plan Agropecuario, en el marco del convenio de préstamo 3131-UR suscrito con el B.I.R.F., en octubre de 1992 como consecuencia de haberse agotado los fondos previstos para préstamos en el marco del proyecto respectivo.

Este sistema descrito, muy discutido a través de los años en que se aplicó, tenía como principal ventaja para el productor que tomaba préstamos el hecho de ligar los repagos al valor de su producción, o dicho de otra manera en el conocimiento casi exacto de las unidades de producto necesarias para enfrentar el repago.

Tan es así que para el caso de los productores de leche remitentes a CONAPROLE, en el momento de suscribir el documento del préstamo en el Banco República se autorizaba una afectación por parte de la Cooperativa por determinados litros de leche que eran retenidos por la misma para el pago al Banco, independizándose el productor del repago del préstamo.

En términos económicos y bajo el supuesto de que en el largo plazo los precios de los productos deberían alinearse con la inflación, el sistema no debería haber brindado ventajas a ninguna de las partes involucradas.

Sin embargo y dado el hecho de que en muchos períodos los precios de los productos evolucionaron por debajo de la inflación los repagos se realizaron con tasas reales en términos de inflación levemente negativas.

Pero más allá del hecho del costo económico del préstamo, la gran conveniencia del productor resultaba del hecho financiero de que algunos años en que los productos no tuvieron incremento en términos nominales como el caso de la carne para el período 1980-1982, la tasa pagada era la tasa nominal suscrita, al no existir reajuste. Y de cualquier manera, fuera cual fuera la variación de precios de los productos la cantidad física de productos necesario para enfrentar el repago era siempre la misma.

En la actualidad se encuentra vigente un nuevo sistema que fue creado por el Banco República como respuesta al agotamiento de los recursos del convenio, de préstamo 3131-UR, y es el propuesto en la línea de crédito denominada Crédito Global Agropecuario.

En la mencionada línea de crédito se combina la tasa básica del BROU con las canastas de productos de tal forma que el costo del dinero resulta de la bonificación de la tasa básica en seis puntos, mientras que el repago se realiza en términos de las variaciones de los precios de los productos, acumulándose las diferencias entre ambos criterios en años adicionales de repago, hasta un máximo de ocho.

Dicho de otra manera el repago anual está ligado a la evolución del precio de los productos, pero al establecerse un costo en función de la tasa básica, la variable desconocida es el plazo.

Somos concientes que tanto el mecanismo de repago como comentarios en cuanto a las repercusiones del mismo merecen un desarrollo mayor que el presentado, pero esto es tema como para un trabajo específico que excede las pretensiones del presente artículo.

Costo del dinero y retorno de la inversión

Hasta ahora se ha remarcado siempre que cada inversión, de acuerdo a sus características, requiere diferentes características de los créditos.

En el presente capítulo vamos a comenzar a visualizar esto en forma más precisa al relacionar el costo del dinero con el retorno previsto para una inversión determinada.

En primer lugar es necesario aclarar que cada inversión tiene sus características particulares en lo que se refiere al tiempo de maduración, es decir al momento en que retorna beneficios, al perfil de los retornos, a la cantidad retornada, y a las expectativas de riesgo de lograr o no los retornos previstos.

El costo del dinero de un crédito aplicado a una inversión cualquiera, debería compararse con el retorno esperado de dicha inversión de modo de asegurarnos que el retorno de esa inversión es por lo menos suficiente para pagar el costo del dinero.

Surge de lo expuesto la necesidad de poder medir el retorno de una inversión, cosa que resulta sencilla en los casos de inversiones aisladas pero que se complica notoriamente cuando la inversión es aplicada a una situación empresarial dada.

Resulta claro, por ejemplo, que el retorno de una inversión en un equipo de maquinaria por parte de un contratista va a ser el que resulta de restar de los cobros por trabajos realizados, los costos operacionales en que se incurra. El retorno calculado de esa manera y expresado en forma porcentual al monto de la inversión nos va a dar la rentabilidad del capital aplicado a esa inversión.

En el caso propuesto como ejemplo anteriormente el costo del dinero de un crédito que se use para financiar la inversión debe ser menor a la rentabilidad calculada, de tal forma que el retorno de dicha inversión permita hacer frente al repago del préstamo y quede otra cantidad para cubrir los riesgos implícitos de esta actividad empresarial generando además una ganancia.

Como se decía anteriormente la rentabilidad de una inversión no surge claramente cuando ésta se aplica a una situación dada. Es así que al mismo equipo de maquinaria aplicado a una empresa agrícola en funcionamiento no tiene un retorno fácilmente medible.

Es cierto que conceptualmente se puede decir que el retorno es el incremento de ingresos menos el incremento de egresos, pero también es cierto que los incrementos de ingresos y de egresos debidos a la inversión no son claramente medibles en una empresa en funcionamiento ya que una nueva inversión seguramente va a permitir el uso de factores no totalmente usados o una optimización de los recursos existentes.

Es claro que para el mantenimiento del equipo de maquinaria usado como ejemplo se va a usar equipos y mano de obra ya existente en la empresa e incluso dicho equipo va a permitir un mejor uso de todo el parque de maquinaria existente, por ejemplo.

En contrapartida, seguramente se van a generar costos no directamente atribuibles a la operación del equipo como puede ser un incremento en los impuestos por el aumento de capital o la eventual contratación de un administrador de todo el parque de maquinaria, necesidad generada por el incremento en el volumen del mismo.

Para obtener el ingreso adicional, entonces, es necesario medir el ingreso total de la empresa después de puesta en operación la inversión al que se le restarán los ingresos totales de la misma empresa sin considerar la inversión.

Si se procede de la misma forma con los egresos se van a obtener los egresos adicionales, o marginales, y por diferencia se podrán obtener los ingresos adicionales o marginales.

Estos ingresos marginales referidos a la inversión que los genera y expresados en forma porcentual no son otra cosa que la rentabilidad marginal de dicha inversión.

Obtenida de esta forma la rentabilidad marginal de una inversión resulta fácil compararla con la tasa de interés, como medida del costo del dinero, para poder determinar si un crédito es o no conveniente para financiar la inversión propuesta.

El problema se complica algo más cuando se debe evaluar la conveniencia o no de realizar una inversión y el uso de determinadas fuentes financieras antes de la puesta en práctica de la misma.

Para eso es necesario una buena evaluación de los ingresos y egresos de la empresa en el momento de tomar la decisión y realizar una proyección de los ingresos y egresos que se van a generar en el total de la empresa como consecuencia de la inversión propuesta.

Para determinar la rentabilidad marginal en este caso, existen evaluadores tales como la Tasa Interna de Retorno que permiten una determinación precisa de la misma.

Debe notarse que se ha insistido en el concepto de rentabilidad marginal de una inversión como forma de determinar la conveniencia de realizar la misma y como forma de evaluar el costo financiero que se puede pagar por los créditos disponibles para financiar esa inversión, no considerando para nada la rentabilidad global de la empresa en la que se va a aplicar.

Eso es así porque existen muchos ejemplos de inversiones que pueden generar rentabilidades marginales del orden del 20% o más, aún aplicadas a empresas con escasa o nula rentabilidad global, y la decisión o no de realizar esa inversión debe estar asociada a esta rentabilidad marginal, por encima de la rentabilidad global.

Un costo del dinero en términos reales del orden del 5% o 6% como era el caso en los créditos ajustables por canasta para las inversiones programadas o supervisadas por el Plan Agropecuario, era sin lugar a dudas un préstamo conveniente para todas aquellas inversiones que superen esta tasa de rentabilidad marginal, aún en condiciones de baja rentabilidad del sector.

Damos por terminado en este artículo el tema del costo del dinero, tema que por supuesto da para una discusión mucho más detallada pero que escapa a las pretensiones que aquí se buscan, comenzando en próximos artículos a tratar las otras características de los créditos tales como el plazo y el perfil de repago.

