

el nuevo escenario para el financiamiento del sector agropecuario

Ec. Fernando Antía

El sector agropecuario, enfrenta (y enfrentará) serias restricciones en materia de financiamiento bancario. Las mismas derivan de la combinación de un elevado endeudamiento sectorial –con las consiguientes dificultades para el servicio de la deuda “vieja”–, con los obstáculos para acceder a nuevos créditos resultantes de la crisis bancaria que se desató en 2002. Este artículo se propone revisar la evolución reciente y la situación actual del financiamiento agropecuario y discutir las perspectivas que se abren en la materia. Se organiza en cuatro apartados. En el primero, se repasa brevemente el proceso que llevó al incremento del endeudamiento del sector agropecuario en los noventa. En el segundo, se presta atención a las sucesivas refinanciaciones de deudas del sector agropecuario con el Banco de la República (BROU) verificadas entre 1998-2002. En el tercero, se describe la situación actual del financiamiento sectorial, caracterizada por una agudización de la restricción crediticia y por el surgimiento de algunas nuevas fórmulas de financiamiento, en circunstancias en que, paradójicamente, también se observa una pronunciada mejora de la rentabilidad en buena parte de las actividades del sector. Finalmente, en el último apartado se plantean algunas ideas respecto al financiamiento futuro del sector agropecuario, enfatizando en la necesidad de encontrar fórmulas innovadoras en materia de financiamiento bancario y no bancario que permitan que el sector obtenga los recursos necesarios para financiar su expansión.

1. EL INCREMENTO DEL ENDEUDAMIENTO BANCARIO EN LOS NOVENTA

El elevado endeudamiento bancario del sector agropecuario se gestó en los noventa cuando la deuda con los bancos pasó de 305 millones de dólares en 1991 (33% del PBI sectorial de ese año) a 1.228 millones a fines de 1999 (105% del PBI agropecuario).¹ El grueso de ese endeudamiento fue contraído con el Banco de la República (BROU) y, crecientemente, pactado en moneda extranjera, al punto que en 2001 el saldo adeudado estaba casi íntegramente contratado en dólares (véase Cuadro 1).

¹ Estas cifras subestiman moderadamente el monto adeudado por el sector agropecuario, pues en el caso del BROU no incluye los intereses devengados en concepto de mora y no es posible identificar parte de los pasivos del sector dentro del total del rubro “pasivos refinanciados”.

CUADRO 1
Indicadores del crédito bancario del sector agropecuario

	Crédito total (millones de dólares)	Crédito / PBI (en %)	Estructura por moneda dólares m. nal.		Estructura por acreedor BROU B. Privada	
1990	315.9	37.8%	39.7%	60.3%	58.9%	41.1%
1991	304.6	33.3%	40.3%	59.7%	63.7%	36.3%
1992	382.4	34.5%	50.6%	49.4%	62.8%	37.2%
1993	493.2	45.6%	58.5%	41.5%	62.3%	37.7%
1994	553.7	40.9%	69.0%	31.0%	65.7%	34.3%
1995	622.6	38.1%	75.6%	24.4%	65.0%	35.0%
1996	754.4	46.6%	85.0%	15.0%	68.6%	31.4%
1997	935.4	58.4%	91.6%	8.4%	71.1%	28.9%
1998	1155.1	76.3%	94.6%	5.4%	69.2%	30.8%
1999	1228.0	105.3%	96.8%	3.2%	70.3%	29.7%
2000	1209.5	102.0%	97.6%	2.4%	66.7%	33.3%
2001 (1)	1212.6	110.0%	98.2%	1.8%	63.7%	36.3%

Notas: (1) corresponde a los datos de setiembre de ese año

Fuente: elaborado por OPYPA en base datos del BCU y el BROU

En lo fundamental, el crecimiento de la deuda bancaria fue consecuencia de la conjunción de varios factores que, al afectar positivamente las expectativas de los productores, impulsaron la inversión del sector y la consiguiente contratación de créditos bancarios. Entre esos factores destacan: el fin de la Ronda Uruguay del GATT en 1994 (que alentó la esperanza de una reducción del proteccionismo agrícola en las economías industriales), la formación del Mercosur en 1991 (que generó la expectativa de un acceso fluido de los productos agrícolas uruguayos al mercado brasileño), la marcada recuperación de los precios internacionales de las materias primas agrícolas y de los alimentos verificada entre 1994 y 1997, la obtención de la condición de país libre de aftosa sin vacunación en 1996 (que habilitó el ingreso de la carne vacuna uruguaya a los mercados no aftósicos) y la liberalización de las condiciones de operación del complejo carne vacuna (que estimularon la inversión en ese subsector).

Como es sabido, si bien hasta 1998 el PBI agropecuario creció a tasas apreciables, lo hizo en muchos casos con una exigua rentabilidad, a consecuencia, entre otros factores, del “atraso cambiario”. Por lo demás, en los últimos años, en especial desde 1999, sobrevinieron un conjunto de factores negativos que revirtieron aquellas expectativas optimistas y afectaron negativamente la capacidad del sector de servir el endeudamiento contraído

con anterioridad. Entre ellos destacan: la vertical caída del precio internacional de las materias primas agrícolas verificada entre 1998-2001, la persistente caída del precio internacional de la lana, la devaluación brasileña de 1999, el enlentecimiento de la economía brasileña y la recesión de la economía argentina a partir de 1999, la adversa evolución del clima (sequía 1999/2000 y exceso de lluvias en 2001) y la irrupción de la aftosa en 2001 (con el consiguiente cierre de los mercados no aftósicos).

Por otra parte, la caída de los ingresos procedentes de la actividad agropecuaria y el incremento del costo de la vida en dólares que caracterizó a buena parte de los años noventa impulsaron a muchos productores a asumir deudas bancarias para cubrir los déficit de sus presupuestos familiares. Factor éste que se sumó a los mencionados más arriba para explicar el significativo incremento del endeudamiento sectorial.

2. LA ETAPA DE LAS REFINANCIACIONES (1998-2002)

Como se adelantó, el desfavorable cuadro de situación posterior a 1999 afectó negativamente la producción y la rentabilidad del sector y generó serios problemas para el cumplimiento de las obligaciones de buena parte de los deudores del sector agropecuario con el sistema bancario. En estas condiciones, el BROU, principal acreedor del sector agropecuario, comenzó a conceder en noviembre de 1998 alternativas de refinanciación ("reperfilamientos") que se negociaban "caso a caso" entre las partes y que otorgaban plazos dilatados para la cancelación de las deudas (hasta 10 años, con dos años de gracia) y tasas de interés fijas algo menores a las de mercado (tasa de referencia del BROU más 4,5%, lo que en los hechos determinaba tasas de interés en dólares entre 10,25% y 11,25% anual). Originalmente, los reperfilamientos estuvieron disponibles para los deudores ganaderos, agrícola-ganaderos y agricultores de secano, pero desde febrero de 1999 el régimen se amplió a todos los deudores del sector agropecuario.

El diagnóstico que estaba por detrás de los reperfilamientos era que, como consecuencia de la evolución adversa de los mercados, una parte significativa de los agentes del sector atravesaba problemas de liquidez y que estos problemas eran manejables mediante el alargamiento de los plazos y la postergación de los vencimientos; en el entendido de que la mejora del desempeño de los mercados permitiría retomar el cumplimiento normal de las obligaciones financieras.

El grado de cobertura de esta modalidad de refinanciación de deudas fue elevado, en julio de 2000 el BROU informó que 4.500 deudores del banco se habían acogido a los reperfilamientos (téngase en cuenta que los deudores agropecuarios del BROU eran, por entonces, poco más de 19.000).

Ante la persistencia de los problemas de liquidez en el sector, en noviembre de 1999 se dispuso que los deudores agropecuarios con deudas menores a 200.000 dólares, que lo acordaran voluntariamente con el BROU, podían refinanciar sus pasivos a 15 ó 20 años de plazo con la modalidad de “bono cupón cero”² (lo que en los hechos equivalía a constituir una garantía por el principal adeudado equivalente a entre 20% y 30% del mismo, que liberaba al deudor de los pagos en concepto de capital). Sin embargo, esta alternativa no alcanzó los resultados esperados, pues muy pocos deudores se acogieron a esta modalidad de refinanciación.

En junio de 2001, ante el agravamiento de las dificultades financieras de los deudores agropecuarios, el gobierno habilitó una nueva modalidad de refinanciación de las deudas con el BROU sobre la base de la modalidad “bono cupón cero”. En este caso, y a diferencia de la modalidad anterior, la refinanciación era obligatoria para el BROU.³ De acuerdo a la misma, los deudores agropecuarios (excepto los forestales) con pasivos de hasta 200.000 dólares al 31/12/00 (luego se amplió la cobertura de la refinanciación a deudores de hasta 300.000 dólares),⁴ podían solicitar la refinanciación a 20 años de plazo, con hasta 4 años de gracia en el capital (el bono cupón cero debía adquirirse a más tardar en abril de 2005) y con un período de gracia de hasta 22 meses en el pago de intereses.⁵ Con posterioridad, se otorgó a los deudores la posibilidad de constituir la garantía en “bonos cupón cero” o en certificados de depósito capitalizables con la misma tasa de interés que los bonos. La tasa de interés de la refinanciación se estableció en 9,25% anual y los pagos de intereses debían realizarse semestralmente.⁶

Cumplidos los plazos previstos, alcanzaron a firmarse poco más de 5.000 convenios de refinanciación sobre la base de “bonos cupón cero” por un monto total de aproximadamente 300 millones de dólares (téngase en cuenta que la deuda del sector agropecuario con el BROU alcanzaba a 1.100 millones de dólares al 31/12/00). No obstante, para evaluar los resultados de esta operativa será preciso esperar, primero, que venza el plazo de gracia

² Se trata de un tipo de bono que se caracteriza por no realizar pagos de interés ni amortizaciones de capital hasta su vencimiento.

³ Se previó, asimismo, que esta modalidad de refinanciación podría contemplar a los deudores agropecuarios de un banco mixto y de otro gestionado por el Estado (Banco de Crédito y Banco Caja Obrera, respectivamente).

⁴ Es de hacer notar que en la franja de deudores de 200.000 a 300.000 dólares el BROU quedaba facultado a aceptar o rechazar la refinanciación y podía exigir garantías adicionales.

⁵ Originalmente el primer pago semestral de intereses debía hacerse el 30/4/02, pero luego se extendió al 31/10/02.

⁶ En setiembre de 2001 se extendió la tasa de interés de la refinanciación con bonos cupón cero a los reperfilamientos.

establecido para los intereses (febrero de 2003) ⁷ y, luego, que se cumpla el plazo máximo previsto para la adquisición del bono (abril de 2005).

Paralelamente, el BROU dispuso mecanismos especiales para los deudores más pequeños. Los pequeños productores con deudas inferiores a 10.000 dólares se beneficiaban de una bonificación de 2 puntos porcentuales en las tasas de interés en la realización de operaciones de reperfilamiento; mientras que a los deudores con pasivos inferiores a 50.000 dólares⁸ se les habilitaba el camino de los reperfilamientos, aun cuando no superaran “las exigencias de solvencia y/o viabilidad exigidas por los servicios”.

En julio de 2002 el Banco Central (BCU) habilitó un nuevo mecanismo para resolver el tema de la deuda “vieja” a través de la instrumentación de un régimen de cancelación de deudas de empresas y personas con el sistema financiero con títulos de la deuda pública uruguaya. De acuerdo al mismo, se habilita a cancelar las obligaciones con el sistema financiero anteriores al 31/12/01 de empresas y personas residentes hasta un máximo de 5 millones de dólares, mediante su pago en parte con títulos públicos y en parte en efectivo (el porcentaje de pago en efectivo crece con el monto y la calificación de la deuda, oscilando entre 15% y 43%). La clave del mecanismo radica en el hecho de que bajo ciertas condiciones los títulos públicos se reconocen al valor nominal y, como es sabido, dadas las dificultades financieras que atraviesa el país, los títulos con vencimiento posterior a 2004 se cotizan en el mercado secundario a aproximadamente la mitad de su valor facial. De modo tal que los deudores que cancelaran su deuda de acuerdo a este procedimiento, se beneficiarían con quitas que oscilarían entre 30% y 40% de la deuda total. La novedad de este procedimiento radica en el otorgamiento de quitas. Téngase en cuenta que, mientras las operativas de reperfilamientos y “bonos cupón cero” tendían a alargar los plazos de las obligaciones y reposaban en un diagnóstico de crisis de liquidez, la cancelación con quitas es un instrumento apto para atender problemáticas de sobreendeudamiento, como las que padecen muchos deudores.

En el marco de esta operativa, que en el caso del BROU estuvo vigente hasta el 31 de octubre pasado, se habrían presentado poco más de 2.000 solicitudes de cancelación de deudas agropecuarias por un monto que rondaría los 200 millones de dólares (también se habrían presentado más de 1.000 solicitudes de cancelación de deudas de otros sectores). No obstante, es de hacer notar que, en el afán de cuidar la solvencia del sistema financiero y, en particular, procurando evitar que los bancos posean en cartera

⁷ El plazo para realizar el primer pago de intereses venció el 31/10/02, pero a partir de entonces los deudores cuentan con hasta 120 días para efectivizar el pago.

⁸ A esos efectos se entendía como pequeños productores a los ganaderos de hasta 500 hectáreas, los lecheros, agrícola-ganaderos y arroceros de hasta 250 hectáreas y los horticultores, fruticultores y granjeros de hasta 20 hectáreas.

demasiados títulos públicos, el BCU impuso estrechos límites al volumen de operaciones de cancelación realizables.⁹ De modo tal que en el caso del BROU las solicitudes presentadas superaron con creces el límite máximo autorizado por el BCU (aproximadamente 100 millones de valor de la deuda a cancelar). Al momento de escribir estas líneas no está clara la cantidad de operaciones que efectivamente se llevará a cabo; en parte porque estaría en marcha una gestión del BROU para ampliar el cupo concedido por el BCU y, en parte, porque se desconoce cuantas de esas solicitudes de cancelación se concretaron (o concretarán) en los hechos.

Recientemente (noviembre de 2002), el Ministerio de Ganadería Agricultura y Pesca informó que el proyecto "Uruguay Rural", que asiste a pequeños productores, utilizó el mecanismo de cancelación de deuda con títulos públicos para habilitar una reducción de 40% de los pasivos por un total de 6 millones de dólares de 2.149 pequeños productores con varias instituciones financieras (BROU, COFAC y CACDU).

Por otra parte, si bien el plazo originalmente previsto para realizar estas operaciones de cancelación de deudas con títulos ya venció, es posible que el mismo sea extendido. En el caso del BROU, para atender el endeudamiento de algún subsector en particular (ejemplo: lechería) y en los casos de los bancos suspendidos, para todos los deudores de esas instituciones. Asimismo, según trascendió, en el BROU ya se han realizado las primeras operaciones de cancelación de deudas con certificados de depósito reprogramados (CDR). Como es sabido, la ley de Fortalecimiento del Sistema Bancario de agosto de 2002 dispuso la reprogramación a tres años de los depósitos a plazo fijo realizados en el BROU y el Banco Hipotecario y estableció que para documentar esa operación podrían emitirse CDR. Por ahora se habrían efectuado operaciones con deudores del banco que a la vez son depositantes, pero cabe esperar que a la brevedad se conforme un mercado secundario en el que se negocien los CDR, lo que abriría paso a una nueva forma de cancelación con quitas.¹⁰

3. LA EVOLUCIÓN RECIENTE DEL FINANCIAMIENTO SECTORIAL

En este cuadro de elevado endeudamiento sectorial y dificultades para el cumplimiento de las obligaciones anteriores, aun antes de la eclosión de la crisis bancaria en 2002, se observaron crecientes dificultades para el acceso de las empresas del sector al nuevo financiamiento bancario. Ejemplos de ello fueron el virtual retiro de la banca privada del crédito sectorial y la reducción del financiamiento del BROU. En el caso de los cultivos agrícolas

⁹ Los bancos quedan obligados a aumentar su patrimonio cuando la diferencia entre el valor nominal de los bonos y el valor de mercado aceptados en el marco de la operativa de cancelación de deudas con títulos supera el 2% del total de los créditos vigentes.

¹⁰ En este caso la quita derivaría de la diferencia entre el valor nominal de los CDR (valor que el BROU les reconoce a los efectos de cancelar deudas) y su cotización en el mercado secundario.

correspondientes a la zafra 2001/2002 los productores debieron recurrir a fuentes de financiamiento alternativas (autofinanciamiento, crédito de proveedores, etc.). Adicionalmente, industrias que tradicionalmente financiaban la mayor parte de los costos necesarios para la implantación de los cultivos (como las malterías) modificaron sus estrategias comerciales y pasaron a proveer un financiamiento mínimo (semillas).¹¹

Sobre este escenario de por sí complicado, operaron en 2002 dos cambios de signo opuesto. Por una parte, la aguda crisis de liquidez del sistema bancario (en los primeros siete meses del año los depósitos en los bancos se redujeron casi a la mitad, en el marco de una corrida sin precedentes por su persistencia y magnitud), determinó una pronunciada contracción del crédito que golpeó a la economía en su conjunto. El sector agropecuario sufrió especialmente esa restricción por dos causas fundamentales: por su “mala reputación” como sujeto de crédito, consecuencia a su vez de los sucesivos incumplimientos y refinanciaciones, y porque los bancos más golpeados por la crisis fueron los que poseen más vocación por prestar al sector agropecuario (ante todo el BROU, y entre las instituciones suspendidas, los bancos Comercial, Crédito y Caja Obrera).

Por otra parte, la pronunciada devaluación de la moneda nacional, el aumento de los precios internacionales de buena parte de las materias primas agrícolas y el gradual reingreso de las carnes uruguayas al circuito no aftósico, determinaron una significativa mejora de la rentabilidad (presente y esperada) de las principales actividades agropecuarias. De modo tal que en la actualidad las empresas del sector enfrentan una situación paradójica: padecen una aguda restricción de financiamiento, en circunstancias en que, dada la mejora de la rentabilidad, necesitan incrementar el capital de giro y en algunos casos la inversión en activos fijos para aprovechar las oportunidades que se abren en la producción exportable.

En la coyuntura el gobierno ha impulsado acciones tendientes a paliar la aguda restricción financiera que padece el sector agropecuario. Por un lado, otorgó financiamiento fondeado en líneas de crédito de organismos financieros internacionales y, por otro lado, puso en marcha complejas operativas crediticias para financiar parcialmente algunos cultivos agrícolas. Ejemplo de lo primero ha sido la operativa del Programa Global Multisectorial III del Banco Interamericano de Desarrollo que proveyó recursos por hasta 90 millones de dólares en 2002, a través de varios bancos de plaza, incluido el BROU. Esta operativa tuvo, sin embargo limitados efectos sobre el sector agropecuario, pues estuvo orientada a financiar proyectos previamente seleccionados, por lo general de mediano y largo plazo, abarcó a todos los

¹¹ Este fue el proceder de la empresa líder que reúne ¾ de la producción del subsector.

sectores productivos y requirió que los tomadores del crédito tuvieran buenas calificaciones de crédito (categorías 1 o 2).

La segunda línea de acción fue desplegada por el BROU y se orientó a financiar parcialmente los cultivos de cebada, de verano y de arroz de la zafra 2002/2003. A esos efectos se llevó a cabo una compleja operativa que involucró a los exportadores o industriales (malterías, molinos, centrales cooperativas, etc.), a los productores y a los proveedores de insumos. Esa operativa financiera requirió la prenda de los cultivos, la realización de contratos de entrega de la producción (que, en forma transitoria, el BCU aceptó como garantía computable), la contratación de seguros climáticos ¹² y la cesión de los derechos a favor del acreedor (el propio banco y/o el proveedor, cuando correspondiera). Por último, esas operativas permitieron financiar sólo parte de los costos de implantación de los cultivos (65 U\$S/ha. en la cebada, 45 U\$S/ha. en los cultivos de verano y 325 US\$/ha en el arroz). Por lo demás, las restricciones financieras y las dificultades operativas determinaron que, salvo en el caso de la cebada en el que la cobertura fue mayor, el área financiada fuera sólo parte del total (en los cultivos de verano se habrían financiado 50.000 has. de un total de 130.000 has. y en el arroz 60.000 has. de un total de 100.000 has.).

Otra iniciativa oficial puesta en marcha recientemente es la del Fondo para el Financiamiento de la Actividad Lechera (FFAL) impulsado por el MGAP. Dicho Fondo, que es analizado en detalle en otro artículo de este Anuario, establece un mecanismo que permite "securitizar" ¹³ el flujo de fondos originado en la retención que por parte de la industria de un monto fijo por litro de leche fluida comercializado en plaza (0,84 pesos por litro). La securitización de ese flujo de fondos durante los próximos 5 ó 6 años permitirá emitir títulos por un monto de aproximadamente 25 millones de dólares que se colocarán en el mercado de valores y que, presumiblemente, serán adquiridos por las AFAP's. Los recursos así reunidos se volcarán a los productores a prorrata de la remisión de leche realizada en el año terminado en junio de 2002 y se destinarán a dos fines: hasta 60% para la cancelación de las deudas de los productores con el BROU (si correspondiera) y hasta 40% para reconstituir el capital de trabajo de los tambos.

4. SITUACIÓN ACTUAL Y PERSPECTIVAS DEL FINANCIAMIENTO SECTORIAL

¹² Se trata de seguros sobre granizo y adicionales. Estos últimos son: exceso de lluvias, vientos intensos y heladas.

¹³ La securitización es un mecanismo financiero que permite emitir títulos-valores respaldados en activos subyacentes de mejor calidad. Estos activos subyacentes pueden ser otros activos financieros (por ejemplo: créditos hipotecarios) y/o flujos de ingresos futuros (cuentas a cobrar o ingresos por ventas, etc.).

4.1 El futuro del financiamiento bancario

A mediano y largo plazo el crédito bancario al sector privado se recuperará en la medida en que se restablezca la confianza de los depositantes en los bancos y ello permita una mejoría de la capacidad prestable del sistema bancario. La evolución reciente de los depósitos bancarios que, luego de caer verticalmente en los primeros nueve meses del año, se recuperaron levemente en octubre (44 millones de dólares) y noviembre (aproximadamente 100 millones de dólares), permite abrigar esperanzas de que con el correr del tiempo se producirá un incremento de los depósitos que abriría paso a la recuperación del crédito. Sin embargo, la lectura de esas cifras también sugiere que la misma será lenta.

A su vez, el restablecimiento del crédito bancario al sector agropecuario dependerá en grado sumo de la recuperación de la confianza de los depositantes en el BROU (que habría sido afectada por la reprogramación de los depósitos) y de la forma en que se resuelva la situación de los bancos suspendidos. En relación a eso último, una exitosa reapertura de los bancos de Crédito y Comercial, de fuerte presencia en el interior del país, podría contribuir decisivamente al restablecimiento del crédito al sector. Por último, también será preciso que mejore la capacidad de pago y la “reputación” del sector como sujeto de crédito.

Por otra parte, cabe esperar que, en línea con lo observado en el pasado reciente, el nuevo financiamiento bancario se otorgue crecientemente en el marco de operativas que involucren a los distintos eslabones de la cadena productiva (productores, proveedores de insumos e industriales-exportadores) y demande la existencia de contratos (de entrega de la producción y/o de exportación), de garantías prendarias y de distinto tipo de seguros (climáticos, de rendimiento mínimo y de crédito de exportación).

4.2 Nuevas formas de financiamiento no bancario

Como se comentó, el sector agropecuario presenta oportunidades de negocios rentables, asociadas a la mejora de la competitividad cambiaria y/o de los precios internacionales. En estas condiciones, espontáneamente y sin que medien mecanismos institucionales estandarizados, se ha verificado cierta afluencia de recursos líquidos desde fuera del sector hacia actividades agropecuarias. Esa afluencia se realizó principalmente a través de relaciones personales y tuvo como destino principal las “sociedades de capitalización” que operan en la ganadería vacuna.

Por lo demás, en la actualidad existen elementos que permiten ver con optimismo la posibilidad de desarrollar algunas formas de financiamiento directo (no intermediado por el sistema bancario). Entre ellas destacan:

- La existencia de una importante masa de recursos líquidos atesorados en los hogares o en cajas de seguridad por los ahorristas que temieron al “corralito” y retiraron sus depósitos del sistema bancario (el ministro Atchugarry la estimó en 1.000 millones de dólares y estimaciones privadas creen que puede ser mayor).
- La existencia de una importante masa de recursos líquidos en las AFAP's que no encuentran oportunidades de colocación rentable en el sector privado. Téngase en cuenta que el Fondo de Ahorro Previsional (FAP) reúne recursos por un total de 850 millones de dólares y, de acuerdo a lo que establece la ley, hasta un 20% del mismo puede constituirse en “valores representativos de inversiones en sectores productivos” y hasta un 25% del mismo en “valores emitidos por empresas públicas y privadas que coticen en un mercado formal”. Como a la fecha las AFAP's sólo tienen una parte insignificante de su portafolio en ese tipo de instrumentos, cuentan con amplio margen de maniobra para ampliar esas inversiones.

En estas condiciones, el Estado y el sector privado deben procurar generar reglas del juego, instituciones e instrumentos financieros que estimulen la canalización directa del ahorro de las familias y las AFAP's a los emprendimientos rentables y seguros del sector agropecuario. Este aspecto de la seguridad resulta clave a la luz de los reiterados incumplimientos que se verificaron en los últimos años por parte de los emisores de Obligaciones Negociables.

Alternativas posibles:

- Fondos de Inversión Abiertos (la cantidad de cuota-partes es variable) y Fondos de Inversión Cerrados (la cantidad de cuota-partes es fija). Ambos tipos de Fondos invierten en títulos valores representativos de inversiones productivas o financieras. (La constitución de esos Fondos abriría un amplio campo de acción para la securitización de activos y/o flujos de fondos);
- Fondos de Inversión Cerrados de Capital de Riesgo (pueden constituirse para llevar a cabo determinadas inversiones directas en el ámbito agrícola o ganadero);

- Fondos de Tierras (reúnen recursos para aplicarlos en la compra de tierras que se explotan con una gestión común o se arriendan vía *leasing* o bajo otra modalidad);¹⁴
- Fideicomisos (administran un patrimonio otorgando plenas garantías a todas las partes involucradas);
- Sociedades Anónimas con acciones al portador (habilitadas desde 2000 a poseer tierras);
- "Sociedades de Almacenaje" emisoras de warrants o certificados de depósitos, etc.

Tareas para el gobierno:

- Impulsar leyes que habiliten las nuevas operativas. Ejemplo: proyectos de ley de Warrants (que genera condiciones más adecuadas que las existentes para la operación con certificados de depósito y warrants) y proyecto ley de Fideicomisos (que habilita la incorporación de esta figura jurídica hoy inexistente), proyectos ambos que se encuentran a consideración del Parlamento.
- Proveer información sobre rendimientos y precios internacionales y regionales de los insumos y productos, de modo de dar transparencia al mercado y estimular así a los posibles inversores.
- Impulsar la adopción de seguros climáticos que reduzcan los riesgos de las inversiones agropecuarias. Antecedente: experiencia del sector granjero, en la que el Estado otorgó un subsidio parcial de la prima del seguro climático y, además, fomentó la contratación del seguro, al considerarlo un prerrequisito para acceder a los beneficios del Fondo de Emergencia por Catástrofes Climáticas de reciente creación. En la agricultura extensiva el gobierno tiene la voluntad de impulsar seguros que garanticen la obtención de un rendimiento mínimo, al cubrir los daños que afectan los rendimientos y la calidad del producto obtenido.¹⁵

Tareas para el sector privado:

Los agentes de los mercados financieros (corredores de Bolsa, AFAP's, Fondos de Inversión, etc.) y del propio sector agropecuario (escritorios rurales, gremiales de productores, cooperativas, etc.) deben impulsar el desarrollo de las instituciones e instrumentos que habiliten el financiamiento directo. En particular, mediante la constitución de Fondos de Inversión Agrícolas y Ganaderos, la identificación de vacíos legales u obstáculos tributarios, la selección de proyectos de inversión, quizás mediante la

¹⁴ En OPYPA se llevaron a cabo estudios tendientes a identificar las posibilidades de desarrollo de un instrumento de este tipo en Uruguay. Véase al respecto el documento de F. Lorenzo y B. Lanzilotta: "Precio de la tierra y creación de un Fondo Inmobiliario de Tierras en Uruguay". Montevideo, marzo de 2002.

¹⁵ Estos seguros cubren los daños que superen un determinado umbral de pérdidas respecto al rendimiento esperado. Ejemplo: se cubren las pérdidas mayores a 30% del rendimiento esperado.

creación de una institución “intermedia” que ubique y elija proyectos pasibles de ser puestos en marcha.

En resumen, luego de una fase acelerado endeudamiento que se extendió durante buena parte de los años noventa, el sector agropecuario alcanzó a fines de la década pasada un alto *ratio* deuda bancaria/PBI. En los últimos años, la caída de la rentabilidad sectorial y el peso del endeudamiento, derivaron en serias dificultades para el servicio de las obligaciones financieras. Las sucesivas refinanciaciones que otorgó el BROU otorgaron tiempo a los deudores, a la espera de una mejora en las condiciones de los mercados; mientras el sector atravesaba serias dificultades para financiar su actividad corriente. Con la profundización de la crisis bancaria en agosto de 2002 esa restricción financiera se agudizó. En parte ello derivó de que los bancos más golpeados por la crisis eran los mayores financiadores del sector. Paralelamente, la modificación de los precios relativos, la mejora de los precios internacionales y la gradual recuperación de los mercados no aftósicos determinaron una sensible mejora en la rentabilidad y en las expectativas respecto al futuro de las principales actividades del sector. En las actuales condiciones, el sector agropecuario debe sortear las restricciones financieras existentes para aprovechar las oportunidades que se abren en materia de producción exportable. Así las cosas, resulta imperioso impulsar nuevas formas de financiamiento bancario que, al reducir el riesgo de la concesión de créditos al sector, estimulen el restablecimiento del crédito. Asimismo, en el entendido de que la recuperación del crédito bancario será un proceso lento, parece pertinente impulsar formas de financiamiento no bancario del sector agropecuario. Para ello el Estado y el sector privado deben procurar el desarrollo de los instrumentos e instituciones que habiliten la canalización directa de recursos de ahorro al financiamiento de las actividades agropecuarias.