

Josep M. Vilarrúbia Tàpia*

CRISIS Y RECUPERACIÓN DEL COMERCIO INTERNACIONAL: EL PAPEL DE LA FINANCIACIÓN AL COMERCIO

Este trabajo analiza el comportamiento de la financiación al comercio durante la crisis global que se inició en 2007. Entre el último trimestre de 2008 y el primero de 2009, el comercio internacional experimentó una histórica contracción atribuible, en gran medida, a la notable caída de la actividad. Sin embargo, el origen financiero de la crisis también afectó al mercado de financiación al comercio internacional, que experimentó una disminución en sus volúmenes y un aumento de su precio. Diversos estudios sugieren que el debilitamiento de este mercado afectó negativamente los flujos comerciales, especialmente en los países emergentes. Así, la decisiva respuesta de las autoridades ante la crisis también se dejó sentir en este mercado, destacando el compromiso del G-20 de aportar hasta 250.000 millones de dólares, y el papel jugado por los bancos multilaterales de desarrollo en la promoción de la actividad exportadora en sus respectivas regiones. Estas iniciativas, junto a la mejora de la situación económica a lo largo de 2009, han favorecido que el comercio internacional se haya recuperado de forma notable. En adelante, el mayor protagonismo adquirido por las entidades de los países emergentes, en sus mercados domésticos de financiación al comercio, puede contribuir a un mayor desarrollo de los mercados financieros domésticos en estos países. Ello tendría implicaciones tanto para los flujos internacionales de capital como para los mercados de divisas.

Palabras clave: comercio internacional, crisis financiera, financiación al comercio.

Clasificación JEL: F13, F32, F36.

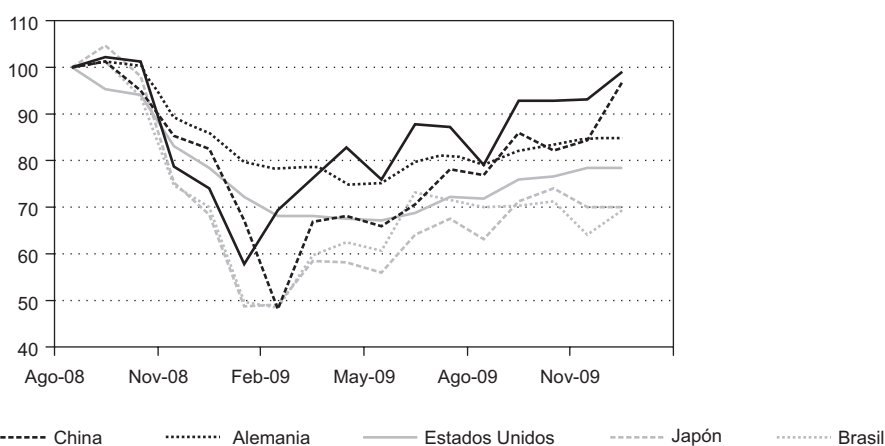
1. Introducción

La mayor crisis global desde el final de la Segunda Guerra Mundial ha provocado importantes caídas en el nivel de actividad en todos los países. Éstas, a su vez, se han traducido en caídas nominales del comercio in-

* Departamento de Macroeconomía, Renta Fija y Divisas, Banco Sabadell.

El autor agradece los comentarios realizados a versiones previas de este documento por Sergi Martrat Salvat, Sofia Rodríguez Rico y Andreu Vilà Vegas.

GRÁFICO 1
CAÍDA DEL COMERCIO INTERNACIONAL: EXPORTACIONES EN ALGUNOS PAÍSES
 (Datos mensuales. Índice: agosto de 2008 = 100)



FUENTE: Elaboración propia.

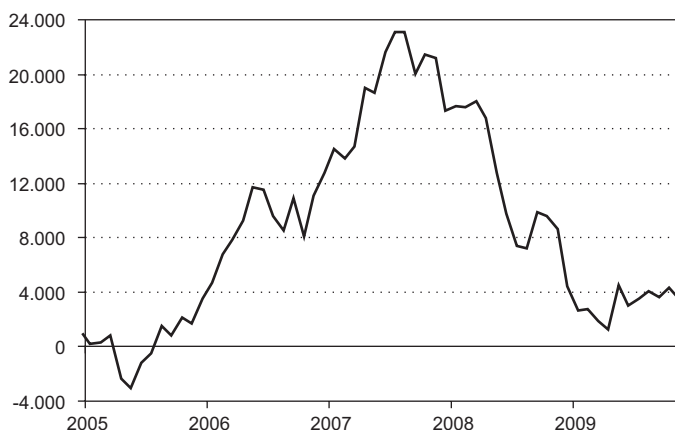
ternacional cercanas, en algunos casos, al 50 por 100 entre el último trimestre de 2008 y el primero de 2009. A pesar de que los volúmenes de comercio internacional se han recuperado desde entonces, en la mayoría de casos no han alcanzado, aún, los niveles anteriores a la crisis.

En relación con la experiencia histórica, la contracción del comercio internacional en esta crisis ha sido mucho más acusada que la registrada en episodios anteriores, como, por ejemplo, la crisis de principios de los años ochenta. Así, en términos anuales, el Fondo Monetario Internacional (FMI) estima que, en 2009, la caída del comercio de bienes y servicios a nivel global fue cercana al 12 por 100 en términos reales. La presente crisis, al contrario que otros episodios anteriores, ha tenido su origen en los países desarrollados por lo que éstos también han sido los más afectados por esta situación del comercio internacional. Así, el FMI estima que estos países experimentaron una contracción anual cercana al 14 por 100 en sus volúmenes de exportaciones

e importaciones a lo largo de 2009. De cara a 2010, el organismo prevé una recuperación lenta para el comercio internacional, para el que pronostica una tasa de crecimiento alrededor del 2,5 por 100, muy por debajo de las tasas registradas en los años anteriores a la crisis, más cercanas al 7 por 100 y 8 por 100 (Gráfico 1).

Desde círculos académicos e institucionales se han propuesto diversas explicaciones sobre la caída del comercio internacional: la contracción de la actividad, el aumento del proteccionismo, la falta de financiación para el comercio, entre otras. Hasta hace poco la escasez de datos concretos había dificultado el estudio del papel que la financiación al comercio tenía sobre éste. Sin embargo, esta crisis ha abierto el interés por este canal de transmisión permitiendo la obtención de nuevos datos, aún cuando muchos se basen en encuestas de participantes en el mercado y otra evidencia indirecta. Una excepción es Brasil, que es uno de los pocos países que proporciona información detallada acerca de la financiación al comercio en sus datos de balanza de

GRÁFICO 2
FINANCIACIÓN NETA AL COMERCIO INTERNACIONAL EN BRASIL
(En millones de dólares)



NOTA: El dato corresponde a la media móvil de 12 meses. Obtenido de la página web del Banco Central de Brasil en diciembre de 2009.
FUENTE: Elaboración propia.

pagos. Estos datos permiten observar la evolución de la financiación neta al comercio, extendida a Brasil, y constatar la importante contracción que ésta experimentó a partir de la segunda mitad de 2007, tal como muestra el Gráfico 2.

El papel de la financiación en la contracción del comercio internacional y su comportamiento en la actual crisis son el objeto del resto de este artículo. El próximo apartado describe las principales características de la financiación al comercio y de los instrumentos financieros utilizados. A continuación, el tercer apartado investiga la contracción del comercio internacional en la actual crisis sugiriendo las alternativas posibles, mientras que el cuarto apartado expande la importancia del canal de la financiación al comercio. Posteriormente, la nota describe los sucesos en el mercado de financiación al comercio internacional durante la crisis y las medidas adoptadas por las distintas autoridades. Finalmente, se presentan las conclusiones y las perspectivas.

2. Características de la financiación al comercio: importancia para la actividad comercial

Los instrumentos de financiación al comercio internacional tienen, en general, un perfil de riesgo reducido comparado con otros productos financieros. Así, en general, los instrumentos utilizados son de tipo fijo, a corto plazo, sin renovación automática y con liquidación en efectivo en el momento de su vencimiento. Según una encuesta de la Cámara de Comercio Internacional (CCI), los principales bancos participantes en este mercado han experimentado, en las últimas décadas, una proporción muy reducida de pérdidas asociadas con instrumentos de financiación al comercio. Adicionalmente, incluso en tiempos de estrés, los bancos han priorizado tradicionalmente el repago de los instrumentos de financiación al comercio en el momento de su vencimiento. Estas características hacen que la caída experimentada por la financiación al comercio, durante

esta crisis, resulte aún más sorprendente, y da una idea del gran daño impartido por la crisis en los mercados financieros.

La financiación al comercio internacional resulta especialmente importante en los países emergentes con mercados financieros menos desarrollados y donde las cartas de crédito y su descuento mediante *forfaiting*¹ suponen una parte importante del crédito en la economía y del balance de los bancos y del sistema financiero.

Pasando a los instrumentos que se utilizan en el mercado de financiación al comercio, una de las formas más habituales de provisión de financiación es la carta de crédito (*letter of credit*). En una transacción comercial internacional, la carta de crédito es emitida por la entidad financiera del importador quien promete el pago de forma abstracta, documentaria e irrevocable contra la presentación, por parte del exportador, de unos documentos que acreditan la expedición de la mercancía y el cumplimiento de las condiciones del contrato referentes a entrega y mercancía. Dicha promesa puede ser, a su vez, asumida de forma propia por el banco de la empresa exportadora, en cuyo caso dicho banco estaría confirmando el crédito documentario. En función de la relación del exportador con su entidad financiera, ésta puede ofrecer el descuento de la misma. Así, en algunos casos, los fondos de la carta de crédito pueden ser utilizados por el exportador para producir los bienes a ser enviados (*production financing*)². En los últimos años, la modalidad de financiación basada en *open account*, en la que el pago se produce una vez el importador ha recibido y verificado los bienes, había ido ganando importancia gracias a sus menores costes administrativos. No obstante, existe evidencia de

que, con la llegada de la crisis, la carta de crédito ha recuperado su protagonismo en este mercado.

La implementación de Basilea II ha impactado negativamente el mercado de financiación al comercio al provocar un aumento de los costes en términos de capital en sus participantes, especialmente en los países emergentes. Concretamente, Basilea II impone un factor de conversión de riesgo para las cartas de crédito no renovables colateralizadas por los bienes enviados de un 20 por 100 aplicable tanto al banco emisor (el del importador) como al confirmador (el del exportador). Adicionalmente se aplica otro factor de conversión que depende del país de contrapartida, que varía desde el 0 por 100 para los países de la OCDE hasta el 150 por 100 en algunos países emergentes³. Diversos aspectos relativos a la implementación de Basilea II han sido de particular preocupación para este mercado. En primer lugar, el mínimo de vencimiento de un año, que se impone en el cálculo de los requisitos de capital, provoca un aumento de los costes para los instrumentos de financiación al comercio, cuyo vencimiento es notablemente inferior (180 días o menos). En segundo lugar, la escasez de datos respecto al mercado de financiación al comercio, provocada, en parte, por el bajo nivel de impagos que se registra en este mercado, hace que no se cumplan los requisitos mínimos necesarios para el cálculo de la probabilidad de impago, la exposición en caso de impago y las pérdidas en caso de impago⁴. Así, la falta de datos hace que el regulador sea el encargado de estimar estos valores y la elevada incertidumbre dificulta el cálculo de los requisitos de capital. Finalmente, algunos bancos

¹ El *forfaiting* consiste en la compra al descuento y sin recurso contra el vendedor/cedente, de instrumentos financieros representativos de operaciones comerciales girados contra un comprador y con pago diferido, tanto de nacional como de internacional.

² Una parte muy importante de la financiación al comercio internacional se da en la financiación a la producción (*pre-shipping financing*), a la continuidad del negocio hasta la recepción del pago (*post-shipping financing*) o el crédito a los compradores (*buyer's credit*) más asociados a créditos entre empresas no necesariamente financieras.

³ Los países son clasificados por las agencias de crédito a la exportación de los países de la OCDE, y se les asigna un *risk score* que varía entre 1 (para los más seguros) y 7 (para los menos seguros). El factor de crédito es del 0 por 100 para los países con un *risk score* de 1; del 20 por 100 para los de 2; del 50 por 100 para los de 3; del 100 por 100 para aquéllos entre el 4 y el 6; y del 150 por 100 para aquéllos con un *risk score* de 7.

⁴ Los requisitos mínimos son de cinco años para el cálculo de la probabilidad de impago, siete para el cálculo de las pérdidas en caso de impago y también siete años en el caso de datos sobre volúmenes de exposición para el cálculo de la exposición en caso de impago.

con una ponderación por riesgo de cero bajo Basilea I al ser considerados entidades soberanas (como por ejemplo el Ex-Im Bank de Estados Unidos) no tienen esta calificación bajo Basilea II, lo que aumenta notablemente los requisitos de capital asociados con productos emitidos o garantizados por estas entidades.

La crisis llevó a un importante aumento de la aversión al riesgo que hizo que las entidades financieras buscaran aumentar y conservar su capital provocando un desplazamiento hacia activos más seguros, un aumento de las primas de riesgo en todos los mercados financieros y prácticamente el cierre de algunos de ellos. La financiación al comercio no fue, en este contexto, una excepción. Adicionalmente, sus características regulatorias, que hacen que requiera un volumen de capital relativamente elevado dado su perfil de riesgo, perjudicaron de forma diferencial a este mercado, contribuyendo a la contracción del comercio internacional.

3. Impacto de la crisis y razones detrás de la contracción del comercio

El origen financiero de la crisis, tal como se ha detallado, contribuyó a la caída del comercio internacional. Este apartado pretende analizar la magnitud de la caída del comercio y la contribución de los distintos factores que podrían estar detrás de esta contracción.

En la actual crisis, la contracción del comercio internacional se ha basado tanto en la notable caída de la producción industrial ante las restricciones de crédito enfrentadas por las empresas, como en la reducción del gasto por parte de los consumidores ante el deterioro del mercado laboral y la caída de su riqueza, todo ello en un contexto de mayor incertidumbre. Mientras que la contracción del comercio se inició, en algunos países, con el inicio de las turbulencias financieras a mediados de 2007, la caída fue dramática y generalizada desde el cuarto trimestre de 2008, a raíz de la profundización de la crisis tras la quiebra de Lehman Brothers. Sin embargo, tal como demuestran Chinn (2009) y Levchenko, Lewis y Tesar (2009), la contracción en el volumen de co-

mercio internacional ha sido notablemente superior a la que podría ser explicada por un modelo empírico de gravedad que tenga en cuenta la evolución de la oferta, la demanda y los precios relativos.

En los últimos trimestres, se ha generado un importante volumen de literatura que pretende explicar los motivos de esta anomalía más allá de una primera explicación basada en los efectos puramente mecánicos. Entre éstos es importante tener en cuenta el hecho que el comercio internacional contiene una proporción más elevada de producción manufacturera que el PIB y que, dada la mayor contracción del sector manufacturero, esto genera, automáticamente, una mayor contracción en el volumen de comercio internacional que en la actividad, medida ésta con el PIB. Pero es importante notar que la contracción del comercio internacional siguió siendo anormalmente severa, incluso si se toma como referencia la producción industrial, en vez del PIB, como medida de comparación.

Una segunda explicación se basa en la mayor integración global de los procesos productivos que en el pasado. Este hecho, unido a que el comercio internacional se mide en valores brutos mientras que el PIB se mide en valor añadido, hace que, para una caída dada de la actividad, la caída del comercio internacional sea mayor cuanto mayor sea la dispersión geográfica de la cadena de producción. La mayor integración de los procesos productivos, con importantes dependencias financieras entre filiales y matrices en países distintos, también ha favorecido la transmisión internacional de la crisis entre economías. En este sentido, Menichini (2009) demuestra que los vínculos establecidos entre empresas podrían colaborar a transmitir los *shocks* entre países.

En tercer lugar, una acumulación excesiva de inventarios en los trimestres anteriores a la crisis podría haber provocado una parte de la caída de las importaciones en algunos países. Los datos de acumulación de inventarios de Estados Unidos muestran que, efectivamente, en los trimestres anteriores a la crisis se produjo, en ese país, una acumulación de inventarios por encima de la media. No obstante, la contracción experimentada por

las importaciones no petroleras es mucho mayor que la que podría venir explicada por este aumento de los inventarios. Ello sugiere que este factor sólo puede explicar una parte relativamente pequeña de la caída de las importaciones en ese país.

Por otro lado, la adopción de medidas de proteccionismo comercial, más común de lo deseable en tiempos de crisis, tampoco parece haber jugado, aún, un papel determinante en la reducción de los volúmenes de comercio. A pesar del gran número de disputas anunciadas⁵ y reclamaciones presentadas ante la Organización Mundial del Comercio (OMC), los volúmenes de comercio internacional sujetos a éstas son, por el momento, reducidos. Tal como indica Steinberg (2009), el sistema multilateral de comercio está funcionando correctamente en la contención de las presiones proteccionistas, aunque con algunas salvedades. En primer lugar, algunos aranceles, que habían sido reducidos hasta niveles inferiores a sus máximos autorizados bajo los compromisos de la OMC, han sido aumentados hasta niveles todavía por debajo del umbral. En segundo lugar, algunos países, especialmente los emergentes, han efectuado un uso importante de las llamadas salvaguardas que permiten la imposición temporal de aranceles ante un aumento de importaciones⁶. El uso de estas salvaguardas no debe ser interpretado negativamente sino todo lo contrario, ya que están siendo utilizadas con el fin para el que fueron diseñadas: permitir a los países proteger temporalmente su mercado doméstico ante un *shock* negativo sin tener que violar los acuerdos adoptados en el marco de la OMC.

El proteccionismo comercial se ha mantenido contenido en la actual crisis, a pesar de que los países del G-20

hayan consistentemente roto sus promesas, realizadas en cada cumbre, de combatir el proteccionismo. En este sentido, la recuperación económica es la mejor noticia para aliviar las tensiones comerciales, y también implica que el principal riesgo se encuentra en una extensión temporal de la crisis.

En este contexto, es necesario notar el resurgir de un nuevo tipo de proteccionismo, el proteccionismo financiero. Éste se ha plasmado en la inclusión, en gran parte de los programas de ayuda y estímulo públicos, de cláusulas que favorecen a empresas y el mercado doméstico. En este sentido, el más notable ha sido la cláusula *Buy American*, que se incluyó en el programa de estímulo fiscal aprobado por Estados Unidos en 2008. Esta cláusula otorgaba preferencia a los proveedores domésticos en las compras públicas relacionados con el programa de estímulo económico. No obstante, las quejas de varios países ante su posible ilegalidad, en el marco del convenio multilateral de compras públicas de la OMC, provocaron que se suavizara el lenguaje de la propuesta final para que ésta se adaptara a la legalidad internacional. En respuesta a esta medida, diversos países, entre los que destacan China y Canadá, adoptaron cláusulas similares en sus paquetes de estímulo. Así, el proteccionismo financiero también se ha dejado sentir en los paquetes de ayuda y rescate al sector bancario, algunos de los cuales incluían compromisos para fomentar el crédito a empresas domésticas, aunque esto fuera a costa de reducir el crédito a los sectores no residentes.

Tal como ya se ha anticipado, una quinta explicación, tras la caída del comercio internacional, se basa en el origen financiero de la crisis y tiene que ver con la importancia que el sector financiero tiene para éste, a través de la provisión de financiación. Se estima que entre el 80 por 100 y el 90 por 100 de las transacciones comerciales internacionales requieren algún tipo de crédito, seguro o garantía, extendidas en la mayoría de casos por el sistema financiero. Diferentes encuestas realizadas por la Bankers Association for Finance and Trade (BAFT) y el Fondo Monetario Internacional (FMI) sugieren que, desde el prin-

⁵ Quizá la más destacada ha sido la disputa entre Estados Unidos y China por la imposición de un arancel por parte del primero a las importaciones de neumáticos procedentes del país asiático. A este anuncio han seguido otros, aunque los volúmenes de comercio afectados han sido, en todos los casos, muy reducidos.

⁶ La implementación de estas salvaguardas suele ir acompañada de la formulación de una denuncia ante la Organización Mundial del Comercio por posible *dumping* (venta por debajo de coste).

cipio de las turbulencias financieras, se produjo un retroceso generalizado en el volumen de financiación al comercio. Éste se tradujo en una reducción en el número de transacciones no colateralizadas (*open account*) y en una caída en la emisión y aceptación de cartas de crédito (una de las formas más habituales de provisión de crédito al comercio)⁷. A lo largo de 2008, el deterioro de los mercados financieros afectó a los países emergentes, cuyos bancos ya experimentaban, en el tercer trimestre de 2008, una contracción en la provisión de financiación al comercio cercana al 6 por 100 anual. Según una actualización de dicha encuesta, el volumen de financiación continuó cayendo a lo largo de 2008 y hasta el primer trimestre de 2009, y la caída fue especialmente importante en los países emergentes y, en particular, en la región de Asia-Pacífico.

En resumen, la caída de la actividad, unida a los factores puramente mecánicos, parece estar detrás de la mayor parte de la contracción del comercio en la actual coyuntura. Sin embargo, existe evidencia que las otras hipótesis (contracción de la financiación, acumulación de inventarios, etcétera) también pueden resultar significativas para entender la evolución del comercio internacional durante la crisis. En los próximos apartados se analiza la importancia que el canal de la financiación al comercio tiene sobre la actividad comercial y su comportamiento en esta crisis a tenor de la evidencia disponible.

4. El canal de la financiación al comercio

Desafortunadamente existe reducida evidencia de la importancia relativa de la financiación al comercio para el volumen de comercio. Ello es atribuible, en parte, al buen funcionamiento del mercado, pero también a la escasez de datos y la dificultad de obtenerlos⁸, lo que

hace muy difícil su estudio sistemático. Por ello, los principales estudios se han basado, hasta hace poco, en evidencia indirecta o circunstancial. En este sentido, la crisis financiera que afectó especialmente a los países del sureste asiático entre 1997 y 1998 permitió la constatación del funcionamiento del canal de la financiación al comercio sobre éste.

Durante la crisis financiera asiática⁹, el colapso del sistema financiero en los países del sureste asiático provocó una caída drástica de la financiación al comercio internacional. En la medida que los bancos domésticos no podían proporcionar financiación a las empresas exportadoras, se limitó la contribución que el sector exterior habría podido realizar al proceso de recuperación. Adicionalmente, las dificultades enfrentadas por los importadores, unidas al elevado contenido en productos importados de las exportaciones (por la existencia de importantes cadenas de producción integradas en la región), tuvieron un segundo efecto contractivo sobre las exportaciones. Por todo ello, durante la crisis asiática el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y el Banco Asiático de Desarrollo (BAD) ofrecieron garantías sobre cartas de crédito a bancos de ambas regiones, y las agencias de crédito a la exportación de algunos países desarrollados también proveyeron crédito en el comercio bilateral con esos países.

El estudio más relevante para entender el funcionamiento del canal de la financiación al comercio sobre éste es el de Amiti y Weinstein (2009). El uso de datos macroeconómicos permite a estos autores identificar al banco que provee financiación a cada empresa. Así, encuentran que las exportaciones se ven perjudicadas en mayor medida que las ventas domésticas por los posibles problemas de solvencia del banco de la empresa exportadora. De este modo, el efecto negativo de la crisis financiera asiática es responsable, según los cálculos de estos autores, de (como mínimo) una tercera par-

⁷ En este mismo contexto, es importante tener en cuenta que el notable incremento en el precio de las materias primas entre 2005 y 2008 motivó, además, un aumento de la demanda de financiación.

⁸ La combinación de estos factores motivó que se discontinuaran algunos primeros esfuerzos para la obtención de datos referentes a este mercado.

⁹ Véase AUBOIN (2009a) y OMC (2003) para un análisis más extenso.

te de la caída de las exportaciones japonesas, que fue de un 10,5 por 100 durante ese período.

Por otro lado, en un estudio sobre el impacto de las crisis bancarias sobre las exportaciones, Iacovone y Zavaoka (2009) demuestran que, durante una crisis, aquellos sectores con mayor dependencia de la financiación externa experimentan menores crecimientos que el resto. Este resultado sólo se encuentra cuando la financiación externa es bancaria y no cuando proviene de una empresa o filial del mismo grupo empresarial. Además, este resultado es particularmente significativo en el caso de los sectores que producen bienes duraderos. En la misma línea, el artículo de Brincogne y sus coautores (2009) encuentran que, para las empresas francesas y durante el período de la crisis actual, el racionamiento del crédito ha afectado de forma inusualmente severa a aquellas empresas de sectores especialmente dependientes de la financiación externa. Asimismo, estos autores no encuentran un efecto diferencial ni según el tamaño de la empresa ni según el grado de diferenciación de las mismas, tanto en términos de los destinos geográficos como en la variedad de productos de sus exportaciones.

En resumen, la reciente literatura, utilizando evidencia relativamente indirecta, encuentra que el efecto que la financiación al comercio tiene sobre esta actividad es estadística y económicamente importante. Mientras que Amiti y Weinstein muestran evidencia de la existencia de un canal de transmisión entre la salud del sistema financiero y la evolución de las exportaciones, los otros trabajos confirman que este mecanismo funciona especialmente en aquellos sectores con una elevada dependencia de la financiación externa.

5. Comportamiento de la financiación al comercio en la actual crisis

Este apartado describe la evolución de la situación en el mercado de financiación, utilizando para ello la evidencia más directa disponible, si bien, en numerosas ocasiones, ésta se basa en encuestas realizadas entre los participantes del mercado.

A pesar del relativo buen comportamiento del mercado de financiación al comercio a lo largo del primer período de turbulencias financieras durante la segunda mitad de 2007, ya se observaron los primeros síntomas de tensión. Éstos se materializaron en una mayor dificultad para descontar efectos comerciales relacionados con el comercio internacional. Así, los bancos regionales de desarrollo y la International Finance Corporation (IFC) —el brazo del Banco Mundial más cercano al sector privado— indicaron que habían aumentado las garantías emitidas en relación con operaciones de financiación al comercio internacional.

A lo largo de 2008, el deterioro de la posición de liquidez de las principales entidades financieras, el aumento generalizado de las primas de riesgo y el cierre de los mercados de titulaciones motivaron la congelación de una parte de la nueva financiación al comercio. Al mismo tiempo, la extensión de la crisis financiera a los países emergentes, hasta entonces relativamente aislados, profundizó los problemas para obtener financiación para el comercio internacional. Así, según la primera encuesta conjunta de la BAFT y el FMI, los flujos de financiación al comercio cayeron un 6 por 100 anual entre el tercer trimestre de 2007 y el tercer trimestre de 2008, una caída mucho mayor que la del comercio hasta aquel momento. Un estudio del Banco Mundial (2009) encontró que un 15 por 100 de la caída del comercio a nivel global desde la segunda mitad de 2008 era atribuible a una contracción de la oferta de financiación, mientras que el resto era atribuible a una caída de la actividad y la demanda. Por países, estos estudios encuentran que la caída de la financiación ha jugado un papel más relevante en los países emergentes que en las economías desarrolladas, donde su papel ha sido prácticamente inapreciable. La encuesta de la BAFT y el FMI también mostraba cierto pesimismo sobre las perspectivas en este mercado en el que se esperaba una fuerte contracción en 2009. Según esta misma encuesta y otras estimaciones realizadas por el Banco Mundial, las necesidades no cubiertas en este mercado ascendían a un volumen de entre 100.000 y 300.000 millones de dólares.

Una actualización de esta encuesta, en preparación para la cumbre del G-20 celebrada en Londres en abril de 2009, confirmó que la falta de financiación había sido un factor crucial detrás de la caída del comercio internacional. Así, un 60 por 100 de participantes indicaron que esta falta de financiación al comercio y el aumento de la aversión al riesgo para financiar transacciones internacionales eran un factor detrás de la contracción de los volúmenes de comercio internacional. Asimismo, prácticamente la mitad de los bancos confirmaron un descenso en el valor y el volumen de las cartas de crédito atribuible a la contracción general del crédito y a la intención de las entidades financieras de preservar su capital. Asimismo, se encontró que el coste promedio de emisión de una carta de crédito había pasado de estar de entre 10 y 16 puntos básicos sobre LIBOR, antes de la crisis, a estar entre 250 y 600 puntos básicos a lo largo del primer trimestre de 2009 para cartas emitidas por entidades en países emergentes.

Una encuesta de la Cámara de Comercio Internacional (CCI) sugiere que la estabilización de los mercados financieros durante la primera mitad de 2009 había tenido un impacto favorable sobre el mercado de financiación. Así, un 31 por 100 de entidades indicaban un aumento de la actividad durante la primera mitad de 2009, mientras que un 33 por 100 apuntaban a una contracción. Es importante tener en cuenta que el menor precio de las materias primas durante este período afectó negativamente al valor total de las transacciones, tal como apunta una encuesta realizada entre un grupo de bancos que operan desde Londres. Asimismo, la mayor aversión al riesgo provocó un reequilibrio de la demanda de actividad hacia formas más colateralizadas como la carta de crédito en detrimento de la basada en *open account*. De forma paralela, según dicha encuesta, durante este período también se produjo un aumento de la demanda de financiación que contribuyó a la estabilización del precio de estos instrumentos, si bien en niveles superiores a los registrados a lo largo de 2008. No obstante, una gran mayoría de empresas aún consideraban el coste de la financiación al comercio como aceptable

dado el nivel de seguridad que provee a todos sus participantes. En relación con las perspectivas, la encuesta indica que éstas son especialmente positivas en las economías asiáticas, tanto en relación con la recuperación del comercio como con la de la actividad de financiación.

La evolución del mercado de financiación al comercio ha seguido, a grandes rasgos, la evolución de los mercados financieros en general. Así, la situación empeoró progresivamente desde mediados de 2007 hasta el tercer trimestre de 2008, cuando la quiebra de Lehman Brothers provocó una importante disrupción en el sistema financiero, en general, y en los mercados de financiación al comercio, en particular. A lo largo de 2009, la situación se ha ido recuperando de forma generalizada si bien apoyada, sobre todo, por las autoridades.

6. Respuesta de las autoridades y recuperación del comercio

La respuesta de las autoridades ante la crisis financiera global fue decidida y tuvo un impacto destacado en el mercado de financiación al comercio internacional. Así, uno de los puntos en el comunicado emitido tras la cumbre del G-20, que se celebró en Londres en abril de 2009, fue la constatación de la falta de financiación al comercio y la necesidad de implementar soluciones. Los países asistentes adoptaron el compromiso de aportar hasta 250.000 millones de dólares en dos años a tal efecto. Estos recursos debían ser gestionados a través de los bancos multilaterales de desarrollo y las agencias domésticas de promoción de la inversión y de exportaciones. En el mismo párrafo, el comunicado del G-20 también instaba a los reguladores a flexibilizar, en la medida de lo posible, los requisitos de capital para la financiación al comercio.

Una de las primeras instituciones en implementar una posible solución fue la International Finance Corporation (IFC), que reforzó su facilidad de financiación al comercio global a través de acuerdos de cooperación con ban-

cos privados. Se estima que mediante estos acuerdos y un aumento de sus recursos, la IFC podría llegar a financiar hasta 50.000 millones de dólares en comercio internacional a lo largo de los dos próximos años. Asimismo, desde mediados de 2008, los bancos multilaterales de desarrollo no sólo han, prácticamente, doblado la cantidad que ofrecen a través de sus programas de facilitación del comercio, sino que también han visto cómo aumentaba el número de entidades y países participantes. La encuesta de la Cámara de Comercio Internacional encuentra un grado de satisfacción muy elevado, entre los participantes en el mercado, de los esfuerzos llevados a cabo por los bancos multilaterales. Así, destaca el esfuerzo realizado por el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (BERD), especialmente en relación con los bancos en Europa del Este (incluidos Rusia y Ucrania) y Asia Central. Es importante resaltar que la falta de información que caracteriza el mercado de financiación al comercio internacional también ha lastrado los esfuerzos de estas entidades. Para evitar este problema, el notable aumento de los recursos destinados a estos programas, llevado a cabo por el Banco Interamericano de Desarrollo y el Banco Asiático de Desarrollo, se ha visto igualado por una amplia y eficiente transmisión de la información relevante a los posibles participantes.

Por su parte, las agencias domésticas han centrado sus esfuerzos en la provisión de seguros a la exportación y, en menor medida, de liquidez en la forma de provisión de capital. En general, estas inyecciones de liquidez han ido dirigidas a pequeñas y medianas empresas, que han sido las que, según diversos estudios, han resultado más perjudicadas por el menor acceso a los mercados de financiación. En algunos casos, los países han comprometido un volumen importante de recursos a estos mercados de forma generalizada, como es el caso de Alemania y Japón, mientras que, en otros casos, los esfuerzos se han concentrado en una serie de relaciones bilaterales, como es el caso de Estados Unidos con China y Corea del Sur.

La dificultad para obtener algunas divisas —especialmente el dólar estadounidense— durante algunos episodios de la crisis supuso una dificultad añadida para los participantes en el mercado de financiación al comercio en algunos países. Esto llevó a diversas economías a utilizar sus reservas internacionales para proveer divisas al mercado doméstico a través de acuerdos de recompra. En este sentido, fueron destacables los anuncios de Brasil y Corea del Sur de destinar 70.000 y 10.000 millones de dólares, respectivamente, de sus reservas a este fin. A pesar de anuncios similares por parte de las autoridades monetarias en otros países, es importante resaltar que únicamente aquellos países que disponían de un volumen sustancial de reservas en moneda extranjera pudieron desviar parte de ellas a este fin. En este contexto, resulta destacable el anuncio de un banco estatal chino, China Construction Bank, de proveer financiación al comercio internacional denominada en yuanes. Esta medida, unida a los acuerdos firmados por el Gobierno chino con distintos países miembros de ASEAN, son los primeros pasos para promover el yuan como moneda en los intercambios comerciales internacionales en la región Asia-Pacífico. Resulta asimismo destacable que la necesidad de canalizar los recursos destinados a dar soporte al mercado doméstico de financiación ha llevado a algunos de estos países a crear agencias de crédito a la exportación, de las que no disponían con anterioridad a la crisis, como ha sido el caso de Brasil.

Por su parte, el comunicado del G-20 también pedía a los reguladores nacionales mayor flexibilidad en el trato de la financiación al comercio internacional en términos de los requisitos de capital. A pesar del notable impacto positivo que, según los participantes en el mercado, esta flexibilización podría tener, los avances en esta dimensión han sido muy reducidos. En este sentido, el progreso más destacable ha sido el de la Financial Services Authority (FSA) del Reino Unido que retiró el límite mínimo de vencimiento de un año que se imponía a los productos relacionados con la financiación al comercio.

7. Conclusiones y perspectivas

El notable impacto, que la crisis financiera ha tenido sobre la actividad a nivel global, se ha hecho sentir especialmente sobre el comercio internacional. Éste se ha visto afectado por la caída de la actividad, pero también por la falta de financiación durante algunos episodios de la actual crisis. Resulta sintomático de la profundidad de la crisis el hecho que ésta provocara el cierre de los mercados de financiación al comercio, cuyos instrumentos tienen un perfil de riesgo que puede considerarse reducido. Una posible explicación se encuentra en el tratamiento que estos instrumentos reciben bajo el marco de Basilea II, donde los participantes en el mercado consideran que tienen unos requisitos de capital excesivamente elevados dado el riesgo asociado a ellos.

Esta crisis ha permitido confirmar los resultados de la literatura académica acerca de la importancia que la financiación al comercio tiene para el desarrollo del comercio internacional. Así, diversas encuestas y estudios apuntan a que la contracción en la financiación disponible para el comercio internacional se inició ya con los episodios de turbulencias financieras del año 2007 y se intensificaron con la profundización de la crisis, tras la quiebra de Lehman Brothers. Sin embargo, la estabilización de los mercados financieros y el progresivo retorno del crédito han permitido que, en la medida en que estos factores contribuyeron a la contracción de la actividad y del comercio internacional, ambas magnitudes se estén recuperando a un ritmo especialmente elevado en el caso del comercio internacional. Tal como se ha discutido, esta recuperación del comercio también ha estado apoyada por la importante, y bien dirigida, respuesta por parte tanto de las autoridades domésticas como las instituciones financieras internacionales, destacando el papel que han jugado los bancos multilaterales de desarrollo y el Banco Mundial a través de la IFC. Así, esta crisis ha permitido constatar la existencia de importantes lagunas en el mercado de financiación al comercio y el margen de mejora operativa existente en estos mercados, especialmente en lo referente a disponibilidad de información y estadísticas.

En adelante, la consolidación de la recuperación, la reconstrucción del balance por parte de las entidades financieras y una menor aversión al riesgo contribuirán a una continuación en la caída del coste y en el aumento de la oferta de financiación al comercio. En este sentido, resulta sorprendente que, a pesar de la petición por parte de la cumbre de líderes del G-20, la propuesta de cambio regulatorio, recientemente realizada por parte del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea¹⁰, no incluya ninguna propuesta para mejorar el tratamiento de la financiación al comercio en términos de requisitos de capital.

En términos del propio mercado de financiación al comercio, la crisis ha supuesto un nuevo vigor para los sistemas más colateralizados de financiación al comercio, como, por ejemplo, la carta de crédito, en detrimento de otros instrumentos como la *open account*. Esto ha significado una mejora de la posición negociadora por parte de los exportadores en su relación con los importadores. Estos cambios, no obstante, sólo deberían ser temporales, y la vuelta a una nueva normalidad en los mercados financieros permitirá la vuelta a sistemas de financiación como la *open account*.

La retirada de los bancos internacionales de los países emergentes ha permitido a los bancos locales ocupar su espacio en el sistema financiero de estos países. A medio y largo plazo, esto resulta muy relevante por diversos motivos. En primer lugar, tal como ya se ha indicado, la financiación al comercio y el descuento de los activos asociados a ella resulta una actividad muy importante en aquellos países con sistemas financieros menos desarrollados. Así, el desarrollo de una actividad doméstica en este sector puede favorecer el eventual desarrollo de los mercados financieros locales, y apoyar un futuro ajuste de los desequilibrios globales¹¹. En se-

¹⁰ Véase BIS (2009).

¹¹ CABALLERO, FARHI y GOURINCHAS (2006) sugieren que un sistema financiero poco desarrollado en los países emergentes podría ser una de las causas detrás del importante aumento de los desequilibrios globales desde el año 2000.

gundo lugar, los bancos locales pueden, como ya está sucediendo en China, promover el uso de la moneda doméstica para la denominación de los instrumentos utilizados en la financiación al comercio internacional. Esto puede contribuir a una disminución del papel del dólar como moneda de referencia a nivel global para las transacciones comerciales internacionales.

Referencias bibliográficas

- [1] AMITI, M. y WEINSTEIN, D. E. (2009): «Exports and Financial Shocks», *CEPR Discussion Paper*, 7590.
- [2] AUBOIN, M. (2009a): «Restoring Trade Finance During a Period of Financial Crisis: Stock-taking of Recent Initiatives», *Staff Working Paper*, ERSD-200-16 de la OMC, diciembre.
- [3] AUBOIN, M. (2009b): «Boosting the Availability of Trade Finance in the Current Crisis: Background Analysis for a Substantial G-20 Package», *CEPR Policy Insight*, número 35, junio.
- [4] AUBOIN, M. (2009c): «Restoring Trade Finance: What the G-20 Can Do», publicado el 5 de marzo de 2009 como parte del e-libro *The Collapse of Global Trade, Murky Protectionism, and the Crisis: Recommendations for the G-20*.
- [5] AUBOIN, M. bis (2009): «Strengthening the Resilience of the Banking Sector-Consultative Document», disponible en la página www.bis.org, 17 de diciembre.
- [6] BAFT (2009a): *Survey Among Banks Assessing the Current Trade Finance Environment*. Encuesta y actualizaciones disponible en la página web www.baft.org.
- [7] BAFT (2009b): *Global Trade Finance Markets. The Road to Recovery. Report on the Current State of Trade Finance Markets and Next Steps for Recovery*, septiembre.
- [8] BAFT (2009c): *Implications for Trade Finance in the Implementation of Basel II*, septiembre.
- [9] BRINCOGNE, J.-Ch.; FONTAGNÉ, L.; GAULIER, G.; TAGLIONI, D. y VICARD, V. (2009): «Firms and the Global Crisis: French Exports in the Turmoil», manuscrito de Banco de Francia.
- [10] CABALLERO, R.; FARHI, E. y GOURINCHAS, P.-O. (2008): «An Equilibrium Model of Global Imbalances and Low Interest Rates», *American Economic Review*, 98, 1, marzo.
- [11] CHINN, M. (2009): «What Does the Collapse of US Imports and Exports Signify?», artículo publicado el 4 de mayo de 2009 en el blog www.econbrowser.com.
- [12] IACAVONE, L. y ZAVACKA, V. (2009): «Banking Crises and Exports. Lessons from the Past», *Policy Research Working Paper 5016*, The World Bank, agosto.
- [13] INTERNATIONAL CHAMBER OF COMMERCE (2009): «ICC Trade Finance Survey: An Interim-Summer 2009», *Document 470/1124*, septiembre.
- [14] INTERNATIONAL CHAMBER OF COMMERCE (2009): «ICC Banking Commission Recommendations Impact of Basel II on Trade Finance», *Document 470/119*, marzo.
- [15] LEVCHENKO, A. A.; LEWIS, L. y TESAR, L. L. (2009): «The Collapse of International Trade During the 2008-2009 Crisis: In Search of the Smoking Gun», documento preparado para la edición especial del *IMF Economic Review* titulado «Economic Linkages, Spillovers, and the Financial Crisis».
- [16] MENICHINI, A. M. C. (2009): «Inter-Firm Trade Finance in Times of Crisis», *Policy Research Working Paper 5112*, The World Bank, noviembre.
- [17] ORGANIZACIÓN MUNDIAL DEL COMERCIO (2003): «Improving the Availability of Trade Finance During Periods of Crisis», *WTO Discussion Paper*, número 2.
- [18] STEINBERG, F. (2009): «Recesión global y tentación proteccionista», *Información Comercial Española, Revista de Economía*, número 851, noviembre-diciembre.