

LA FINANCIACIÓN DEL COMERCIO Y LA EVOLUCIÓN DEL COMERCIO INTERNACIONAL
DURANTE LA CRISIS

La financiación del comercio y la evolución del comercio internacional durante la crisis

Este artículo ha sido elaborado por Juan Ruiz y Rubén Segura, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales¹.

Introducción

El comercio internacional ha actuado como un potente mecanismo de transmisión de la crisis desencadenada a partir de septiembre de 2008. Aunque la crisis tuvo su origen en el sector financiero de algunas economías desarrolladas, el comercio transmitió rápidamente estos efectos especialmente hacia las economías emergentes con fuertes vínculos comerciales. Así, después de crecer a una tasa promedio anual del 8% entre 2003 y 2007, el volumen de comercio creció solamente un 3% en 2008 y se estima que se contrajo un 13% en 2009, la primera caída desde 1982 y la más profunda desde el final de la segunda guerra mundial. De hecho, en tan solo cuatro meses (entre septiembre de 2008 y enero de 2009), el volumen de comercio se desplomó en todas las regiones alrededor de un 20% en promedio, retrocediendo a los niveles alcanzados a finales de 2005 (véase gráfico 1). Actualmente, los flujos comerciales se han ido recuperando, impulsados por la recuperación de la demanda —apoyada en fuertes estímulos de política monetaria y fiscal—, aunque se encuentran aún en niveles similares a los observados a inicios de 2007 y un 8% por debajo de los máximos alcanzados a inicios de 2008. Solo en Asia emergente, donde la reactivación ha sido más acelerada, se ha recuperado prácticamente el nivel previo a la crisis.

Dado que el dinamismo de la demanda externa es un factor importante para consolidar la recuperación en muchos países, entender las causas de este colapso en los flujos comerciales es fundamental. Solo así se podrán instrumentar las políticas adecuadas para facilitar la reactivación del comercio y evitar posibles estrangulamientos de oferta de bienes comercializables que retengan el dinamismo de la economía mundial. Entre los determinantes de los flujos comerciales, la financiación al comercio internacional es uno de los factores de oferta que más se ha resentido con la crisis actual, constituyendo, de este modo, un canal adicional a través del cual las dificultades financieras han tenido un impacto negativo sobre la actividad económica global.

En este artículo se evalúa la magnitud de la contracción del comercio durante la crisis y se presentan las posibles explicaciones para la brusca caída de los flujos comerciales. En primer lugar se consideran los factores de demanda y los relacionados con la estructura internacional de producción, para posteriormente realizar un breve repaso de los mecanismos principales de financiación al comercio y del modo en que esta se ha visto afectada por la crisis actual. Por último, se realiza una reflexión sobre los elementos que condicionarán la evolución futura del comercio internacional.

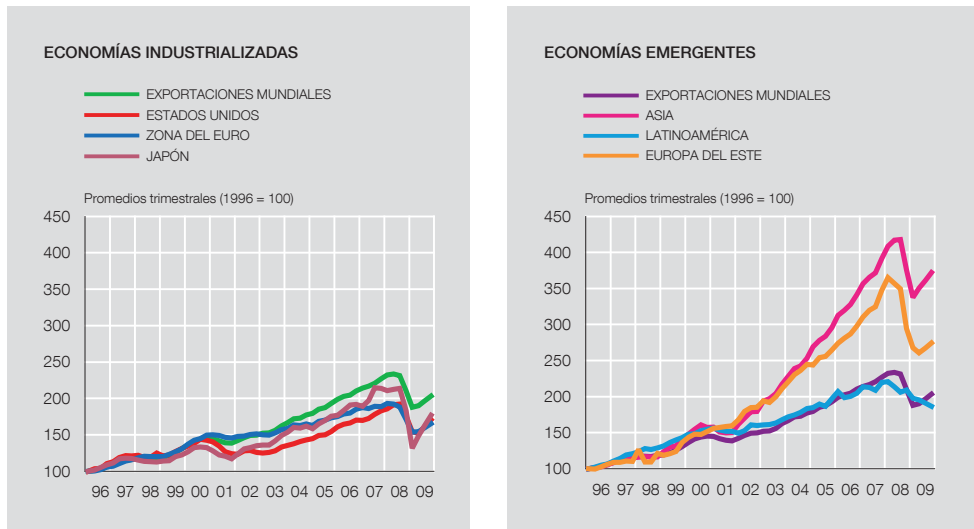
Factores determinantes de la caída del comercio internacional durante la crisis

Una caída del comercio internacional en el contexto de un desplome de la actividad económica global no constituye un hecho inesperado, dada la estrecha relación entre producción y comercio. Sin embargo, el gráfico 2 muestra que, durante la crisis, se produjo también una intensa caída de la ratio de exportaciones sobre el PIB en la mayor parte de las regiones, tanto industrializadas como emergentes, sugiriendo que la contracción de las exportaciones en relación con la producción ha sido extraordinaria. En particular, el panel derecho del gráfico 2 muestra que, para la OCDE, la caída de la ratio de exportaciones sobre el PIB fue de casi 5 puntos porcentuales, una magnitud sin precedentes desde 1960, año a partir del que se

1. El artículo se concibió y desarrolló en parte mientras el último autor estaba adscrito a esa Dirección General y está basado parcialmente en el trabajo conjunto con Josep Vilarrubia.

EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES

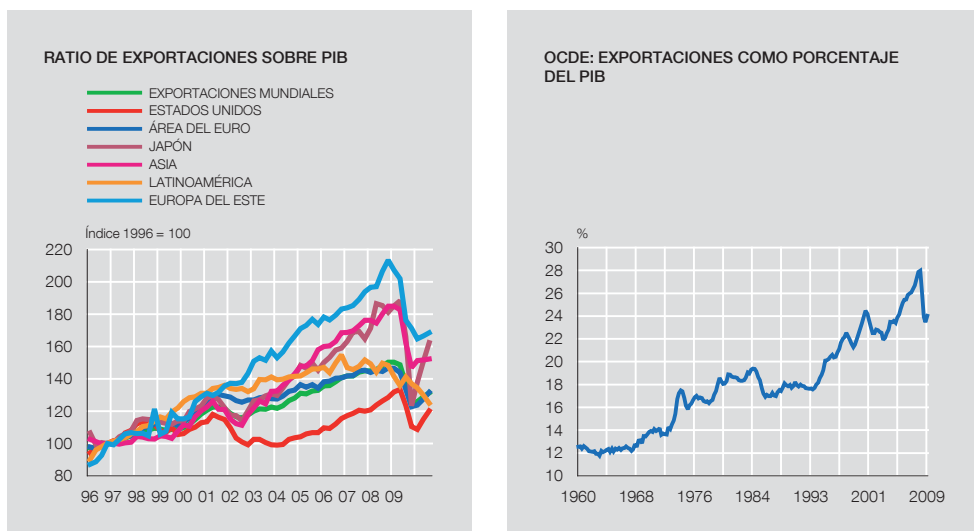
GRÁFICO 1



FUENTE: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB).

RATIO DE EXPORTACIONES SOBRE PIB

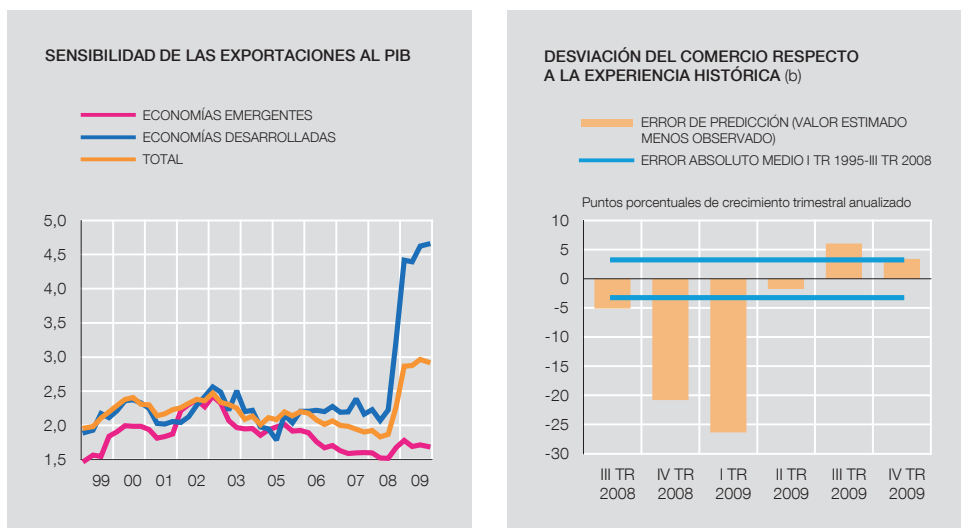
GRÁFICO 2



FUENTES: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB), OCDE y estadísticas nacionales.

cuenta con datos. Numerosos estudios han observado que la sensibilidad del comercio frente al PIB ha ido aumentando a lo largo del tiempo, aunque a partir de 2003 se habría estabilizado o incluso disminuido ligeramente, como se puede deducir del gráfico 3, que muestra en el panel izquierdo el coeficiente de una regresión simple entre crecimiento de las exportaciones y del PIB, utilizando una ventana móvil de 16 trimestres. Sin embargo, aun teniendo en cuenta la tendencia a una mayor sensibilidad del comercio al PIB en la última década, la caída a finales de 2008 y principios de 2009 fue excepcionalmente grande, lo que se refleja en un fuerte incremento del coeficiente estimado cuando se incorpora el período de crisis en la muestra, y en los elevados residuos no explicados por la relación histórica entre comercio y actividad económica global (véase el panel derecho del gráfico 3).

Existen tres explicaciones, posiblemente complementarias y que se refuerzan mutuamente, para esta mayor sensibilidad del comercio frente a la contracción de la actividad global: la



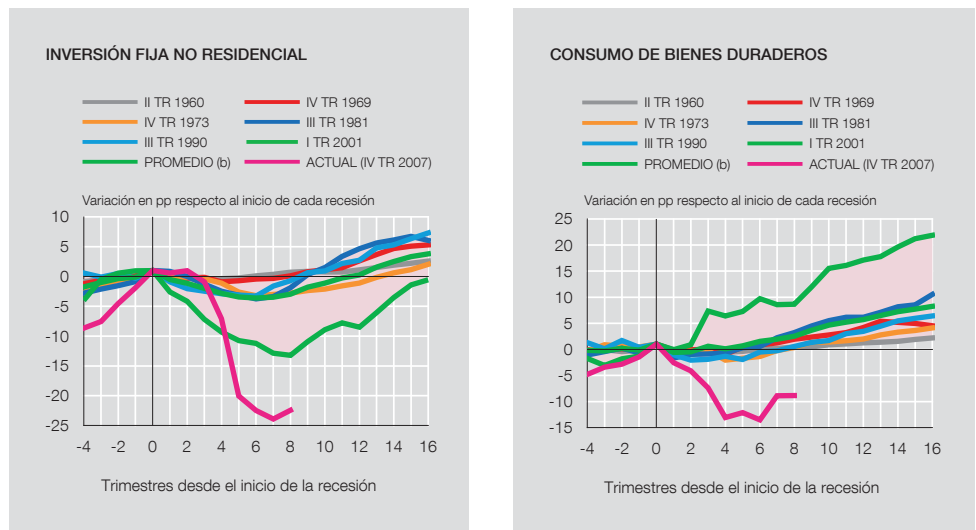
FUENTES: Datastream y Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB).

- a. Coeficientes de regresión entre crecimiento trimestral del comercio (variable dependiente) y crecimiento del PIB. Regresiones realizadas con una ventana móvil de 16 trimestres.
- b. Residuos de la regresión de crecimiento trimestral del comercio frente al crecimiento trimestral del PIB mundial, para el período I TR 1995-III TR 2008.

mayor caída de la demanda de bienes duraderos y de inversión, la creciente relevancia de las cadenas productivas globales y el colapso de la financiación al comercio internacional.

La primera explicación se fundamenta en un efecto de composición: el tipo de productos que se vieron más afectados por la contracción de la demanda tienen una gran importancia relativa en el comercio internacional. Según esta hipótesis, los bienes duraderos y de inversión, que representan una proporción importante del comercio de bienes —el 57% de las exportaciones y la mitad de las importaciones en Estados Unidos en 2006, por ejemplo—, experimentaron una mayor contracción de la demanda, al tratarse de decisiones de compra por lo general irreversibles y —desde el punto de vista individual— infrecuentes, por lo que suelen retrasarse en situaciones de incertidumbre económica. De hecho, la caída en el gasto en estas categorías durante esta crisis ha sido la más acusada de las recesiones registradas en los últimos años (véase, por ejemplo, el caso de Estados Unidos en el gráfico 4). En consonancia con esta caída de la demanda, el colapso en el valor del comercio en bienes de capital y de consumo duradero ha sido más severo que en el comercio de servicios y bienes de consumo no duradero. A esto habría que sumar el efecto amplificador del ciclo de existencias —que también es más relevante para este tipo de bienes—, que redujo la necesidad de importar o exportar mientras se procedía a una acelerada reducción de estas a finales de 2008 y principios de 2009.

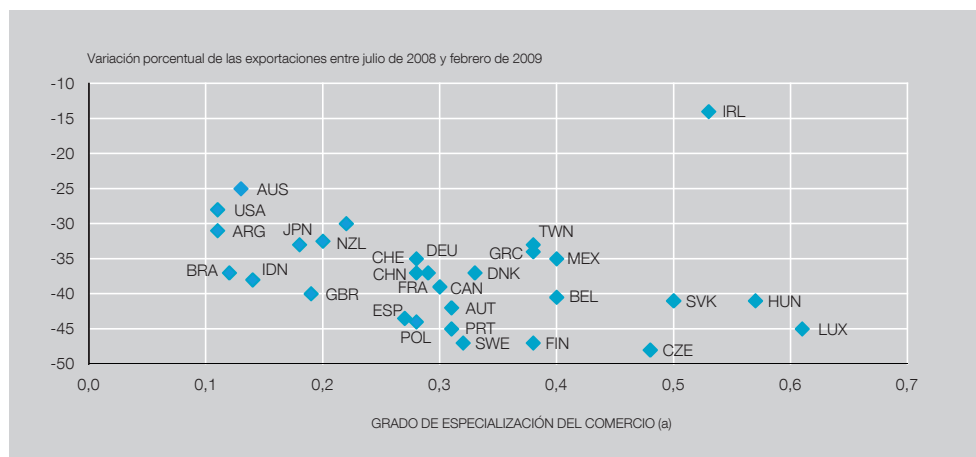
Las cadenas productivas globales, en las que parte de la producción se produce o ensambla en diferentes países y los bienes intermedios se envían de un país a otro —muchas veces dentro de la misma empresa—, han adquirido cada vez mayor importancia dentro de la actividad económica mundial y han llevado a que los procesos de especialización vertical (separación de las etapas de producción para ser realizadas por diferentes productores, en ocasiones en países diferentes) hayan incrementado su relevancia respecto a la especialización horizontal. En este tipo de cadenas productivas, el valor añadido al producto exportado hacia el siguiente paso de la cadena (que se computa para el cálculo del PIB del país) suele ser significativamente menor que el valor de la exportación, por lo que el cese de la producción puede representar una caída de los volúmenes de comercio superior a la caída del valor añadido en la economía [Levchenko et ál. (2009)].



FUENTE: Bureau of Economic Analysis (BEA).

- a. Las fechas indican el inicio de cada recesión, según el NBER.
- b. El promedio excluye la crisis actual.

CADENAS PRODUCTIVAS Y CAÍDA DEL COMERCIO INTERNACIONAL



FUENTES: Estadísticas nacionales y Miroudot y Ragoussis (2009).

- a. Proporción de insumos importados utilizados en la exportación.

A modo de ejemplo, si una empresa importa bienes intermedios por un valor de 700 euros para producir un electrodoméstico para exportación cuyo valor final es de 1.000 euros, cuando se deja de producir (y exportar) ese producto, el PIB cae en 300 euros, pero el valor de su comercio internacional (medido como el promedio de importaciones y exportaciones) cae en 850 euros.

Aparte de este efecto contable, las cadenas de producción globales pueden intensificar la caída del comercio a través de otras vías. Así, la fragmentación de la producción implica que la actividad en diferentes países es más complementaria, lo que aumenta la propagación de *shocks* adversos [Yi (2009)]. Si, además, la caída de la demanda se concentra en productos para los cuales las cadenas globales de producción son particularmente importantes (como, por ejemplo, la industria del automóvil), se produciría una fuerte caída de las ratios de comercio sobre el PIB. El gráfico 5 muestra que, con la excepción de Irlanda, el porcentaje de caída

de exportaciones de un país durante la crisis estuvo muy correlacionado con el grado de especialización vertical, definido como el porcentaje de insumos importados utilizados en la exportación [Miroudot y Ragoussis (2009)]. De este modo, este factor serviría también como mecanismo de amplificación de los efectos de la caída de la demanda de bienes duraderos y de inversión sobre los flujos comerciales, comentado anteriormente.

La financiación del comercio y su evolución durante la crisis

Las perturbaciones en el funcionamiento de los mercados financieros internacionales habrían contribuido también de forma sustancial al colapso del comercio a finales de 2008, más allá de lo explicado por la caída de la demanda de bienes, a través de la financiación al comercio. Para establecer su nexo con la caída de los flujos comerciales, es conveniente analizar en primer lugar la evolución de la financiación al comercio, para intentar posteriormente deslindar factores de oferta o de demanda en su contracción.

No resulta fácil encontrar una definición estándar de lo que constituye financiación al comercio, pero podría entenderse, de modo amplio, como el conjunto de instrumentos financieros que permiten cubrir los riesgos y necesidades de liquidez asociados a un intercambio transfronterizo de bienes o servicios. Como se describe con detalle en el recuadro 1, para cubrir esos riesgos y necesidades de liquidez, la financiación al comercio puede ser otorgada —a través de múltiples instrumentos diferentes— por alguna de las empresas involucradas en la transacción (el comprador o el vendedor del producto o servicio), o puede ser intermediada por una tercera parte.

Considerando esta definición, puede estimarse que entre el 80% y el 90% del volumen de comercio mundial hace uso de algún tipo de crédito, seguro o garantía [Auboin (2009)], si bien ese número ha sido cuestionado recientemente, porque, aunque se sabe que al menos el 20% del comercio mundial recibe algún tipo de financiación intermediada [International Chamber of Commerce (2009)], la financiación no intermediada es difícil de estimar.

Resulta complicado caracterizar cómo ha evolucionado la financiación al comercio, debido, en primer lugar, a que —como se ha señalado— una parte importante de esta no es intermediada, y, en segundo lugar, a la falta de datos consistentes sobre aquella que sí es intermediada. Una parte de la financiación intermediada son los préstamos sindicados, en los que un consorcio de bancos —uno de los cuales normalmente actúa como banco principal— financian conjuntamente proyectos de medio o largo plazo, por ejemplo, grandes operaciones asociadas a la exportación de materias primas. El gráfico 6 muestra el aumento significativo de los préstamos sindicados en la última década antes de la crisis (se multiplicaron por seis entre 2003 y 2008). Aunque este mecanismo representa un porcentaje reducido del total de la financiación al comercio en comparación con los instrumentos principales —referidos en el recuadro 1—, se estima que las otras formas de financiación podrían también haber experimentado un fuerte incremento en la última década, contribuyendo a un notable crecimiento de la financiación al comercio en la fase expansiva previa a la crisis.

Por lo que se refiere a la evolución más reciente, y a tenor de lo ocurrido con los préstamos sindicados, la financiación al comercio también se habría reducido drásticamente, coincidiendo con el colapso del comercio mundial. Esto también puede deducirse de otra evidencia cuantitativa de menor cobertura geográfica. Por ejemplo, se observó un desplome de la emisión de cartas de crédito en Taiwán y Corea (véase gráfico 6), países para los que se dispone de datos. Asimismo, International Chamber of Commerce (2009) muestra que el número de operaciones bancarias internacionales asociadas a la financiación intermediada al comercio —medidas por el número de mensajes SWIFT, principalmente los asociados a cartas de crédito— pasó a nivel mundial de 4,4 millones en julio de 2008 a 3 millones en febrero de 2009,

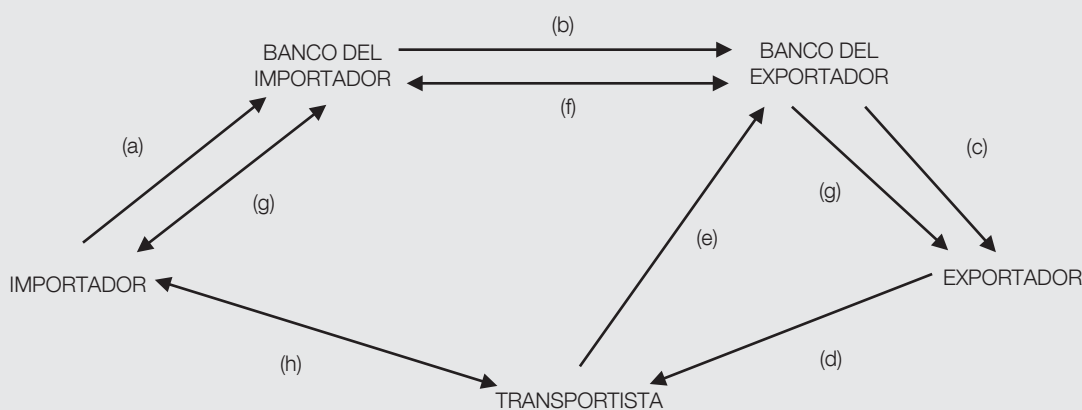
Existen dos motivos principales que explican el elevado porcentaje de intercambios comerciales que se financian: cubrir los riesgos de la transacción comercial y proveer liquidez a una o ambas partes involucradas en la transacción. Respecto al primer punto, el riesgo de una transacción comercial transfronteriza es mucho mayor que el implícito en una transacción comercial doméstica. Los mercados en los cuales se opera y los clientes con los que se realizan transacciones muchas veces son desconocidos, y existe una alta incertidumbre sobre las variables económicas y el entorno político e institucional del destino u origen del producto. Así, por ejemplo, un exportador puede experimentar pérdidas inesperadas por impago del importador, porque los productos son retenidos en la frontera del país importador, porque sufren daños durante el transporte o porque el tipo de cambio sufre una oscilación abrupta a lo largo del trayecto. Pero también existen riesgos similares por el lado del importador. Estos riesgos para ambas partes se acentúan si se tiene en cuenta que el tiempo para culminar una transacción transfronteriza es, en promedio, mayor que el necesario para una transacción doméstica. En otras palabras, para cubrir esos riesgos el exportador desearía enviar el producto solo después de recibir el pago, mientras que, por el contrario, el importador desearía pagar solamente después de recibir el producto en buen estado. Uno de los papeles de la financiación al comercio internacional es posibilitar intercambios en los que las dos partes tienen posiciones de partida incompatibles para completar la transacción.

En segundo lugar, el mayor tiempo necesario para completar una operación transfronteriza suele generar mayores necesidades de liquidez en ambas partes involucradas. Un exportador —especialmente si el comprador representa una parte importante de sus ventas— necesita financiar la producción asociada a sus envíos, mientras que el importador —por ejemplo, un distribuidor— puede necesitar financiación para la compra de esos productos importados hasta que los venda en el mercado local y genere suficiente liquidez para pagar al exportador. La financiación al comercio también cubre, en ocasiones,

esta necesidad de acercar el pago del producto al envío por parte del productor, pero también al momento de la recepción por parte del importador —o incluso dilatarlo más allá de ese momento—.

¿A través de qué instrumentos se realiza la financiación al comercio, para cubrir al menos parte de esos riesgos o proveer liquidez a las partes involucradas? A lo largo del tiempo se han ido desarrollando diferentes instrumentos para cubrir estas necesidades. El más común y el que ha ido ganando mayor importancia en los últimos años es el crédito comercial, proporcionado por el exportador. Según esta modalidad, el importador solamente paga después de haber recibido el producto y de comprobar su buen estado (*open account*). Se trata, por tanto, de una financiación no intermediada en la que el exportador asume el riesgo y la provisión de liquidez para que la transacción se realice.

Dentro de los instrumentos de financiación intermediados —es decir, en los que se involucra por lo menos a un agente adicional al exportador e importador—, el más utilizado y también más tradicional es la carta de crédito, cuyo funcionamiento se resume en el diagrama adjunto. La carta de crédito es emitida por la entidad financiera del importador, quien promete el pago al banco del exportador cuando este último presente la documentación que justifique que el producto ha sido enviado de acuerdo con lo estipulado en el contrato. De este modo, a través de la reputación de las entidades financieras, se cubre parte de los riesgos asociados a la transacción internacional. Otras modalidades de la carta de crédito pueden incluir la confirmación, es decir, el banco del exportador asume como suya la promesa de pago del banco del importador. Por supuesto, la promesa de pago resultante de una carta de crédito puede utilizarse, mediante su descuento, para otorgar liquidez al exportador. Al mismo tiempo, la carta de crédito puede estar asociada con liquidez aportada al importador por parte de su banco. De este modo, la carta de crédito es un instrumento muy seguro, aunque requiere elevados requerimientos transaccionales y documentales.



- a. El importador paga una comisión a su banco para obtener una carta de crédito.
- b. El banco del importador envía la carta de crédito al banco del exportador.
- c. El banco del exportador le remite a este la carta de crédito.
- d. El exportador entrega los productos al transportista junto con la carta de crédito.
- e. Una vez se verifican los requisitos contenidos en la carta, el transportista la envía al banco del exportador y transporta los bienes.
- f. El banco del exportador verifica la documentación y la envía al banco del importador, que paga la transacción.
- g. El banco del importador procede a cobrarle a cambio de la carta de crédito. El banco del exportador acredita el dinero al exportador.
- h. El importador presenta la carta de crédito y recibe o recoge los bienes en el lugar de destino.

El crédito documentario es similar a la carta de crédito, pero simplificando la primera parte del esquema. En el crédito documentario el exportador envía los bienes y, en paralelo, transmite a su banco los documentos para que realice el cobro. Es decir, se simplifica la transacción a cambio de que el exportador asuma más riesgo.

Entre los instrumentos de financiación también se encuentran los seguros y garantías, que cubren todo tipo de riesgos —entre otros, el de crédito, políticos o de tipo de cambio—. En este mercado, que había estado dominado históricamente por el sector público, el sector privado ha aumentado mucho su protagonismo en los últimos años, hasta relegar al sector público a un papel meramente presencial en el período previo a la crisis.

Finalmente, existen instrumentos destinados principalmente a la provisión de liquidez. Por un lado, están las modalidades de *forwarding* y *forfaiting*, que, en su versión más simple, consisten en la venta a un banco (con descuento y sin recurso) de los flujos de ingresos futuros asociados a la exportación. Por otro lado, también es importante la financiación de capital circulante de la transacción, cuyo peso ha aumentado significativamente en los últimos años, debido, sobre todo,

al desarrollo de las titulizaciones y financiación estructurada asociadas a las transacciones comerciales.

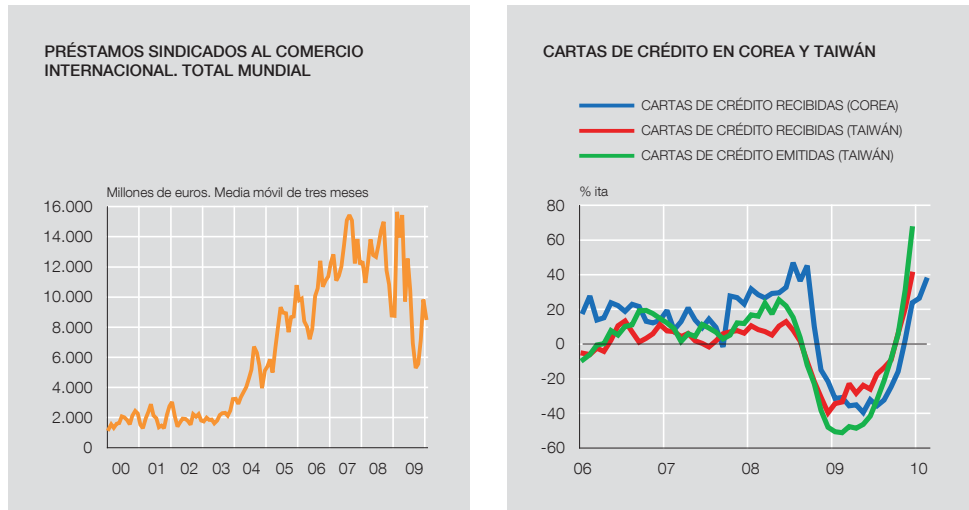
¿Cómo es de importante la financiación al comercio para el intercambio internacional de bienes? Existe evidencia histórica de que las restricciones de financiación han limitado notablemente los intercambios de bienes y servicios entre países [Estevadeordal et ál. (2003) para el período 1870-1939 o Ronci (2004) para la década de los noventa]. Por otro lado, la expansión reciente de estos mercados de financiación, sobre todo en países emergentes, habría sido determinante para el aumento del comercio internacional con esas regiones [Auboin y Meier-Ewert (2008)], especialmente dado que el riesgo de comerciar —y la demanda de financiación— es mayor cuanto más desconocido es el mercado de destino. De este modo, el desarrollo reciente de los mercados financieros podría explicar la pérdida de cuota del comercio mundial de las transacciones exclusivamente entre países desarrollados en favor de transacciones en las que al menos una de las partes está en una economía emergente [véase, por ejemplo, UNCTAD (2005), Schmidt-Eisenlohr (2009) o Beck (2002 y 2003), este último centrado en los efectos del desarrollo financiero en los flujos comerciales].

lo que supone una contracción de más del 30%. Asimismo, evidencia obtenida a partir de encuestas a instituciones financieras por parte de la International Chamber of Commerce (2009), o la realizada conjuntamente por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la Bankers Associations for Finance and Trade [BAFT (2009a y 2009b)], llega a conclusiones similares.

Pero el comercio internacional no solo tuvo que enfrentar una reducción de la disponibilidad de financiación, sino también un fuerte incremento de su coste. Las encuestas del FMI-BAFT realizadas a lo largo del primer trimestre de 2009 mostraron que el coste de financiación al comercio internacional pasó de entre 10 puntos básicos (pb) y 20 pb por encima del LIBOR antes del inicio de las turbulencias financieras a entre 25 pb y 300 pb en los puntos álgidos de la crisis, tendencia que las instituciones esperaban que se mantuviera a lo largo de 2009. Con todo, nuevas encuestas realizadas a lo largo del tercer trimestre de 2009 constataron que la mejoría de las condiciones financieras se había trasladado también al mercado de financiación al comercio, al tiempo que los participantes en este mercado mostraban un tono más optimista que al inicio del año.

La relación entre financiación del comercio y flujos comerciales durante la crisis

¿Cómo ha influido la caída de la financiación al comercio sobre los flujos comerciales? Es difícil desentrañar la causalidad entre las dos variables: la caída en el comercio internacional no solo puede ser consecuencia de la reducción de la demanda de financiación a este sector, sino también puede ser causa de esta. Sin embargo, las encuestas del FMI-BAFT y el ICC citadas anteriormente constatan la existencia de restricciones de oferta de financiación por parte de los bancos, más allá de la reducción de la financiación derivada directamente de la caída de la demanda. Existe, además, evidencia de que la restricción de financiación al comercio ha jugado un papel importante en la reducción de los flujos comerciales en épocas de crisis, como, por ejemplo, muestran Amiti y Weinstein (2009) para Japón o Ronci (2004) para el caso de la crisis asiática de finales de los años noventa. De este modo, en un contexto de restricciones de oferta de



FUENTES: Dealogic, CEIC y Datastream.

crédito, y como se ha descrito anteriormente, el rápido tensionamiento de las condiciones financieras habría afectado comparativamente más al comercio internacional que al resto de actividades domésticas, tanto por su alta dependencia de este tipo de financiación (como se describe en el recuadro 1), como por una mayor sensibilidad de la financiación al comercio frente a una crisis financiera (como se analiza en el recuadro 2). Asimismo, la evidencia anecdótica apunta a que las empresas involucradas en el comercio de bienes con menor grado de procesamiento —es decir, los asociados a las etapas iniciales de las cadenas de producción— fueron las más afectadas por la escasez de financiación, por lo que también en este caso el efecto inicial se habría visto potenciado por las cadenas globales de producción.

Perspectivas de evolución del comercio

A partir de las consideraciones presentadas en este artículo, se deduce que los flujos comerciales fueron afectados negativamente por una serie de factores reales y financieros, tanto de demanda como de oferta, potenciados por una estructura productiva global que ha multiplicado las transacciones comerciales internacionales requeridas para alcanzar un nivel determinado de producción. Además, como se ha sugerido, las tres explicaciones de la extraordinaria caída del comercio en relación con la actividad —cadenas de producción global, caída de demanda de bienes de consumo duradero e inversión (con mayor peso en el comercio) y las restricciones a la financiación al comercio— no son necesariamente excluyentes entre sí. De hecho, es razonable pensar que estos elementos se reforzaron mutuamente [Araújo y Oliveira (2009)] —por ejemplo, a través de unas mayores restricciones de financiación en los estadios iniciales de la cadena de producción, que ejercieron un efecto amplificador sobre los flujos comerciales—. A falta de información suficiente para determinar qué porcentaje del colapso en los flujos comerciales es atribuible a cada uno de estos canales [Altomonte y Ottaviano (2009)], lo cierto es que todos se conjugaron en un período de inusitada inestabilidad financiera para paralizar los flujos comerciales, afectando, muy negativamente a su vez, a la actividad económica global.

Las perspectivas para el comercio una vez pasados los momentos de mayor inestabilidad financiera y en el contexto de la gradual recuperación de la actividad económica global pueden analizarse, como se ha hecho en este artículo, considerando los aspectos financieros y reales. Por el lado financiero, la mejora en las condiciones de crédito global y el aumento de la demanda de exportaciones han reducido los riesgos de contrapartida y el coste de financiación

Sin duda, tanto la caída de la demanda global y de los flujos comerciales como la paralización casi completa de los mercados financieros en el cuarto trimestre de 2008 influyeron decisivamente en el descenso de la financiación al comercio. Sin embargo, existen características particulares de la financiación al comercio que podrían haber generado una mayor restricción en este segmento particular de los mercados financieros. En primer lugar, la desconfianza generalizada que emergió en los mercados financieros provocó una reorientación de la demanda de financiación, desde la no intermediada (con mayor riesgo de contrapartida) hacia la intermediada. En segundo lugar, la financiación al comercio, particularmente en segmentos como los del reaseguro, está muy concentrada en grandes instituciones financieras, algunas de las cuales desaparecieron o estuvieron cercanas a hacerlo, dejando un vacío importante en sus mercados correspondientes.

Además, la financiación intermediada al comercio cubría muchos flujos comerciales con países emergentes o en vías de desarrollo, que, al tener calificaciones de riesgo medio, suelen verse más perjudicados en un contexto de incremento de aversión al riesgo. Por otro lado, las crecientes necesidades de liquidez y de desapalancamiento por parte del sistema financiero hicieron que los proveedores tradicionales de financiación al comercio retirasen recursos de estos mercados, sobre todo teniendo en cuenta que otros activos, de mayor plazo, se encontraban comprometidos. También es importante destacar la paralización de mercados secundarios y de titulización, que jugaron un papel esencial en el desarrollo de la financiación al comercio. Por último, no se puede descartar que los planes de ayuda al sector financiero implementados en diversos países dejasen en una situación de relativa desventaja a la financiación al comercio internacional, al concentrarse especialmente en la reanudación del crédito doméstico.

La financiación al comercio durante la crisis también podría haberse visto afectada, en términos más generales, por el particular tratamiento regulatorio que recibe. Desde un punto de vista general, según han señalado algunos organismos¹, la implementación de Basi-

1. Véase, por ejemplo, los comunicados del Working Group on Trade Debt and Finance, de la Organización Mundial del Comercio.

lea II en algunos países podría haber perjudicado también la evolución de este mercado. Algo que caracteriza a la financiación al comercio es su bajo riesgo relativo a otros productos financieros. Según International Chamber of Commerce (2009), las pérdidas asociadas a estos instrumentos han sido especialmente bajas en los últimos años. Además, la financiación al comercio se caracteriza por ser típicamente de corto plazo, tener importantes requerimientos de colateral y documentación, ser de tipo fijo, sin renovación automática y con liquidación en efectivo en el momento de su vencimiento. En contraste, los requerimientos regulatorios para la financiación del comercio son relativamente estrictos, especialmente cuando se tiene en cuenta el reducido nivel de riesgo que históricamente ha registrado este sector. Este tratamiento se explica por varias consideraciones. Por un lado, el elevado riesgo operacional que se asigna a las cartas de crédito debido a su alto contenido documental. A esto se añade que Basilea II requiere un factor de conversión de riesgo para las cartas de crédito de un 20% aplicable tanto al banco emisor (el del importador) como al confirmador (el del exportador), además del correspondiente al país de contrapartida [Vilarrubia (2010)]. Otro aspecto, ya reconocido por el G 20, es el relativo al mínimo vencimiento de un año para el cálculo de los requisitos de capital, ya que esto encarece la financiación al comercio, que se realiza normalmente a plazos menores. Más importante aún, dado el uso intensivo de información para implementar la normativa regulatoria, la escasez de información sobre financiación al comercio dificultaría la asignación de probabilidades de impago que permitiesen consumir menos capital a las instituciones financieras. Todo esto aumenta considerablemente los requisitos de capital de las instituciones financieras, en relación con otros productos financieros, lo cual, en un contexto de escasez de capital, llevaría a decantarse a favor de otros productos con menor coste regulatorio. Por último, es importante destacar que, según Auboin (2010), el tratamiento regulatorio de la financiación al comercio no mejoraría respecto a la situación vigente, al menos tal como se plantea en las nuevas propuestas regulatorias, en período de consulta.

Por todos estos factores, durante la crisis se habría producido una cierta sustitución entre las líneas de oferta de financiación a la actividad económica, en detrimento de la financiación al comercio internacional.

al comercio a partir de la segunda mitad de 2009. Con todo, el coste de crédito se mantiene elevado y el acceso a la financiación se encuentra más restringido que antes de la crisis. La reducción significativa de esas tensiones dependerá en parte de las mejoras en las condiciones generales de concesión de crédito y la recuperación del sistema bancario. Estos factores, además de las nuevas iniciativas regulatorias en discusión, generan incertidumbre sobre el papel de la financiación al comercio como dinamizador de los flujos comerciales en los próximos años.

Por otro lado, la recuperación de la actividad a partir de la segunda mitad de 2009 ha favorecido el incremento de flujos comerciales, liderada en ambos casos por Asia —en particular,

por China—. Sin embargo, existen algunas dudas sobre la sostenibilidad de esta recuperación de la demanda mundial en el futuro inmediato. Parte de esta recuperación se ha debido a factores de naturaleza temporal, como el efecto de los estímulos fiscales sobre la demanda de bienes duraderos (por ejemplo, subsidios a la compra de automóviles), o el cambio en el ciclo de existencias, que ha promovido la actividad manufacturera. Otros factores han contribuido a una cierta recuperación del nivel de flujos comerciales, pero tendrían escaso efecto en el dinamismo futuro de estos, como, por ejemplo, la recuperación de la normalidad en las cadenas de producción internacional, que habría actuado sobre todo como un mecanismo de amplificación, tanto durante el período contractivo como en el rebote posterior. Más importante aún, las perspectivas de medio y largo plazo para el comercio internacional seguirán dependiendo fuertemente del dinamismo de la demanda en las economías desarrolladas. A pesar del incremento del comercio intrarregional (especialmente en Asia), una parte importante del consumo final de los bienes comercializados se sigue realizando en las economías desarrolladas (que representan el 70% de la renta mundial al tipo de cambio de mercado), que son las más afectadas por la crisis y que, de acuerdo con las últimas previsiones del FMI, mantendrán niveles de renta por debajo de los alcanzados antes de la crisis hasta la segunda parte de 2011 y presentan perspectivas de crecimiento moderado para los próximos años.

En definitiva, el volumen de comercio se sigue recuperando al hilo de la normalización financiera y de la actividad global. En particular, en el escenario central del FMI se prevé que el comercio mundial crezca a un ritmo anual del 6,4% entre 2011 y 2014, bastante por debajo del 8% anual experimentado entre 2003 y 2007, pero no muy alejado del 6,7% registrado en los 15 años anteriores a la crisis. Con todo, a la luz de las consideraciones anteriores, este escenario central está sujeto a una elevada incertidumbre, por lo que es necesario tomarlo con cautela.

18.3.2010.

BIBLIOGRAFÍA

- ALDOMONTE, C., y G. I. P. OTTAVIANO (2009). «Resilient to the crisis? Global supply chains and trade flows», en R. Baldwin y S. Evenett (eds.), *The collapse of global trade, murky protectionism, and the crisis: Recommendations for the G20*, Ed. Vox, CEPR, Londres.
- AMITI, M., y D. E. WEINSTEIN (2009). *Exports and Financial Shocks*, CEPR Discussion Paper 7590.
- ARAÚJO, S., y J. OLIVEIRA MARTINS (2009). «The Great Synchronisation: what do high-frequency data statistics tell us about the trade collapse?», *VoxEU.org*, 8, julio.
- AUBOIN, M. (2009). «Boosting the availability of trade finance in the current crisis: Background analysis for a substantial G-20 package», *CEPR Policy Insight*, n.º 35, junio.
- (2010). *For a fair treatment of trade finance under Basel III*, www.Voxeu.org, 7 de marzo.
- AUBOIN, M., y M. MEIER-EWERT (2008). *Improving the Availability of Trade Finance during Financial Crises*, OMC.
- BAFT (2009a). *Survey Among Banks Assessing the Current Trade Finance Environment*, Encuesta y actualizaciones disponibles en la página web www.baft.org.
- (2009b). *Global Trade Finance Markets. The Road to Recovery. Report on the Current State of Trade Finance Markets and Next Steps for Recovery*, septiembre.
- BECK, T. (2002). «Financial Development and International Trade: Is there a Link?», *Journal of International Economics*, 57, pp. 107-131.
- (2003). «Financial Dependence and International Trade», *Review of International Economics*, 11, pp. 296-316.
- ESTEVADEORDAL, A., F. BRIAN y A. M. TAYLOR (2003). «The Rise and Fall of World Trade, 1870-1939», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n.º 2.
- INTERNATIONAL CHAMBER OF COMMERCE (2009). *ICC Trade Finance Survey: An Interim – Summer 2009*, Document 470/1124, septiembre.
- LEVCHENKO, A. A., L. LEWIS y L. L. TESAR (2009). «The Collapse of International Trade During the 2008-2009 Crisis: In Search of the Smoking Gun», documento preparado para la edición especial de *IMF Economic Review*, titulada «Economic Linkages, Spillovers, and the Financial Crisis».
- MIROUDOT, S., y A. RAGOUSIS (2009). *Vertical Trade, trade costs and FDI*, OECD Trade Policy Working Paper 89.
- RONCI, M. (2004). *Trade Finance and Trade Flows: Panel Data Evidence from 10 Crises*, IMF Working Paper 04/225.
- SCHMIDT-EISENLOHR, T. (2009). *Towards a Theory of Trade Finance*, mimeo, EUI.
- UNCTAD (2005). *Enhancing south-south trade and investment finance*, nota del secretariado.
- VILARRUBIA, J. (2010). «Crisis y recuperación del comercio internacional: el papel de la financiación al comercio», de próxima publicación en la revista *ICE*.
- YI, K-M. (2009). «The Collapse of Global Trade: The Role of Vertical Specialisation», en R. Baldwin y S. Evenett (eds.), *The Collapse of Global Trade, Murky Protectionism, and the Crisis: Recommendations for the G 20*, marzo, pp. 45-48.