

Beatriz Reguero Naredo*
M.^a José Hernando Minguela*
Rafael Loring Rubio*

EL PAPEL DE LAS ECAs EN LA FINANCIACIÓN AL COMERCIO: EVOLUCIÓN Y ACTUACIÓN FRENTE A LA CRISIS

La crisis financiera internacional ha conseguido recuperar la importancia de la actividad de las agencias de crédito a la exportación en su papel de «facilitadoras» del comercio internacional. Su participación en la financiación del comercio como gestoras de los instrumentos de apoyo financiero a la exportación de sus respectivos Estados ha cubierto las necesidades del mercado en el contexto de, en el mejor de los casos, insuficiencia de financiación disponible para operaciones de exportación. Esta situación, tan sorprendente en un entorno internacional acostumbrado en los últimos años precisamente a la situación contraria de exceso de financiación disponible para «casi» cualquier proyecto, ha puesto a prueba la capacidad anticíclica de estos instrumentos, que han debido generar una oferta de financiación rápida y creciente en el momento en que el riesgo es más elevado sin perjudicar al mismo tiempo la calidad de sus carteras, para no poner en peligro la sostenibilidad financiera del sistema en el largo plazo. Cómo compaginar estos mandatos contradictorios es el objetivo en el que trabajamos desde las ECAs y el reto más importante al que nos hemos enfrentado en los últimos años.

Palabras clave: comercio internacional, financiación al comercio, crisis, crédito a la exportación, seguro de crédito, ECAs, export credit agency.

Clasificación JEL: F10, F19, F39, G22.

1. ¿Qué son las ECAs?

Las Agencias de Crédito a la Exportación (Export Credit Agencies, ECAs) son las compañías gestoras por cuenta de sus Estados de los instrumentos de apoyo fi-

* CESCE, Dirección de Riesgo País y Gestión de Deuda.
Agradecemos especialmente las aportaciones de Carmen Vara, de la Dirección de Medio y Largo Plazo de CESCE, que nos han permitido completar el contenido relativo a la contratación de CESCE en 2009.

nanciero a la exportación. Dentro de la amplia variedad de instrumentos de apoyo a las exportaciones nacionales, los financieros surgen con la necesidad de proveer a los exportadores de herramientas que faciliten a sus deudores la financiación de los pagos de sus compras en condiciones atractivas. Así surge el crédito a la exportación con apoyo oficial en sus dos modalidades: el crédito de ayuda, que concede al deudor financiación concesional para la compra de los bienes y servicios de un tercer país; y los créditos comerciales que, aunque no incorporan concesionalidad alguna en sus condiciones, sí se benefician de varios elementos de apoyo público que permiten su financiación. En las grandes operaciones de exportación de bienes de equipo estos elementos son la oferta de financiación, a medio y largo plazo¹, a tipos de interés fijo y cuando se realizan en países y deudores en los que el riesgo país es relevante. De hecho, la cobertura de estos riesgos posibilita la financiación de operaciones no sólo en esos mercados en los que el riesgo político es relevante (países en desarrollo), sino también con los deudores privados de países OCDE para los que prever su solvencia a medio plazo es complicado. Puesto que ni en los años setenta, cuando estos instrumentos se desarrollaron más am-

pliamente, ni siquiera en la actualidad existe una oferta privada suficientemente amplia y estable de estos productos, son los Estados los encargados de cubrir esta falta de mercado proporcionando créditos comerciales (o su cobertura) a un tipo de interés fijo.

Llegado este punto, es importante señalar que esta falta de mercado no se pone en cuestión ni siquiera en el período precrisis, cuando más se desarrollaron las iniciativas privadas, pero que nunca llegaron a alcanzar los plazos de amortización más largos, los importes más elevados ni los riesgos soberanos y privados que no fueran de primera línea. Sólo en el segmento de corto plazo se puede considerar que los riesgos (político y comercial) en los mejores países de la OCDE cuentan con la oferta privada suficiente como para que la iniciativa pública sólo sea necesaria en la cobertura de riesgos extraordinarios, residuales en este tipo de operaciones. Por supuesto, en el último año esta conclusión también está siendo puesta en entredicho ante la reducción, e incluso retirada, de los reaseguradores y aseguradores de crédito privados de estos riesgos. Pero esto lo veremos más adelante, al analizar los efectos de la crisis en nuestro negocio.

Distintos modelos con un mismo objetivo

Si comparamos los sistemas de crédito a la exportación con apoyo oficial en su modalidad comercial que gestionan las ECAs en los distintos países del mundo, vemos con cierta sorpresa que, aún cubriendo las mismas necesidades, la forma que toma el producto y el marco institucional en el que se gestiona es muy diferente.

Una de las diferencias más relevantes es la propiedad del capital de las ECAs. Aunque cuando se crearon la mayoría, sino todas, eran de capital público, propiedad directa de los Estados por cuenta de quienes operaban, desde hace ya más de una década hay un número relevante de ECAs, sobre todo europeas, donde el capital ha pasado a ser privado, manteniendo su relación con el Estado con contratos marco para la prestación de los ser-

¹ En el negocio del seguro de crédito el medio y largo plazo se define por la operativa con períodos de amortización superior a dos años. Para la buena comprensión de este instrumento, es importante dejar clara la diferencia que existe entre el negocio típico de corto plazo y el de medio y largo plazo. Cuando hablamos de seguro de crédito a corto plazo nos estamos refiriendo a operaciones de ventas con pago aplazado pero en las que no existe financiación explícita a través de un crédito bancario. En estos casos, los asegurados son los propios exportadores que son los que mantienen el riesgo de impago. Por otro lado, en el segmento de corto plazo, los bienes exportados son en su mayoría bienes de consumo y responden a ventas recurrentes bajo pedido, sin contratos comerciales individuales. De hecho, una parte muy importante de este negocio se cubre mediante pólizas abiertas en las que se incluyen todos los deudores y todas las ventas de un mismo asegurado.

Sin embargo, en el negocio de medio y largo plazo nos encontramos en general operaciones de exportación que responden a contratos individuales y para los que sí existe financiación explícita para su pago, normalmente en forma de crédito. De hecho, en esos casos es el banco financiador el asegurado, puesto que es el que mantiene el riesgo de impago. En este tramo es habitual que los bienes exportados sean bienes de equipo que, por sus características, responden a plazos de amortización superiores a dos años.

vicios. Esta situación permite que haya compañías en las que coexiste la actividad privada en competencia con el resto de los operadores del mercado y su actividad como ECA en los segmentos de mercado definidos por su Estado de acuerdo con las normas internacionales.

Pero las diferencias más importantes entre los distintos sistemas se centran en cómo se estructura el apoyo financiero, si directamente se financian las operaciones o si se crean los medios de apoyo a la financiación que provee el sector financiero privado. Según esto, las ECAs serían financiadores directos (*direct lenders*) en el primer caso y aseguradores de crédito en el segundo. En el primer caso, todos los elementos de apoyo a la financiación se incorporan a la vez: el Estado, a través de la ECA, proporciona la financiación a tipos de interés fijos y asume, por tanto, el riesgo de impago de la misma. En el caso de las aseguradoras, la financiación la proporciona el sector privado, quien puede usar otro mecanismo, también provisto por el Estado, de estabilización de tipos de interés (*make up schemes*), y las ECAs se limitan a la cobertura del riesgo de impago. Aunque en definitiva el resultado final para el exportador y deudor son similares, los modelos para el Estado y para las ECAs son muy diferentes. Es importante señalar que en el entorno europeo predomina el esquema de ECA aseguradora, mientras que en el resto de la OCDE son más frecuentes los financiadores directos (EE UU, Canadá, Turquía...).

España es un ejemplo del sistema europeo, con una ECA (CESCE) que asegura los riesgos políticos², así como los comerciales a más de dos años por cuenta del Estado español, y un sistema de estabilización de tipos de interés (Contrato de Ajuste Recíproco de Intereses, CARI) gestionado por el ICO y puesto a disposición de los bancos, que son los financiadores últimos de las operaciones. Este esquema permite incentivar la participación de la financiación privada en las operaciones de

exportación con un bajo coste para el Estado que, aunque financia el coste del seguro y del CARI, no compromete financiación pública en las operaciones. En esta línea, y como veremos con más detalle en los siguientes apartados, desde su creación, el sistema de seguro de crédito gestionado por CESCE ha cumplido el mandato de la OMC de lograr el equilibrio financiero en el medio y largo plazo, con un coste muy reducido para el Estado español.

2. La historia del negocio tradicional de las ECAs

Es difícil fijar la fecha en la que el negocio de las ECAs ya estaba suficientemente extendido, al menos entre nuestros competidores más cercanos. Una de las referencias es la creación en 1934 de la Unión de Berna (UB), asociación de aseguradores y financiadores de créditos a la exportación y que, por tanto, cumplió en 2009 los 75 años. Sin embargo, sus entonces miembros han sufrido sucesivas transformaciones hasta tener el aspecto actual, tanto en la forma de las compañías como en los productos desarrollados. Sería probablemente más acertado iniciar el análisis a finales de los años setenta, lo que permite que la mayoría de las ECAs entonces operativas coincidan más o menos con las actuales, y, aunque parezca oportunista, que nuestra CESCE también estuviera ya en el mercado, lo que nos facilita recabar información sobre lo que ocurría entonces.

El origen de las ECAs está en el apoyo a la exportación por cuenta del Estado, algo que ha ido transformándose en el tiempo con la irrupción de nuevos esquemas de cobertura privada en el corto plazo. No obstante, de cara a describir la evolución histórica conviene centrarse en la evolución del negocio a medio y largo plazo (MLP) hacia países emergentes, que constituye el negocio tradicional de las ECAs.

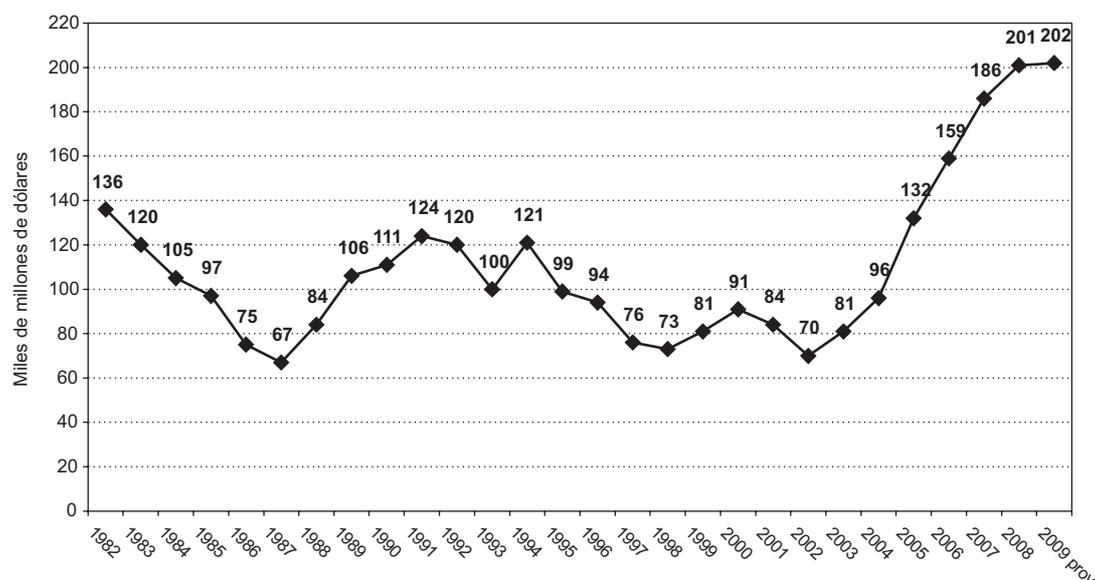
El negocio en volumen

Al observar la evolución del seguro emitido a MLP por las ECAs en el largo período 1982-2009 (Gráfi-

² Los riesgos políticos incluyen el riesgo extraordinario, el riesgo de guerra o violencia política, riesgo de transferencia y convertibilidad y riesgo de impago de comprador público.

GRÁFICO 1

SEGURO DE CRÉDITO A LA EXPORTACIÓN A MEDIO Y LARGO PLAZO E INVERSIONES, EMITIDO EN EL PERÍODO 1982-2009, TOTAL ECAs



FUENTE: UNIÓN DE BERNA.

co 1), extraemos la primera conclusión interesante: en valor absoluto, el volumen de negocio se ha mantenido, aunque con claros ciclos de subida y bajada. La reducción entre los años 1982 y 1987 es el efecto de la crisis de la deuda latinoamericana, primer evento en el que se pone a prueba el sistema, haciendo frente a una cascada de impagos soberanos en los países en los que entonces se concentraba el negocio: México, Argentina, Brasil y Cuba. Esa caída es el resultado del descenso en las posibilidades de contratación en esos mercados, que suponían el grueso de la cartera de las ECAs.

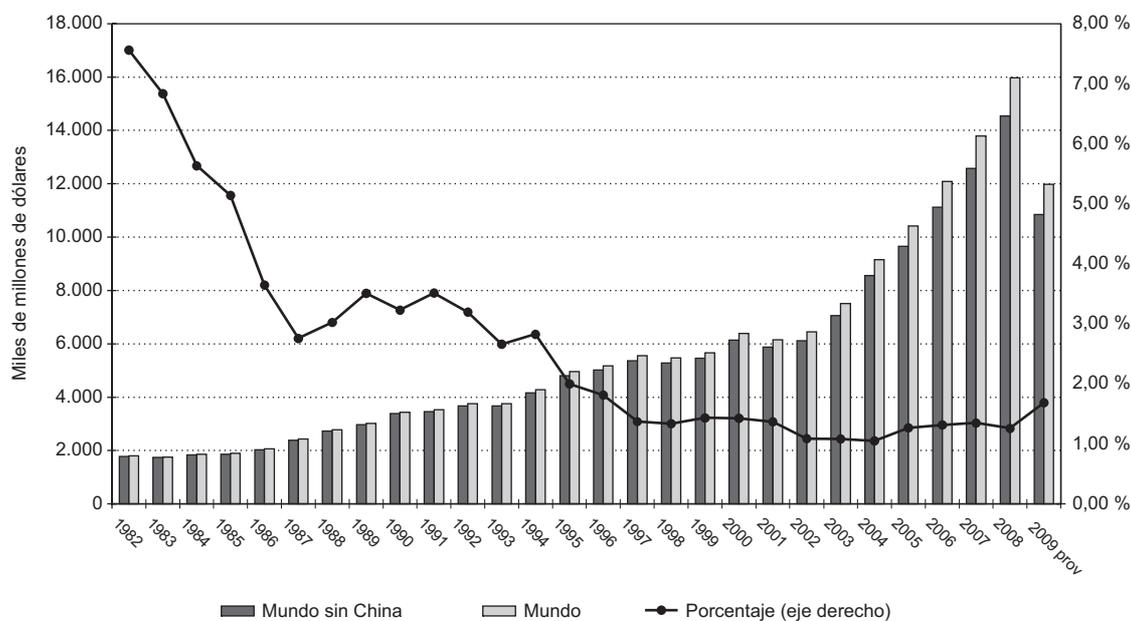
Sin embargo, el negocio se recupera con cierta rapidez desde el año 1988 hasta mediados de los años noventa. Desde entonces y hasta el año 2002 la contratación se desacelera suavemente con picos puntuales en

algunos años, resultado de los efectos puntuales de grandes operaciones con mucha incidencia en las cifras anuales. Sin embargo, el crecimiento en el negocio desde 2002 hasta 2009 sí parece una tendencia clara, resultado de varios factores como el fuerte crecimiento en las exportaciones mundiales (como veremos más adelante) y la plena incorporación de algunas ECAs de países emergentes muy activas en el negocio.

El negocio en peso relativo

Sin embargo, ese mantenimiento del volumen de negocio en términos nominales no ha permitido en ningún caso evitar la pérdida de peso relativo que ha sufrido el negocio de las ECAs en la exportación mundial (Gráfico 2).

GRÁFICO 2
EXPORTACIÓN MUNDIAL Y PARTICIPACIÓN DE LAS ECAs



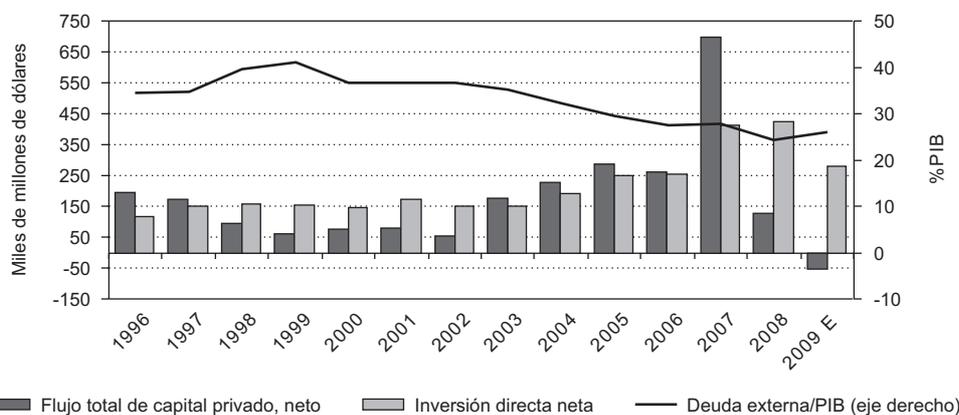
FUENTE: Elaboración propia, con datos de UNIÓN DE BERNA y OMC.

De hecho, mientras que en el año 1982 las ECAs emitieron seguro a MLP por valor de más del 7 por 100 de la exportación mundial, ese porcentaje se ha ido reduciendo paulatinamente hasta alcanzar su valor mínimo (1 por 100) en el año 2004. Pero lo que también es cierto, es que desde el año 1997 este proceso de pérdida de peso relativo parece haberse detenido, manteniendo las ECAs desde entonces un «nicho» de mercado relativamente estable entre el 1 y el 2 por 100 de la exportación mundial.

Las causas de este proceso están estrechamente relacionadas con el comportamiento general de los mercados financieros. Desde mediados de los noventa la fuerte expansión de la liquidez internacional y la innovación financiera fueron desplazando a los mecanismos tradicionales

de financiación al comercio y también al seguro de crédito a la exportación. Esto ha sido así a pesar de que, como ya hemos visto, el volumen de negocio de las ECAs ha continuado creciendo de forma notable durante el período. Este fenómeno ha sido especialmente intenso a partir de 2002, coincidiendo con unas políticas monetarias laxas de los Bancos Centrales y un intenso crecimiento de los flujos de capitales y del comercio internacional. En este proceso cobra mucha relevancia el hecho de que el incremento de los flujos de capitales a países en desarrollo (principales mercados de las ECAs) se produce gracias al crecimiento de los flujos de inversión y a costa del endeudamiento, lo que reduce claramente la idoneidad de un instrumento mucho más ligado a la financiación otorgada por la banca comercial (véase Gráfico 3).

GRÁFICO 3
FLUJOS NETOS DE CAPITAL PRIVADO A PAÍSES EN DESARROLLO, 1996-2009



FUENTE: FMI.

También ligado a este proceso, hemos visto cómo el desarrollo de los sistemas financieros de los países emergentes ha generado nuevos flujos de financiación interna que también han reducido la demanda para este tipo de instrumentos.

Por otro lado, la estricta regulación de la operativa del apoyo oficial a la exportación en el marco del Consenso de la OCDE, no ha permitido a las ECAs pertenecientes al mismo reaccionar con la flexibilidad que ha mostrado el resto del mercado frente a los nuevos productos y demandas de los clientes, y ha obligado al mantenimiento de los precios durante un largo período de abaratamiento del resto de instrumentos financieros no sometidos a ninguna disciplina. Aunque no es el objeto de este artículo, no podemos dejar de recordar que el Acuerdo sobre Líneas Directrices del Crédito a la Exportación con Apoyo Oficial, más conocido como el Consenso de la OCDE, desde su creación ha incorporado en su disciplina todos los elementos del crédito, los términos de su financiación, el precio del seguro e incluso aspectos tan colaterales como los efectos medioambientales de los

proyectos y la vigilancia de las prácticas corruptas en la firma de los contratos. El cumplimiento de todos estos aspectos de la regulación supone un coste adicional en la gestión del instrumento y una rigidez en el diseño de los productos que reduce su demanda frente al resto de los productos, casi completamente desregulados, del mercado.

La caída de la percepción del riesgo

Pero quizás el elemento fundamental en este proceso de intensa expansión de la liquidez internacional ha sido la fuerte reducción en la percepción del riesgo de los mercados emergentes, y del riesgo en general, por parte de los agentes, lo que ha permitido encontrar financiación disponible para casi cualquier proyecto, sin importar mucho su tamaño, en cualquier plazo, en casi cualquier país y con casi cualquier deudor. Este fenómeno ha sido perceptible especialmente a partir de los años noventa del pasado siglo, con el breve paréntesis de la crisis que siguió a los atenta-

dos del 11-S, lo que, evidentemente, tiene su inmediata traducción en una menor necesidad de asegurar las operaciones comerciales y, por lo tanto, en la menor participación del crédito con apoyo oficial en la financiación del comercio.

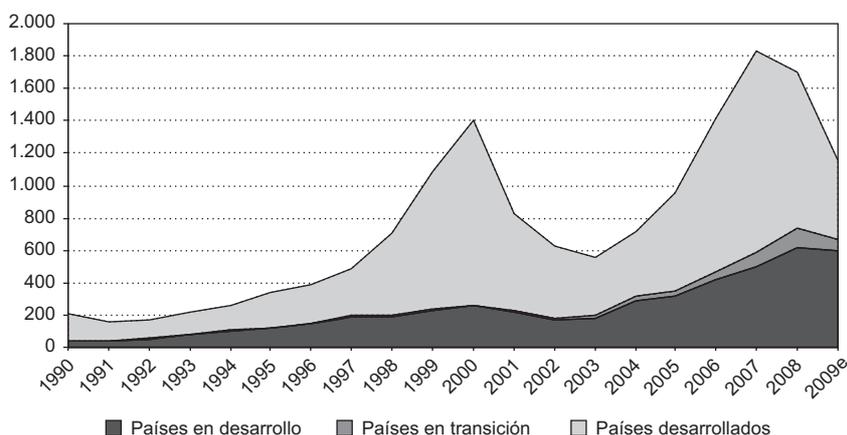
En buena medida, esta menor valoración del riesgo tiene que ver con factores objetivos, relacionados con la evolución de los países emergentes³ y el entorno internacional. Las políticas heterodoxas que desembocaron en la crisis de la deuda de los años ochenta tuvieron un altísimo coste en términos de desequilibrios económicos y financieros, endurecimiento de las condiciones de financiación y pérdida del ritmo de desarrollo, lo que alentó a un gran número de estos países a transformar su política económica, acometiendo reformas de corte ortodoxo. La década de los noventa es la de la aplicación generalizada de medidas de liberalización comercial y financiera, saneamiento de las finanzas públicas, ortodoxia en la gestión monetaria, todo ello en muchas ocasiones en coordinación con las instituciones financieras internacionales, y acompañado de una menor volubilidad en la aplicación de las medidas, que se mantuvieron a pesar de los cambios de Gobierno, gracias al compromiso de todo el espectro político con la consecución de los objetivos económicos a largo plazo. La mejora en la calidad junto con la predictibilidad y estabilidad de la política económica han reducido la incertidumbre acerca del comportamiento de los países. Esta cuestión es evidente sobre todo para las economías latinoamericanas, que tuvieron quizá el comportamiento más irregular en la década de los ochenta, pero es generalizable prácticamente para todos los países emergentes.

³ Evidentemente, existen notables variaciones por países, y esta afirmación es más cierta para las más dinámicas de las economías emergentes. Pero, en general, casi todos los países en desarrollo han experimentado mejoras en este período, si bien algunas de las afirmaciones no pueden ser aplicables a los más pobres. Para facilitar la obtención de los datos, todos los gráficos, sin embargo, se refieren al conjunto de los países en desarrollo.

La mayor fiabilidad y coherencia en la aplicación de la política económica estaba teniendo lugar en un entorno internacional que poco a poco se hacía más favorable para los países emergentes. Probablemente el factor más importante, y el más llamativo, se encuentra en la explosión del comercio internacional, que ha favorecido particularmente a las economías emergentes porque uno de sus motores ha sido la creciente demanda internacional de materias primas, de las que muchos de ellos son productores. En segundo lugar destaca el ya comentado aumento y diversificación de las fuentes de financiación internacional, que sucedía en un contexto de tipos de interés extraordinariamente bajos, lo que no sólo facilitó la financiación en condiciones más favorables que nunca, sino que derivó hacia los mercados emergentes un volumen de flujos financieros creciente, en busca de mayores rentabilidades que las que se obtenían en las economías desarrolladas. Por otro lado, en los últimos años se asiste también a una fortísima expansión de los flujos de inversión, tanto directa como en cartera. Esto ha proporcionado a las economías emergentes una fuente de financiación estable y no generadora de deuda (Gráfico 4).

Como consecuencia, en sólo diez años, de mediados de los noventa a mediados de la década de 2000, la mayor parte de los países emergentes registraron una mejora sin precedentes de sus indicadores macroeconómicos, reflejada en disminuciones muy evidentes en los principales desequilibrios. El esfuerzo por ampliar las bases impositivas y racionalizar la estructura de gasto desembocó en una reducción importante de los saldos negativos de las balanzas del sector público que, en promedio, pasaron de un déficit del 3 por 100, en 1995, a apenas el 1 por 100, en 2006. Paralelamente se asistió a un descenso gradual del monto de la deuda pública, junto con una ostensible mejora de la estructura de endeudamiento, reduciéndose el peso de la deuda a corto plazo y en moneda extranjera, que, junto con la fijación de tipos de cambio que también han ido desapareciendo, fue clave en los episodios de *default*.

GRÁFICO 4
INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA
(En miles de millones de dólares)



FUENTE: UNCTAD, World Investment Report, 2008.

Por su parte, el saneamiento de las balanzas de pagos ha sido consecuencia directa del fuerte aumento de la demanda internacional, en especial de materias primas, y la rapidísima expansión del comercio mundial. En promedio, el saldo de la balanza por cuenta corriente para el conjunto de las economías en desarrollo pasó de registrar un déficit equivalente al 2 por 100 del PIB, en 1995, a un superávit del 2 por 100 una década después. Esta tendencia, además, ha continuado en los años siguientes, e incluso el año pasado en el que la magnitud de la crisis ha conducido a una reducción de los intercambios comerciales, se estima que el superávit por cuenta corriente habrá estado en torno al 2 por 100 del PIB (Gráficos 5 y 6).

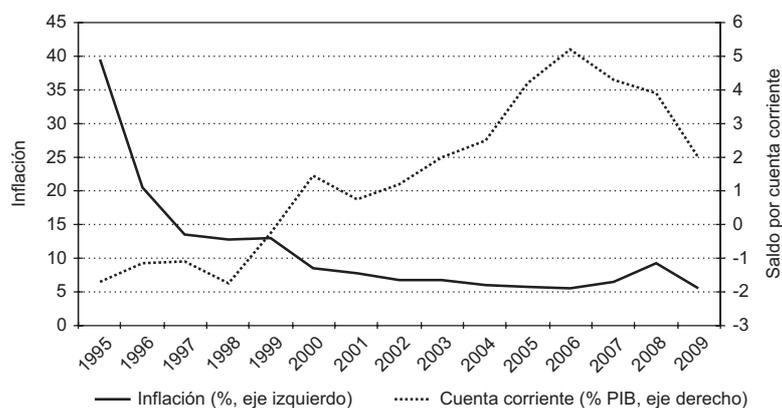
Fruto de esta evolución, se ha producido una notable acumulación de reservas en un gran número de las economías emergentes (extraordinaria en algunos casos), que, junto con la reducción de los desequilibrios de la balanza de pagos, configura un panorama mucho más favorable en cuanto a la evaluación de su situa-

ción de liquidez. Por último, se ha producido una radical mejora de la situación de endeudamiento en términos relativos: en proporción al producto nacional bruto, la deuda total ha pasado del 35 por 100 al 25 por 100 entre 1990 y 2007. Todavía es más llamativa si se la compara con los ingresos de balanza de pagos: si en 1990 el volumen de la deuda era 1,8 veces el volumen total de exportaciones, en 2007 esa proporción se había dividido por tres.

De todo el panorama descrito puede deducirse que, en efecto, el riesgo asociado a las operaciones con los países emergentes se había reducido; tanto la evolución internacional como la interna de los propios países habían dado lugar a un contexto en el que los indicadores de solvencia eran mucho más favorables que en el pasado, y las formas de financiación más accesibles y menos onerosas. Pero, además de estos factores contrastados con los hechos, el mercado se ha caracterizado por un talante, digamos, optimista, que ha contribuido también a que la percepción del riesgo haya disminuido.

GRÁFICO 5

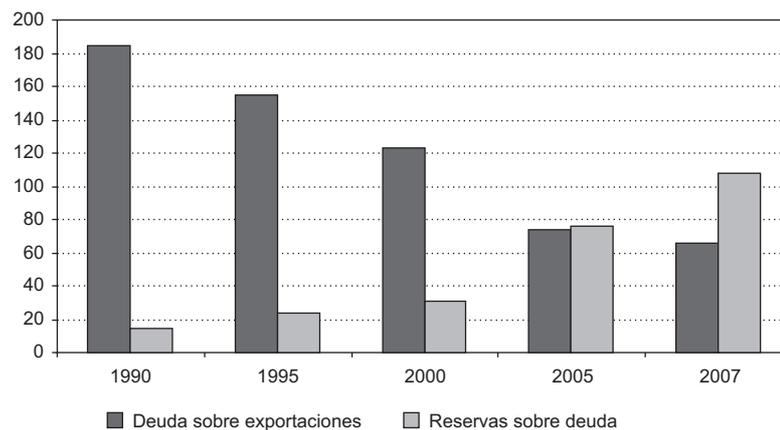
INFLACIÓN Y SALDO POR CUENTA CORRIENTE
(En %)



FUENTE: FMI, World Economic Outlook Database, oct. 2009.

GRÁFICO 6

RATIOS DE DEUDA
(En %)



FUENTE: BM, Global Development Finance, 2009.

Tras la resolución de las crisis de la deuda y los grandes prepagos de muchos de los principales países emergentes que han tenido lugar a lo largo de la década de los noventa y los primeros años de este siglo (Brasil, Colombia, Chile, México, Polonia, Rusia, Argelia...)⁴ la cuestión de la deuda para estos países había dejado de ser un problema. Por otro lado, la proporción de deuda pública en buena parte de ellos también se ha reducido mucho, dado que en las economías más dinámicas es el endeudamiento privado el responsable del aumento total de la deuda externa. En los últimos años, con la notable excepción de Argentina, no se habían producido impagos por parte de los Estados. La percepción generalizada, pues, era que muy difícilmente volverían a producirse *defaults* soberanos, y menos aún de la forma generalizada en que tuvieron lugar en los años ochenta. Finalmente, la mejora del entorno económico internacional y de la propia situación de los países emergentes implicaba un menor riesgo de que los factores que tienen que ver con decisiones políticas o con la evolución macroeconómica afectasen a la marcha del sector privado. De esta forma el mercado percibía también una disminución del riesgo sistémico.

¿Era real esa percepción de ausencia de riesgo? Hemos descrito anteriormente cómo se había producido un descenso del riesgo real; pero a pesar de ello, el hecho es que sí se han producido problemas de pagos y sí ha habido crisis en los últimos diez años. Ciertamente, hay una diferencia fundamental con los grandes impagos de los años ochenta, y es que, al menos hasta ahora, su duración ha sido mucho más breve y los países han vuelto a acceder a los mercados financieros con normalidad en breve plazo. Quizá por ello, tan rápidamente como se han superado las crisis, los agentes parecían olvidar la probabilidad (es decir el riesgo), de que se volvieran a producir.

Una medida de esa mejora de la percepción del riesgo se observa en la reducción de los *spreads* a todo lo

largo de la década de los 2000 (Gráfico 7). En la evolución del EMBI (Emerging Markets Bond Index) combinado, contrastan los altos niveles registrados durante las crisis financieras asiática y rusa, así como breves picos en 2001-2002. A partir de ahí la caída es fuerte y prolongada, e incluso puede verse cómo el alza provocada por la crisis a finales de 2008 no ha llevado el *spread* de emergentes a las cotas alcanzadas en 2001-2002. Otro ejemplo palpable de esa mejora en la percepción se encuentra en la evolución de la clasificación de riesgo país de la OCDE⁵. En el Gráfico 8 puede verse como mejora continuamente, en una muestra correspondiente a economías emergentes y dinámicas, pero es extrapolable a otras categorías de países; así, entre 1999 y 2008 el número de países clasificado en grupo 7 (el de mayor riesgo) ha pasado de 60 a 44 y el número de mejoras entre 1999 y 2007 fue de 93 por sólo 41 empeoramientos.

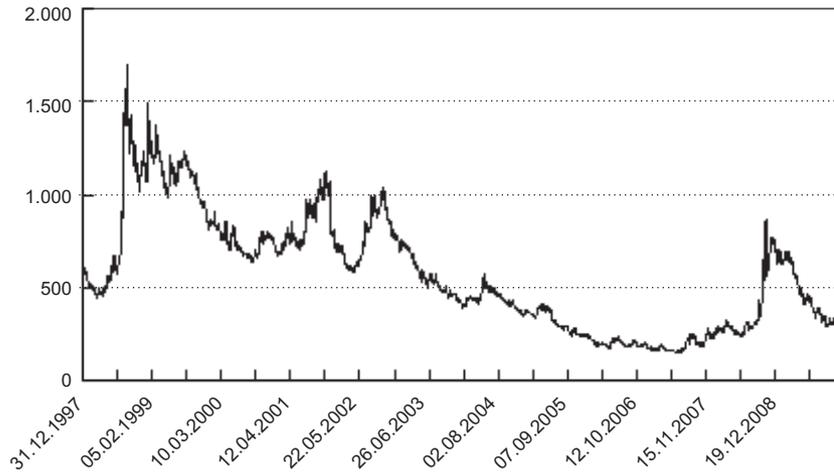
El resultado financiero del negocio

Uno de los elementos que marcan la gestión de las ECAs y que diferencian este instrumento de otros mecanismos de apoyo es el mandato de que sus resultados financieros sean equilibrados en el largo plazo. Este objetivo, impuesto por la OMC, responde al convencimiento de que este instrumento puede gestionarse con un sistema de precios y de asunción de riesgos con criterios próximos a los de mercado, que permitan su equilibrio en un largo período de tiempo. Lo que es inevitable, dada la naturaleza de los riesgos y de las operaciones que se manejan, es que existan períodos en los que el sistema sea deficitario. Esta es la razón fundamental por la que este

⁴ Es importante recordar que la decisión por parte de estos países de prepagar su deuda pendiente se sustenta en la rentabilidad financiera que supone cancelar deuda contraída a tipos de interés muy superiores a los que existían entonces en el mercado.

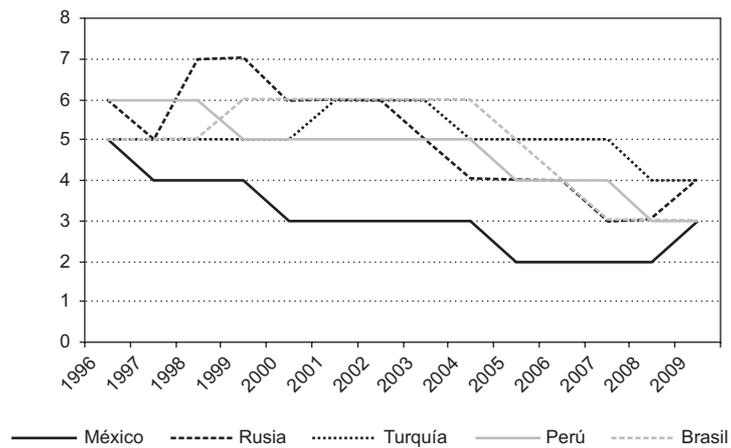
⁵ Se trata de un sistema que permite una clasificación común de países a todos los miembros del consenso de la OCDE para poder aplicar un acuerdo de primas mínimas para operaciones que tengan un mismo nivel de riesgo. Esto supone la armonización (al menos en su valor mínimo) del precio del seguro de crédito a la exportación entre todos los miembros del consenso. La clasificación se realiza a partir de un modelo econométrico consensuado entre todos los participantes cuyos resultados se ajustan por los expertos en riesgo país de cada ECA para llegar a una clasificación final de ocho grupos, siendo el grupo 0 el de menor riesgo y el grupo 7 el de máximo.

GRÁFICO 7
EMBI+ PAÍSES EMERGENTES, 1997-2009



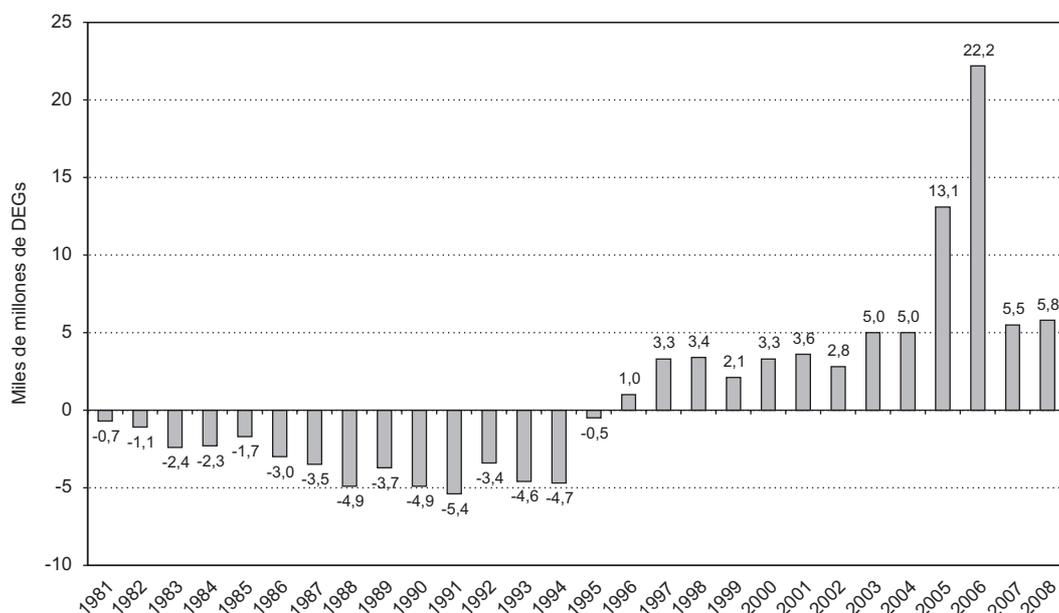
FUENTE: J. P. MORGAN.

GRÁFICO 8
CLASIFICACIÓN RIESGO PAÍS, 1999-2009



FUENTE: OCDE.

GRÁFICO 9
ECAs PERTENECIENTES A LA OCDE-FLUJO DE CAJA ANUAL



FUENTE: OCDE.

instrumento para operaciones a medio y largo plazo sigue siendo gestionado por los Estados, sin una fuerte oposición por parte de los operadores privados.

La evolución del flujo de caja⁶ agregado de las ECAs pertenecientes a la OCDE refleja claramente los fuertes déficit a los que hicieron frente, derivados de la crisis de la deuda de los años ochenta y cómo, desde el año 1996, se vuelven positivos gracias a los recobros, fundamentalmente procedentes de las grandes refinanciaciones del Club de París. Los extraordinarios superávits del año 2005 y 2006 cierran este proceso con las operaciones de pre-pago de la deuda por parte de Rusia, Argelia, Brasil y Perú (Gráfico 9).

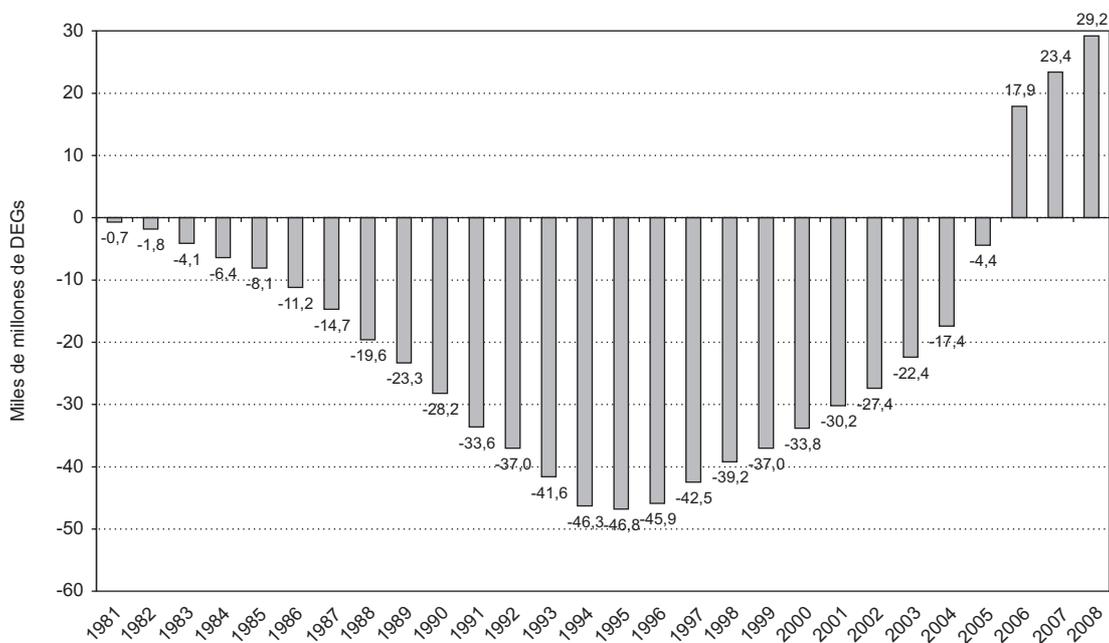
⁶ El flujo de caja en cada año es la diferencia entre los ingresos del sistema (primas + recobros) y los pagos por indemnizaciones.

Por su parte, el flujo de caja acumulado para el conjunto de las ECAs empieza a ser positivo en 2005, cuando ya se han devuelto los préstamos necesarios para financiar los déficit previos (Gráfico 10).

En el caso español el perfil del resultado financiero del sistema sigue la misma tendencia que los resultados agregados, aunque por supuesto con importes mucho más modestos. De hecho, incluso los años de corte son muy similares. Este resultado es una buena prueba de que el sistema gestionado por CESCE en nombre del Estado español, no sólo ha cumplido con el objetivo de ser equilibrado a largo plazo, sino que ha permitido un apoyo a la exportación española con un coste financiero moderado. Aunque el acumulado de los flujos de caja es positivo, ese coste financiero surge de la diferencia entre el coste de financiación de los déficit y la rentabilidad financiera de los superávits. Por otro lado, es importante señalar que el grueso de

GRÁFICO 10

ECAs PERTENECIENTES A LA OCDE, FLUJO DE CAJA ACUMULADO NETO DESDE 1981



FUENTE: OCDE.

los fallidos se concentra en muy pocos países (Cuba, Argentina y algunos países HIPC).

En definitiva, la política de asunción de riesgos y de precios, así como los mecanismos de recobro de las ECAs, han permitido durante ese período cumplir con este difícil objetivo de estabilidad financiera. Veremos si en el futuro, dada su reducida participación en el mercado y si se fuerza su papel de asegurador de última instancia tomando sólo los riesgos rechazados por el resto de los operadores privados, se mantienen estos resultados. Además, como veremos más adelante, la actual crisis económica ya ha provocado un ascenso de los siniestros a los que las ECAs tienen que hacer frente, lo que hace intuir la llegada de un nuevo ciclo de flujos negativos que pondrán a prueba la solidez financiera de este instrumento.

Por otra parte, algunas de las agencias más innovadoras iniciaron, hace años, una estrategia mucho más ofensiva, compitiendo con el mercado privado en una parte de su negocio, con el fin de lograr una cartera equilibrada que les permita actuar como asegurador de última instancia sin poner en peligro la estabilidad financiera del sistema. Sin embargo, la otra postura practicada por otras consiste en no competir con productos de mercado y restringir su actividad al segmento más tradicional del negocio, aunque sea a costa de una cartera menor y más desequilibrada en cuanto a riesgos. Esta diferencia en las actitudes responde claramente a una filosofía muy diferente sobre la relación entre el sector público y el sector privado en la actividad económica.

En cualquier caso, y como veremos ahora, la crisis ha puesto de relevancia el papel del negocio tradicional de

las ECAs como instrumento anticíclico. Se reclama, además, que lleven a cabo esa función de forma intensa sin que parezca preocupar, de momento, su impacto financiero. Es curioso que sean las propias instituciones financieras multilaterales y la misma OMC las que reclamen que los Estados, a través de las ECAs, asuman los riesgos que no quiere el mercado, cuando hace poco tiempo ponían en duda su papel en el mercado.

3. El estallido de la crisis y la actuación de las ECAs

Como ya hemos visto, en el período 2002-2007 el flujo neto de capitales privado recibido por los países emergentes creció rápidamente hasta alcanzar un record de casi 700.000 millones de dólares en el año 2007, lo que supone sólo ese año, aproximadamente, la mitad del flujo acumulado durante los diez años anteriores. Asimismo, durante ese período el comercio internacional experimenta una de las etapas de crecimiento más rápido de la historia, impulsado por la creciente inserción de los países asiáticos en el comercio internacional, con tasas de expansión anuales superiores al 15 por 100.

En lo que a los instrumentos de financiación al comercio se refiere, durante ese período se experimenta una amplia utilización de *open accounts* para la cancelación de operaciones de comercio de corto plazo. Esta operativa consiste en la cancelación mediante transferencia a 30-90 días después de la entrega, y es, por tanto, el exportador el que otorga la línea de crédito y acepta el riesgo. Estas operaciones han llegado a suponer el 78 por 100 del comercio, según datos de Global Business Intelligence. Esta operativa, aunque de bajo coste, requiere una gran confianza entre proveedor y cliente, por lo que es frecuente intrafirma y a lo largo de la línea vertical de producción para componentes. Por tanto, como se ha comprobado, es más vulnerable a la pérdida de la confianza crediticia y es más susceptible de provocar disrupciones del llamado *supply chain*. En cambio, la carta de crédito, uno de los instrumentos básicos de la financiación al comercio internacional a corto plazo y que ofrece

una mayor seguridad en el cobro, cayó hasta cerca del 10 por 100 de las transacciones, aunque mantuvo un gran peso en las operaciones con países emergentes. En cuanto a las operaciones del largo plazo, generalmente grandes proyectos de equipamiento o construcción de plantas, también se produjo un desplazamiento hacia productos bancarios habituales pero con mayor flexibilidad en los plazos y condiciones, o hacia la titulización de activos, que ofrecen a las compañías operar con costes financieros muy bajos y dar aparentemente una seguridad aceptable para las entidades prestamistas.

El escenario anteriormente descrito se vio bruscamente alterado con el agravamiento de la crisis mundial financiera a partir de septiembre de 2008, que provocó la práctica parálisis de los mercados financieros y una caída sin precedentes del comercio mundial, que ha experimentado descensos interanuales superiores al 30 por 100. Si bien parece que la mayor parte del impacto sobre los flujos comerciales se ha debido a la caída de la demanda, se produjo también una escasez relativa de instrumentos de financiación al comercio, que tienen un impacto significativo aunque difícil de medir por la falta de datos disponibles, responsable de entre el 10-15 por 100 del descenso total según el Banco Mundial (Auboin 2009). Este impacto habría sido todavía mayor si las ECAs no hubieran jugado un importante papel anticíclico. Además, su intervención ha alentado la recuperación de los flujos experimentada a partir de la segunda mitad de 2009.

El estallido de la crisis ha provocado, principalmente, dos efectos sobre la financiación al comercio: por un lado, un fuerte incremento del coste en las transacciones y, por otro, una mayor demanda de productos más seguros por parte de los exportadores. Según datos de la Cámara de Comercio Internacional (CCI), determinadas operaciones comerciales, que anteriormente llevaban precios en torno a 150 puntos básicos, recibieron durante la primera mitad de 2009 tarifas de 300 y 400 puntos básicos. Especialmente en países emergentes, como China, Turquía, Brasil, Pakistán y Bangladesh, se han registrado casos en los que el precio de las cartas de crédito se ha doblado o triplicado. Así, aunque los costes se han reducido notablemen-

te a partir de mayo de 2009, en paralelo a la mejora de la liquidez en el mercado interbancario mundial, todavía un 13 por 100 de los encuestados por el CCI en septiembre 2009 encontraba excesivamente caros estos productos. Todo indica que, al menos a medio plazo, no se volverán a registrar márgenes tan reducidos como los que se aplicaban en la etapa anterior.

Al mismo tiempo, la mayor percepción de riesgo ha empujado a las empresas que antes no contrataban productos de *trade finance*, o cancelaban sus operaciones con cuentas abiertas o pagos documentarios simples, a demandar productos más seguros. El crédito documentario retoma su pasada primacía y es en estos momentos el principal instrumento utilizado en el comercio internacional (40 por 100). Así, el fuerte aumento de la demanda explica la paradoja de que, aunque la sensación general de los exportadores es la de falta de financiación al comercio en el mercado, numerosas entidades financieras que no han tomado medidas restrictivas, han registrado un explosivo incremento en la contratación.

Por su parte, la financiación para grandes proyectos o para períodos de medio y largo plazo se ha visto especialmente afectada en el mercado privado. La situación es repentinamente la inversa a la del período 2002-2007. Las empresas, ante la imposibilidad de recurrir a los productos de financiación estructurada o de emisiones de deuda colateralizada, tan populares en los últimos años, buscan financiarse con productos de comercio, que ahora tienen un menor coste que las alternativas, si es que las hay. Al mismo tiempo, las entidades elevan los márgenes y recortan los plazos y la exposición del riesgo, y buscan, ahora, preferentemente operaciones con apoyo oficial. De este modo, el papel de las Agencias de Crédito Oficial, cuyas primas se han mantenido relativamente estables, son ahora la alternativa más barata, y a veces la única, que las empresas tienen para financiar su actividad. Además, permiten a los bancos que otorgan los créditos asegurados contar con garantías soberanas de sus Estados y, por tanto, utilizar menos de su preciado capital en un momento en que su prioridad es fortalecer el balance (Gráficos 11 y 12).

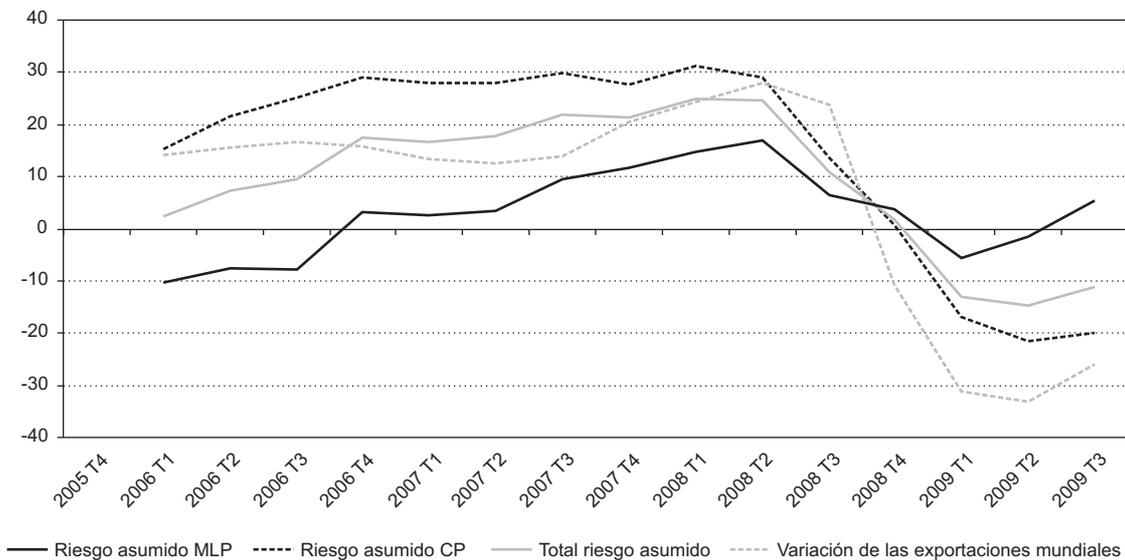
El volumen total de operaciones cubiertas por las compañías dentro de la Unión de Berna, excluyendo operaciones de inversión, descendió desde los 1,55 billones de dólares alcanzados en el segundo trimestre de 2008 hasta los 1,30 en el primer trimestre de 2009, momento a partir del cual comienza a repuntar hasta los 1,35 billones de dólares que alcanzó en el tercer trimestre de 2009. Este descenso ha sido sensiblemente inferior al experimentado por el comercio mundial. La caída en términos anuales fue del 14,7 por 100 en su punto máximo, mientras que las exportaciones mundiales sufrían una reducción del 33,2 por 100 en ese mismo período. Así, el riesgo cubierto por las compañías dentro de la Unión de Berna ha incrementado, de forma notable, su peso sobre las exportaciones mundiales hasta el 11,05 por 100, aproximadamente un 2 por 100 más que en 2007⁷ (Gráfico 13).

Aunque esta evolución global de las cifras de la Unión de Berna ya es significativa como amortiguador en la caída de estos flujos, el mayor esfuerzo anticíclico se ha producido en el negocio a medio y largo plazo, uno de los segmentos del mercado más afectados por la crisis. En efecto, hay que destacar que la emisión a MLP apenas cae, y registra tasas de crecimiento casi inmediatamente. En el último trimestre de 2009 este crecimiento ha sido en términos anuales del 5,5 por 100, lo que lleva a alcanzar un record histórico de 540.821 millones de dólares de riesgo cubierto en este tipo de operaciones. Más reveladora resulta, incluso, la evolución de las ofertas emitidas que, a partir del segundo trimestre de 2008, registran un rápido incremento, desde algo menos de 100.000 millones de dólares hasta cerca de 150.000 millones de dólares. Esta actitud contrasta, además, con la evolución de los siniestros que las compañías han experimentado. En el se-

⁷ El porcentaje sobre las exportaciones mundiales en un año posiblemente infravalora el peso real del seguro de crédito en el comercio, ya que el grueso del riesgo asumido pertenece a las operaciones cubiertas en corto plazo, que tienen una duración habitual de entre 90 y 180 días.

GRÁFICO 11

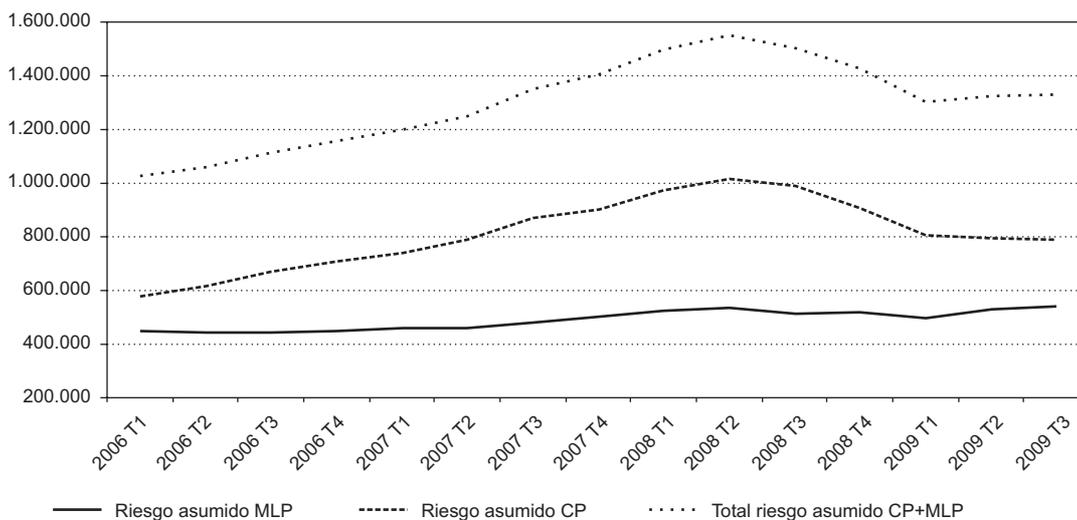
EL RIESGO ASUMIDO POR LAS ECAs VS. EXPORTACIONES MUNDIALES
(Variación anual en %)



FUENTE: Elaboración propia.

GRÁFICO 12

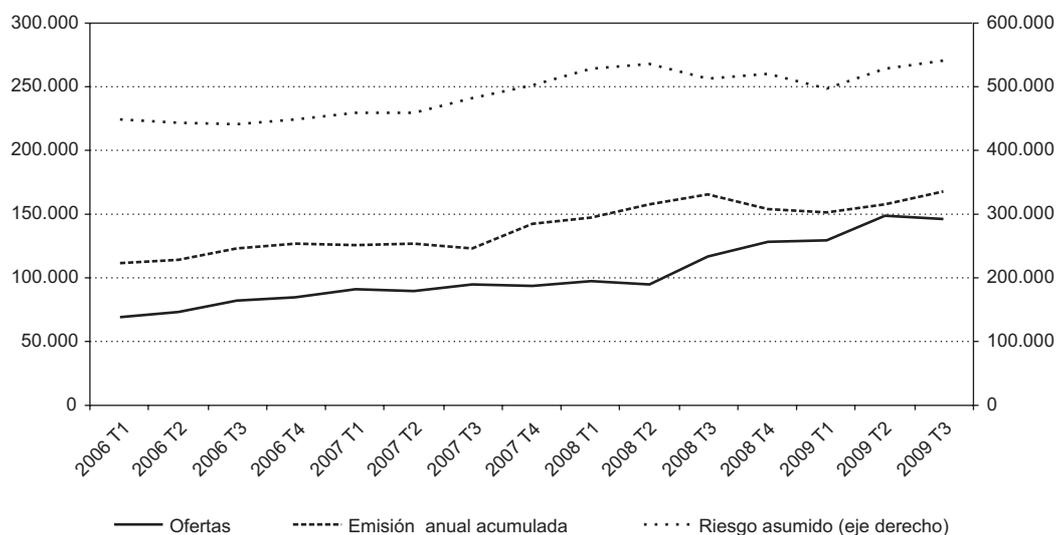
RIESGO ASUMIDO POR LAS ECAs 2006-2009
(En millones de dólares)



FUENTE: UNIÓN DE BERNA.

GRÁFICO 13

ECAs, NEGOCIO A MLP
(En millones de dólares)



FUENTE: UNIÓN DE BERNA.

gundo y tercer trimestre de 2009⁸ se produce un dramático incremento de los siniestros, que alcanzaron, en el último período, 2.424 millones de dólares, lo que contrasta con los poco más de 500 millones de dólares registrados a lo largo de 2008 (Gráfico 14).

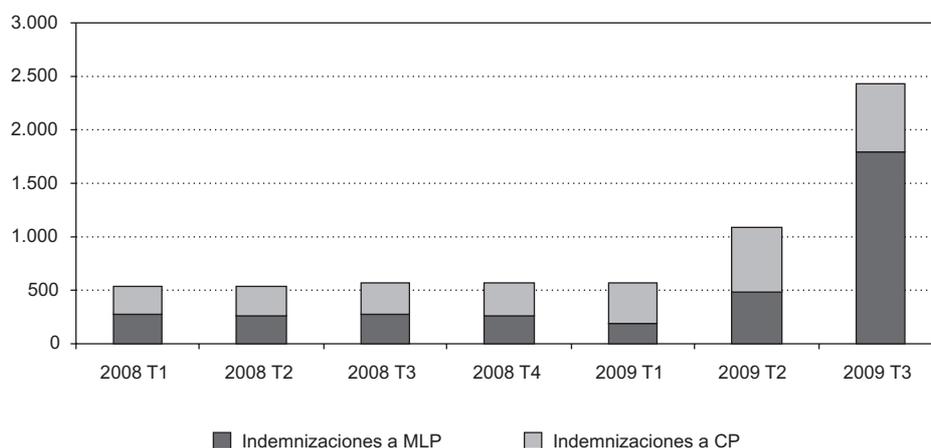
El esfuerzo no sólo ha consistido en mantener el volumen de apoyo oficial en momentos difíciles. Numerosos países han tomado medidas para ampliar las funciones y el alcance de las ECAs. Algunas compañías que antes no participaban en el mercado de riesgos comerciales a corto plazo, por considerar que estaba bien

cubierto por el sector privado, comienzan a participar en él, lo que ha contribuido a amortiguar la caída en este segmento de la actividad. No obstante, la medida más extendida es la ampliación de los límites a la contratación de riesgos. Así, la mayor parte de las ECAs de la OCDE han ampliado ya sustancialmente su capacidad de contratación, y muchas otras están estudiando hacerlo. También un buen número de compañías ha ampliado el porcentaje de cobertura para riesgos comerciales, llegando a tasas de entre 95-100 por 100. Asimismo, algunas ECAs con capacidad de financiar directamente, están ampliando el apoyo al capital y la liquidez de las empresas exportadoras con nuevas líneas de crédito.

CESCE es una de las ECAs que ha liderado esta tendencia y que más activamente ha jugado su papel anticíclico. A diciembre de 2009 la emisión de riesgo por cuenta del Estado se había incrementado un 32

⁸ Las indemnizaciones de cada trimestre obedecen a impagos producidos en períodos anteriores, ya que es habitual un período de espera mínimo de tres meses para indemnizar un impago. Así, la evolución de los siniestros sitúa, en realidad, el inicio del incremento de impagos entre el tercer trimestre de 2008 y el primero de 2009, en línea con el estallido de la crisis.

GRAFICO 14
EVOLUCIÓN DE LAS INDEMNIZACIONES
(En millones de dólares)



FUENTE: UNIÓN DE BERNA.

por 100 respecto al mismo período del año anterior, pasando de 5.526 millones de euros a 7.293 millones de euros. Así, el riesgo total asumido por cuenta del Estado crecía también de forma notable hasta los 13.065 millones de euros, la cifra más alta desde hace más de un lustro. Pero, al igual que ocurría en las cifras globales de nuestros colegas, este resultado encubre un crecimiento extraordinario en la contratación de pólizas individuales⁹, en las que el crecimiento ha sido de algo más del 140 por 100 (4.171 millones de euros, en 2009, frente a 1.171 millones de euros, en 2008). Por eso, a partir de 2009 el límite presupuestario a la contratación de pólizas individuales se incre-

mentaba de 4.500 millones de euros a 9.000 millones de euros al año, por lo que podrá seguir ampliando la magnitud del apoyo ofrecido a los exportadores en los próximos años. Por otra parte, al tiempo que aumentaba la demanda para cubrir operaciones también lo ha hecho la variedad y tipología de las mismas (Gráfico 15).

En este sentido, llama la atención el fuerte incremento de la demanda de operaciones de crédito suministrador y de fianzas, así como de un volumen significativo de pólizas de garantías bancarias o confirmaciones de crédito documentario, que reflejan la falta de crédito y la pérdida de confianza entre las entidades bancarias. De hecho, son estas pólizas las que mejor cubren las necesidades del exportador cuando no encuentra financiación explícita para el proyecto (crédito suministrador) y las de los bancos financiadores para poder seguir aceptando riesgo de exportadores sin forzar sus límites internos ni sus requerimientos de capital (fianzas a fiadores y garantías bancarias) (ver Recuadro 1).

⁹ Las pólizas individuales son las que independientemente de su plazo de amortización, responden a contratos individuales de exportación, frente a las pólizas abiertas (típicas de corto plazo) en las que se integran todas las ventas recurrentes a todos los deudores de un asegurado, sin contratos individuales que respalden cada transacción.

RECUADRO 1

«RIESGO ESPAÑA», UN NUEVO RIESGO EN LA CARTERA DE CESCE

Probablemente dos de los productos menos conocidos de CESCE son precisamente los que están encontrando un protagonismo especial en este período de crisis y de restricciones financieras en España. Mientras que los productos que aseguran el riesgo de las operaciones de exportación son casi universalmente conocidos entre los clientes de la Compañía —riesgo de crédito del deudor, riesgo de resolución de contrato, riesgo de ejecución indebida de las fianzas, los riesgos políticos que afectan a los créditos o las inversiones— las pólizas de Fianzas Fiadores y de Garantías Bancarias no lo son tanto.

Estas coberturas, que existen desde los inicios de la Compañía, cubren un riesgo que, en los últimos años, el mercado había eliminado de nuestros libros, el «riesgo exportador». Efectivamente, bajo la Póliza de Fianzas Fiadores, CESCE cubre al emisor de un aval, o una fianza relacionada con un contrato de exportación, el riesgo de que, una vez ejecutada la fianza por cualquier causa, el exportador no le reembolse ese importe. Es decir, CESCE asume el riesgo de impago de la empresa española. Bajo la de Garantías Bancarias, también en desuso hasta fechas recientes, la cobertura de CESCE se extiende sobre créditos de prefinanciación de exportaciones. De nuevo se cubre el riesgo de impago de un exportador, en este caso del crédito recibido de un banco para la prefinanciación de un contrato.

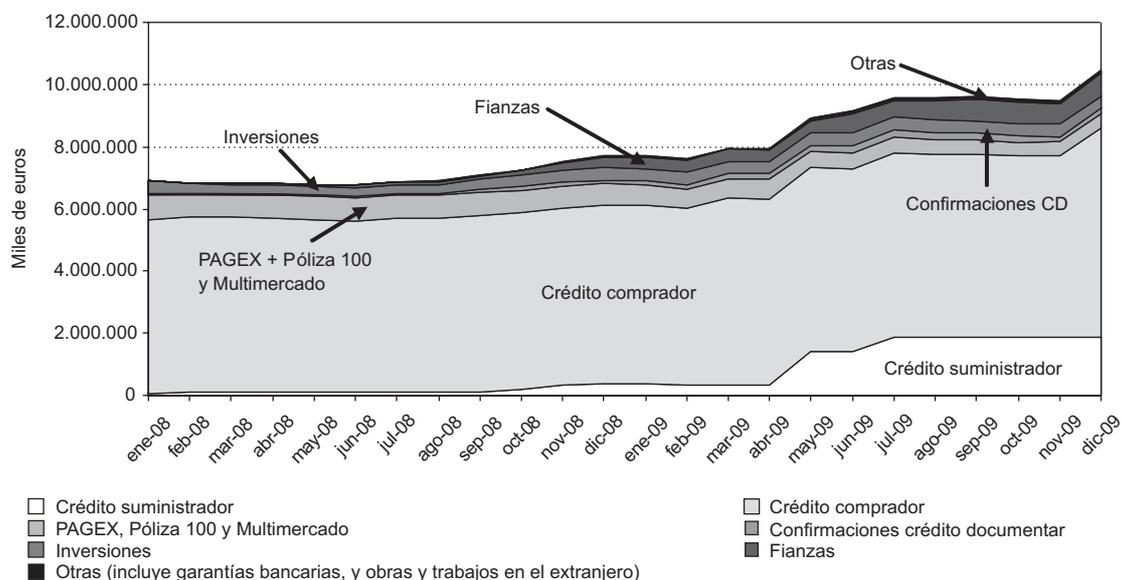
Durante años este «riesgo exportador» lo han asumido los bancos. Son riesgos —los del balance de las empresas españolas— que la banca española maneja bien. La intervención de CESCE en operaciones de crédito a compradores extranjeros se justifica por la dificultad de asunción de riesgos, a plazos largos, sobre deudores extranjeros, con un componente de incertidumbre que, al ser poco medible, es difícil de asumir. Sin embargo, la valoración del riesgo crediticio de las empresas españolas, a plazos cortos o medios, forma parte de la actividad diaria de la banca. La crisis financiera y la escasez de crédito han dado la vuelta a esta situación, y la demanda de estos productos se ha disparado.

Estas coberturas permiten a la banca o a los emisores de garantías, a favor de los exportadores españoles, sustituir riesgo exportador por riesgo CESCE y liberar capacidad a favor de los exportadores. En la mayoría de los casos que hemos estudiado durante los últimos meses, la razón fundamental esgrimida por los bancos para solicitar la cobertura de este riesgo a CESCE ha sido la de las restricciones internas de las instituciones financieras, y su deseo de seguir apoyando a clientes tradicionales en un contexto de disminución de límites en las líneas de crédito y avales casi generalizada.

De hecho, la emisión de seguro para estas dos modalidades ha experimentado un incremento de más de un 100 por 100 en el caso de las fianzas, y ha pasado de inexistente a comenzar a ser significativa en el caso de la cobertura de créditos de prefinanciación. A cierre de 2009, y aunque no forma parte de las estadísticas habituales de CESCE, habría que situar el riesgo sobre empresas españolas, «riesgo España», entre las primeras 15 concentraciones de riesgo por cuenta del Estado.

GRÁFICO 15

CESCE: CAPITAL COMPROMETIDO POR CUENTA DEL ESTADO SEGÚN MODALIDAD



FUENTE: Elaboración propia. «Otras» incluye garantías bancarias y el seguro de obras y trabajos en el extranjero.

4. Conclusiones

La evolución de las ECAs, desde los años setenta, constata que este instrumento de apoyo oficial ha conseguido cumplir su difícil mandato de apoyar la financiación del comercio exterior para plazos y perfiles de riesgo no cubiertos por el mercado privado, al tiempo que ha supuesto un coste mínimo para los Estados. Esto sólo ha sido posible teniendo en cuenta un largo período marcado por los flujos de caja negativos de la década de los ochenta, contrarrestado por el ciclo de flujos positivos iniciado a mediados de los noventa. Del mismo modo, la actual crisis económica, con el deterioro de los riesgos cubiertos y el repunte de los impagos, apunta el inicio de un nuevo ciclo que podría poner a prueba la so-

lidez financiera de estas instituciones. Esta posibilidad se ve, además, acentuada por el intenso papel anticíclico que están jugando ante la súbita escasez de financiación al comercio en el mercado privado.

Efectivamente, aunque seguramente otros instrumentos financieros han sido golpeados más duramente, lo cierto es que el comercio internacional se ha visto dañado por los efectos de la crisis sobre los instrumentos de crédito. En primer lugar, la restricción de capital en los balances de las entidades financieras y el bloqueo del mercado secundario han limitado, significativamente, la capacidad de los bancos para dar cabida a una demanda creciente de productos de crédito al comercio. En segundo lugar, el ascenso de los diferenciales interbancarios ha elevado notablemente el precio

que las empresas deben pagar por ellos, y, aunque a partir de la segunda mitad de 2009 se han reducido mucho, en paralelo a la mejora de las condiciones del mercado interbancario mundial, posiblemente tardaran muchos años en volver a los reducidos niveles que se cobraban hace apenas dos años. Cabe pensar que no volverán a niveles tan bajos, ya que, en gran parte, dichos márgenes eran una anomalía derivada de la excesiva abundancia de crédito y la infravaloración de los riesgos, que precisamente estuvieron en el origen de la crisis. En este marco, las instituciones financieras internacionales, los Gobiernos y, especialmente, las ECAs están jugando un papel crucial como instrumento anticíclico que permite que los flujos de comercio no sean dañados más de lo que la propia caída de la demanda provoca ya de por sí.

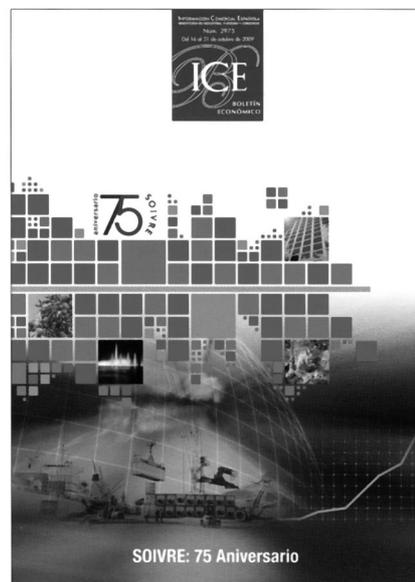
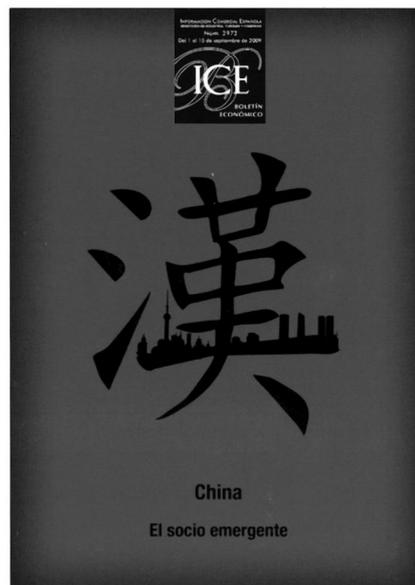
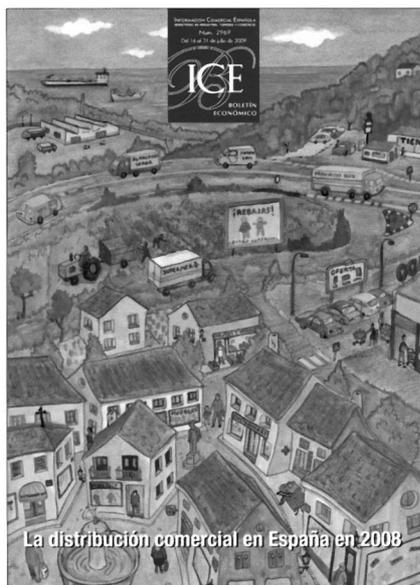
Finalmente, ante la creciente importancia de la financiación a las exportaciones y el relevante papel que las ECAs están jugando, cabe preguntarse si esta evolución será una tendencia pasajera, fruto de la crisis, o marca un cambio de tendencia en los mercados financieros que continuará más allá de los próximos años. El papel anticíclico de las ECAs implica que, en principio, una vez que se recuperen los mercados financieros resurgirán otros instrumentos de financiación, y las ECAs perderán su actual protagonismo. Sin embargo, la crisis ha revelado la gran importancia que tienen estas instituciones en el normal funcionamiento del comercio mundial en tiempos de crisis, algo que no debería olvidarse en el futuro. Además, aunque es lógico que el seguro por cuenta del Estado abandone las operaciones de riesgo comercial a corto plazo al sector privado, cabe también pensar que buena parte de las operaciones privadas, que durante la fase expansiva irrumpieron en los ámbitos clásicos del apoyo oficial, lo hacían fruto de la excesiva liquidez e infravaloración del riesgo que caracterizó dicho período. Así, la correc-

ta valoración de los riesgos debería llevar en tiempos normales a un papel relevante del apoyo oficial de las ECAs en mercados de riesgo medio y alto y en plazos de amortización prolongados.

Referencias bibliográficas

- [1] AUBOIN, M. (2009): «Boosting the Availability of Trade Finance in the Current Crisis: Background Analysis for Substantial G-20 Package», *CEPR Policy Insight*, número 35, junio, Londres.
- [2] BANCO MUNDIAL (2007): «Global Development Finance: The Globalization of Corporate Finance in Developing Countries», Washington, Banco Mundial.
- [3] BANCO MUNDIAL (2009): «Global Development Finance: Charting a Global Recovery», Washington, Banco Mundial.
- [4] CONFERENCIA DE LAS NACIONES UNIDAS SOBRE COMERCIO Y DESARROLLO (UNCTAD) (2008): *World Investment Report 2008*, Ginebra, UNCTAD.
- [5] COMPAÑÍA ESPAÑOLA DE SEGUROS DE CRÉDITO A LA EXPORTACIÓN (CESCE) (1994): *Futuro del seguro de crédito a la exportación*, Madrid, CESCE.
- [6] CHAUFFOUR, J. y FAROLE, T. (2009): «Trade Finance in Crisis. Market Adjustment for Market Failure», *World Bank Policy Research Working Paper*, número 5003, julio, Washington.
- [7] INSTITUTO DE CRÉDITO OFICIAL (ICO): «La financiación de exportaciones con apoyo oficial: el contrato de ajuste recíproco de intereses (CARI). Guía práctica», Madrid, Cuadernos ICO.
- [8] INTERNATIONAL CHAMBER OF COMMERCE (2009): «Rethinking Trade Finance 2009: An ICC Global Survey», *documento número 470-1120*, marzo, París.
- [9] INTERNATIONAL CHAMBER OF COMMERCE (2009): «ICC Trade Finance Survey. An Interim Report, Summer 2009», *documento número 470-1124*, septiembre, París.
- [10] STEPHENS, M. (1999): *The Changing Role of Export Credit Agencies*, Washington, Fondo Monetario Internacional.
- [11] UNIÓN DE BERNA (2009): *Berne Union 2009*, Londres, Exporta Publishing & Events Ltd.
- [12] WANG, J. y RONCI, M. (2006): *Access to Trade Finance in Times of Crisis*, Washington, Fondo Monetario Internacional.

ÚLTIMOS MONOGRÁFICOS PUBLICADOS



Información:
Ministerio de Industria, Turismo y Comercio
Paseo de la Castellana, 162-Vestíbulo
28071 Madrid
Teléf. 91 349 36 47