

Rafael Loring Rubio*

CESCE: SU APORTACIÓN A LA INTERNACIONALIZACIÓN ESPAÑOLA

En el artículo repasamos, brevemente, el origen, sustento teórico y evolución en los últimos 40 años del seguro de crédito con apoyo oficial, tal y como ha sido desarrollado por la Compañía Española de Seguro de Crédito a la Exportación (CESCE) desde su creación en 1970. Se muestra el notable impacto que ha tenido este instrumento en el proceso de apertura de la economía española, particularmente en su etapa inicial, así como el continuo proceso de transformación de la actividad en función de los cambios en el sistema financiero y en el marco regulatorio. También veremos cómo CESCE ha cumplido con relativo éxito la función de promoción de la exportación y de asegurador de última instancia con un reducido coste financiero para el Estado en el largo plazo. Por último, se repasa con especial atención la importante función anticíclica que ha tenido este instrumento a partir de la crisis financiera de 2009 y el constante reto que, todavía, supone para CESCE la problemática situación del sistema financiero español.

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

Clasificación JEL: G20, G22.

1. Introducción

El comercio internacional juega un papel clave en el desarrollo de las naciones y el bienestar de sus ciudadanos. La teoría económica clásica muestra cómo el comercio permite aprovechar las ventajas comparativas

y ampliar la frontera de posibilidades de producción. Sin embargo, los beneficios de tener una economía abierta van más allá. Las empresas que salen al exterior deben mantenerse competitivas en un mercado global más exigente. Están expuestas a una mayor presión con respecto a la innovación, los cambios tecnológicos y la constante formación de sus trabajadores. De esta forma, constituyen uno de los principales motores del crecimiento de la productividad de un país, la fuente última del crecimiento económico y bienestar a largo plazo.

* Analista Riesgo-País CESCE.

El autor agradece a Rocío Uriarte de la Dirección de Medio y Largo Plazo de CESCE su aportación al subapartado 3.4 del artículo.

Además, desde la óptica de cada país individual, una fuerte capacidad exportadora permite crecer a mayores tasas sin generar desequilibrios, que suelen ser el origen de crisis económicas como la que actualmente sufre España. No es de extrañar, pues, que los Estados promuevan de forma activa la exportación y la internacionalización de sus empresas desde hace décadas.

Las Agencias de Crédito a la Exportación (ECAs por sus siglas en inglés) son uno de los instrumentos de apoyo a la internacionalización más antiguos y que mayor peso han tenido como instrumentos de ayuda financiera oficial. CESCE, la ECA española, lleva más de 40 años en funcionamiento y ha acompañado el proceso de la apertura española al exterior. Ha tenido un papel muy relevante en la transformación económica de España, desde una economía cerrada a una plenamente insertada en el comercio internacional. En relación a las exportaciones el seguro de crédito tuvo un peso enorme en las primeras décadas de este proceso, para luego, al igual que sucedía con nuestras homólogas en otros países, perder importancia relativa ante el auge del comercio internacional y el desarrollo de los mercados de capitales. Así, la propia Compañía ha tenido que reinventarse de forma lenta pero continua, espoleada por los cambios en el sistema financiero mundial y los acuerdos regulatorios internacionales.

A lo largo de este artículo nos centraremos en la actividad tradicional de CESCE: el seguro de crédito a la exportación española por cuenta del Estado. Sin embargo, es necesario señalar que la actividad del grupo CESCE hoy en día va mucho más allá. Al igual que la mayor parte de las ECAs de la OCDE, ha ido transformándose para dar respuesta a una demanda cambiante. La CESCE actual es muy distinta a la de sus orígenes, no en vano se define como una compañía de gestión integral del riesgo comercial. Así, no solo ha expandido la variedad de productos ofrecidos por cuenta del Estado para cubrir, por ejemplo, operaciones de inversión o, más recientemente, distintas tipologías de garantías y avales bancarios; también el grupo CESCE lleva a cabo desde hace dos décadas una intensa labor por cuenta propia, compitiendo en términos de mercado en la

cobertura de riesgos comerciales a corto plazo tanto en el mercado doméstico como en el de la exportación. Cuenta además con una red de filiales, con especial presencia en Latinoamérica, y es propietaria de INFORMA líder en el negocio de información financiera y comercial en España y Portugal.

Durante todo este período CESCE, en su actividad por cuenta del Estado ha debido cumplir un doble mandato: cubrir los riesgos a la exportación no cubiertos por el mercado y mantener la sostenibilidad económica a largo plazo del instrumento. Estos objetivos contrapuestos son de difícil cumplimiento ya que, por un lado, cubrir riesgos que no está dispuesto a asumir el mercado implica generalmente sufrir pérdidas, al menos durante amplios períodos de tiempo y, por otro lado, en caso de obtener beneficios, el mercado privado puede discutir el papel del seguro por cuenta del Estado como una intromisión a su libre funcionamiento. A lo largo de cuatro décadas, tanto CESCE como el resto de ECAs han sufrido estas presiones de forma alternativa. Así, en los años ochenta las fuertes pérdidas obligaron a revisar el marco regulatorio, intentando que la actividad estuviese más restringida y guiada por un análisis más exhaustivo del riesgo. En cambio, desde finales de los noventa la expansión del mercado privado y de nuevos instrumentos de financiación redujeron paulatinamente la influencia de las ECAs e incluso llegó a ponerse en cuestión el mantenimiento de sus funciones. El estallido de la crisis en 2009 ha vuelto a poner de relevancia el papel anticíclico de las ECAs como aseguradoras de última instancia. Como veremos el seguro de crédito a la exportación jugó un papel importante para suavizar la abrupta caída del comercio internacional. Por último, revisaremos las transformaciones y retos con los que se enfrenta CESCE actualmente y de cara al futuro.

2. El origen de CESCE. El mercado de seguro de crédito a la exportación y el doble mandato de las ECAs

CESCE fue fundada en 1970, creándose así en España una Agencia de Crédito a la Exportación (*Export Credit Agencies*, ECAs), nombre por el que se conoce interna-

cionalmente a las compañías que gestionan por cuenta de sus Estados los instrumentos de apoyo financiero a la exportación. El nombre es quizás algo equívoco ya que actualmente la mayor parte de estas compañías ni son agencias ni dan crédito. En realidad prácticamente todas son empresas mercantiles con entidad jurídica propia, algunas de ellas de capital privado o mixto, como CESCE, y, aunque muchas otorgan financiación directa, su actividad principal o casi exclusiva es la del seguro de crédito. Este instrumento surge para permitir a los exportadores financiar sus ventas a terceros países para operaciones en las que, debido al riesgo de la operación, los elevados importes o los largos plazos de amortización, no existe posibilidad de obtener financiación en el mercado privado. Al otorgarse el seguro, la financiación y en definitiva la operación se hace factible. Se trata, pues, de exportaciones que de otra forma no se llevarían cabo, perdiéndose los beneficios o externalidades que se derivan del comercio internacional.

En efecto, la teoría detrás del seguro de crédito a la exportación señala que el origen de este instrumento es el de servir de aseguradores de última instancia ante la presencia de un fallo de mercado. Se han esgrimido una gran variedad de razones para explicar este fallo del mercado, desde la información incompleta, unos mercados de capitales poco desarrollados en mercados emergentes, o la excesiva concentración de riesgos en que deben incurrir las aseguradoras en este negocio. A partir de *Limits of Insurability of Risks* de B. Berliner, tal como discute Ascari (2007), podemos detallar de forma más precisa las condiciones que hacen que un riesgo sea asegurable por el mercado privado y entender el origen del seguro de crédito a la exportación por cuenta del Estado:

— *Un riesgo para ser asegurable debe ser medible.* Es cierto que los riesgos cubiertos por las ECAs hoy en día están sujetos a un detenido análisis tanto por sus expertos en riesgo-país como por analistas específicos asignados a sus operaciones. Además, éste es posiblemente el área donde más han evolucionado las ECAs, con el objetivo de limitar el coste del instrumento tras las primeras décadas de funcionamiento, cuando se asegu-

raba casi exclusivamente con un objetivo de política comercial. No obstante, todavía es evidente que esta medición está sujeta a un alto grado de incertidumbre ya que implica largos plazos de amortización en países y sectores donde los riesgos pueden variar de forma drástica en poco tiempo.

— *Los sucesos deben ser independientes.* Con mucha frecuencia los riesgos asegurados por una ECA están muy concentrados en un número reducido de países y sectores, vulnerables a verse afectados por una crisis sistémica nacional. Además, los riesgos aun en distintos países tienden a estar correlacionados a causa del impacto de eventos políticos y económicos internacionales.

— *La pérdida máxima debe ser asumible.* Es frecuente que la principal concentración de riesgo de una ECA supere el 10 por 100 de su cartera. Resulta difícil que una empresa privada pudiera asumir un reparto así y arriesgarse a sufrir una pérdida de tal magnitud en su cartera.

— *La pérdida promedio debe ser moderada.* Sin embargo, las pérdidas sufridas por las ECAs han registrado una elevada volatilidad, registrando picos de siniestralidad que han supuesto amplios períodos de fuertes pérdidas.

— *La frecuencia de los sucesos debe ser elevada.* Para poder aplicar las técnicas estadísticas de predicción los riesgos deben ser sucesos frecuentes, ya que esto los hará predecibles tomados en su conjunto. En cambio, las ECAs se enfrentan con fenómenos de gran impacto pero poco recurrentes, que pueden estar décadas sin producirse.

— *El riesgo moral y la selección adversa no deben ser excesivos.* Todos los seguros incurren en cierta medida en el problema de la asimetría de la información entre el asegurado y asegurador y, como consecuencia, tienden a atraer los peores riesgos. No obstante, las ECAs, no se olvide, son colaboradoras del sector financiero, y es frecuente que las entidades de crédito únicamente recurran al seguro de crédito oficial en las operaciones de más riesgo o cuando no encuentran financiación alternativa. Evidentemente esto sucede también a causa de que los exportadores en caso de percibir un bajo riesgo por parte de sus clientes, pueden recurrir a la autofinanciación.

En definitiva, el negocio del seguro de crédito a la exportación desarrollado por CESCE por cuenta del Estado (riesgo político y comercial para operaciones de largo plazo o exclusivamente riesgo político en el corto plazo), parece reunir las características de un riesgo no asegurable por el mercado privado. De todas formas, hay que señalar que no es inusual la concurrencia del sector privado en este tipo de operaciones. Sin embargo, esto no implica que desaparezca la justificación para la actividad de las ECAs. Así, por ejemplo es más frecuente hablar de un mercado incompleto o parcial, ya que el exportador puede encontrarse, dependiendo de la operación, ante un elevado coste del seguro o de la financiación que haga inviable su operación de exportación sin la ayuda oficial.

Así pues, la posibilidad de encontrar o no instrumentos alternativos a las ECAs en el mercado privado está influida no solo por la naturaleza de la operación, sino también en gran medida por las condiciones financieras internacionales. En condiciones de amplia liquidez, bajos tipos de interés y escasa aversión al riesgo, las ECAs ven retroceder su participación en el mercado ante la expansión de la actividad privada. En cambio, en condiciones de restricción crediticia, cuando el coste de los instrumentos de financiación privada se incrementa o, incluso desaparecen, su peso tiende a aumentar. Es por ello que las ECAs cumplen también una importante función anticíclica, especialmente durante las crisis económicas, contribuyendo a suavizar la caída del comercio internacional, algo que como veremos se puso claramente de manifiesto durante la crisis financiera de 2009.

Por último, desde un punto de vista histórico debemos admitir que el desarrollo de las ECAs en sus orígenes estuvo muy influido por una política de competencia comercial e industrial de los Gobiernos de corte mercantilista. La primera ECA fue la británica ECGD, fundada en 1919 con el objetivo de recuperar las exportaciones perdidas durante el bloqueo submarino de la Primera Guerra Mundial. A partir de los años treinta, en medio de una grave crisis económica, un creciente proteccionismo y la caída del comercio mundial, comienzan a surgir las

ECAs de los principales países desarrollados¹. De todas formas, no sería hasta las décadas posteriores a la Segunda Guerra Mundial cuando su implantación se extiende a todos los países desarrollados, en gran parte por la necesidad de los Estados de igualar las condiciones financieras ofrecidas por las exportaciones de sus principales competidores.

Este origen histórico, en el que los Gobiernos ejercen una gran influencia o dirigen directamente el funcionamiento de las ECAs bajo la presión de igualar o mejorar las condiciones de sus competidores, implicó posiblemente un exceso en la toma de riesgo de las compañías, no siempre basado en criterios técnicos, lo que tendría importantes consecuencias con motivo de la crisis de la deuda de los ochenta, como veremos más adelante. Es cierto que la principal función de las ECAs es la de servir como aseguradoras de última instancia y que ello conlleva, como hemos expuesto, la posibilidad de incurrir en pérdidas significativas durante amplios períodos. Sin embargo, esta función tiene como contrapeso la necesidad de mantener la sostenibilidad económica a largo plazo del instrumento. En términos teóricos porque un coste excesivo puede acabar sobrepasando los beneficios de las externalidades producidas por el comercio internacional y, en términos más prácticos, por la necesidad de no crear problemas presupuestarios a los Estados.

Así, toma forma el llamado doble mandato de las ECAs, que por un lado obliga a CESCE a asumir riesgos en principio no asegurables pero, por otro, debe hacerlo de forma que su resultado a largo plazo sea neutro (*break even*). Para lograrlo es preciso establecer criterios objetivos y rigurosos de análisis de las operaciones y de la toma de riesgos por países que permita establecer primas y límites de cobertura acordes con los riesgos de cada operación. Esto obliga también a las ECAs a colaborar para establecer unas reglas comunes en el funcionamiento del seguro de crédito a la exportación y evitar que la necesidad de igualar las condiciones de la competencia suponga un

¹ Una de las referencias del sector es la creación en 1934 de la Unión de Berna (UB), asociación de aseguradores y financiadores de créditos a la exportación. Prácticamente la única fuente que existe hoy en día para la obtención de datos relativos al seguro de crédito a la exportación en el ámbito internacional.

coste ruinoso para sus Estados. Nace de este modo en el seno del la OCDE, el Acuerdo sobre Líneas Directrices del Crédito a la Exportación con Apoyo Oficial, más conocido como el Consenso de la OCDE².

El Consenso de la OCDE, que incluye también las reglas sobre ayuda ligada y otras medidas de apoyo oficial a la exportación, nació de manera informal en 1976 y desde entonces no ha dejado de evolucionar y ampliar su alcance regulatorio (su última reforma entró en vigor en enero de 2013). En lo que respecta al seguro de crédito, hoy en día no solo incluye un acuerdo sobre primas mínimas y plazos máximos según la naturaleza de la operación y el país, también incluye acuerdos sectoriales e incluso los procesos por los que se clasifican los distintos riesgos. Aparte del Consenso, la normativa internacional del seguro de crédito se ha ampliado también a aspectos como la protección del medio ambiente (2001) o el control de la corrupción (2003). Este extenso marco normativo hace difícil a las ECAs de la OCDE, en muchas ocasiones, poder adaptar sus productos a las condiciones cambiantes del mercado. Asimismo las coloca evidentemente en desventaja ante la creciente presencia de otras ECAs de reciente creación en países emergentes que no están adheridas al Consenso.

3. Cuatro décadas de apoyo a la internacionalización. La evolución de las cifras del negocio

Los años setenta y ochenta. La era dorada del seguro de crédito a la exportación y los efectos de la crisis de la deuda

Durante la primera década de su existencia, la evolución del seguro de crédito a la exportación fue un factor clave en el crecimiento de la exportación española. Al

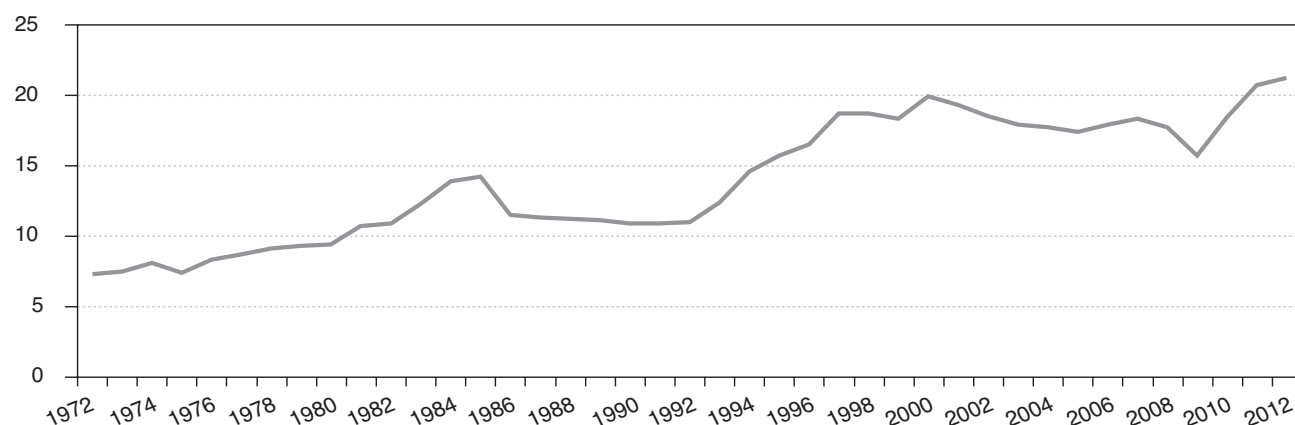
comienzo de este período España era una economía muy cerrada. El grado de apertura, medido por el comercio de bienes, era de tan solo el 17,8 por 100 del PIB en 1971, mientras que las exportaciones de mercancías suponían apenas un 7 por 100. De todas formas, registró un crecimiento muy notable en la siguiente década. En el año 1985, justo antes de la entrada en la entonces Comunidad Económica Europea (CEE), las exportaciones españolas habían duplicado su peso en el PIB, hasta representar el 14 por 100 (Gráfico 1).

La influencia de CESCE en este primer impulso al proceso de internacionalización de España es innegable. El peso, tanto de la emisión del seguro de crédito como del capital comprometido de CESCE por cuenta del Estado en relación a la exportación española, durante esta primera década crece rápidamente y alcanza unos niveles asombrosamente altos, que no volverán a registrarse nunca más. En concreto, la emisión anual del seguro de crédito promedió durante el período 1971-1982 un volumen que equivale al 16 por 100 de las exportaciones. El porcentaje aumenta hasta el 27 por 100 de las ventas al exterior, si tomamos como referencia el capital comprometido. Esta tendencia se rompe a partir de 1982 con el estallido de la crisis de deuda en los países emergentes. En dicho año la emisión llegó a suponer casi el 25 por 100 de la exportación española, mientras que el capital comprometido alcanzó su máximo histórico, un abultado 43 por 100 de nuestras ventas al exterior.

Podría pensarse inicialmente que estas cifras son fruto de los escasos volúmenes de exportación que se registraban en España en los años setenta. Sin embargo, el resto de ECAs de los países de la OCDE registra una evolución idéntica. Así, la emisión del seguro de crédito de los integrantes de la Unión de Berna (ver nota 1) experimentó también un rápido crecimiento y alcanzó un máximo histórico en términos relativos en 1982, llegando a suponer ese año un espectacular 21,3 por 100 de las exportaciones mundiales. Algunos países registran cifras similares o superiores a las españolas. Así por ejemplo, el programa de apoyo a la exportación del Ministerio de Comercio Internacional e Industria japonés llegó a cubrir el 37 por 100 de sus exportaciones en 1983. Freinberg (1982) estima que

² A partir de 2003 pasa a llamarse simplemente Acuerdo sobre Crédito a la Exportación con Apoyo Oficial. Tiene naturaleza de acuerdo entre caballeros, aunque para los países de la UE es de obligado cumplimiento al formar parte del acervo comunitario (Reglamento de la UE 1233/2011).

GRÁFICO 1
EXPORTACIONES DE BIENES / PIB
(En %)



FUENTE: Datos de Balanza de Pagos, Ministerio de Economía y Competitividad.

la ECA estadounidense, el US Eximbank, comprometió durante los años setenta más deuda a largo plazo con los países en desarrollo que todo el sistema bancario estadounidense (Gráfico 2).

Además, también al igual que sucede con las compañías colegas, el resultado económico del negocio fue positivo para el Estado español durante esta etapa. En el período 1972-1982 las primas totales devengadas constituyeron un 158,2 por 100 de los pagos brutos por indemnizaciones y un 219 por 100 las indemnizaciones netas de recobros. De nuevo, esta evolución se ve truncada brutalmente a partir de 1982.

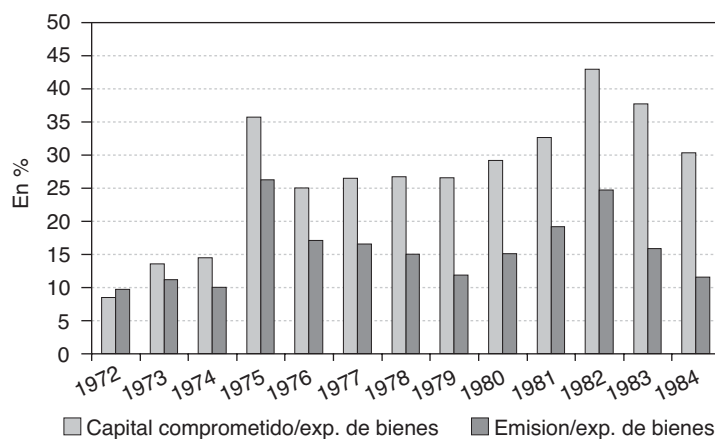
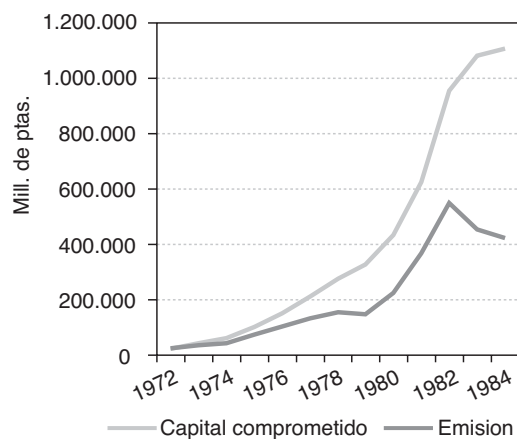
En realidad, el inicio de la crisis económica internacional data de 1979, con el *shock* petrolero, y alcanza su punto álgido en 1981, que hasta la crisis de 2009 contaba con el dudoso honor de ser el único año desde la Segunda Guerra Mundial que había registrado una contracción del comercio mundial. Será poco después, cuando las drásticas subidas de tipos de la Reserva Federal estadounidense para hacer frente a la inflación (el tipo de referencia alcanzó el 19 por 100 en 1981), golpearán con especial dureza a los países latinoameri-

canos que habían mantenido unas políticas económicas excesivamente laxas y de sobreendeudamiento en dólares. En agosto de 1982 México anunció la moratoria de pagos al exterior, dando inicio a la crisis de la deuda de los ochenta que provocó profundos cambios en el seguro de crédito a la exportación.

Entre 1983 y 1985 las primas devengadas por cuenta del Estado español apenas cubren un cuarta parte de los siniestros; netas de recobros, la cifra no es mucho mejor (34,2 por 100). El impacto en las cifras de CESCE es especialmente notable en los casos de los *default* soberanos de México, Argentina, Cuba y, finalmente, Egipto en 1986. A esto se añadió la caída de las primas devengadas ante la menor emisión, ya que los países tradicionales destino del seguro redujeron drásticamente sus importaciones como consecuencia del desplome de su demanda interna. Así, en 1988 el peso que alcanzaron los impagos y refinanciaciones en la cartera de riesgos de la compañía fue un abultado 30 por 100 del total (Gráfico 3).

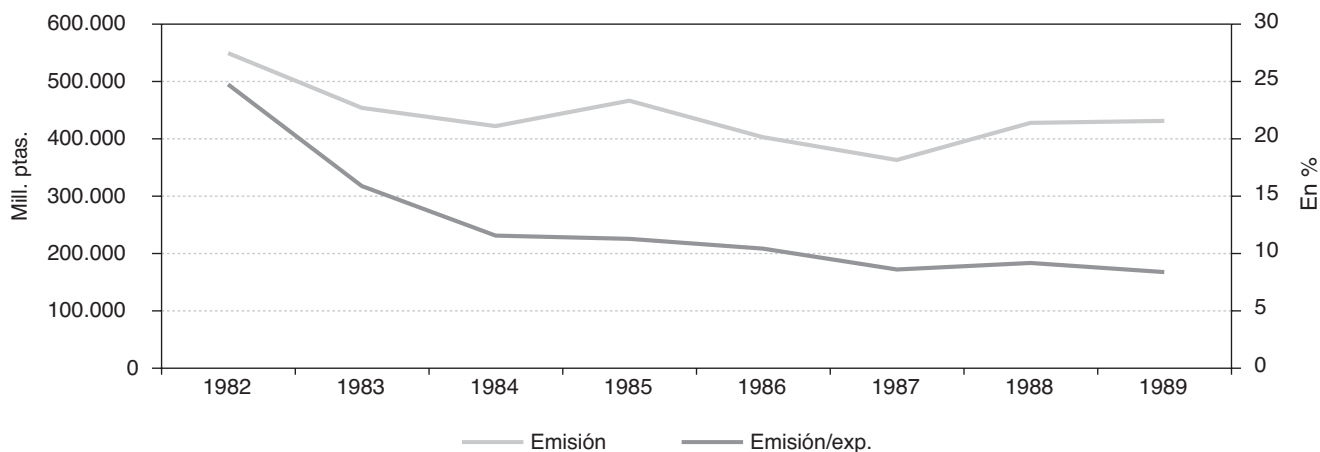
De todas formas, aun teniendo en cuenta estos factores y que el crecimiento de la exportación española en los años ochenta hacia los países de su entorno euro-

GRÁFICO 2
CESCE 1972-1984



FUENTE: CESCE.

GRÁFICO 3
EL IMPACTO DE LA CRISIS DE LA DEUDA. EMISIÓN 1982-1989



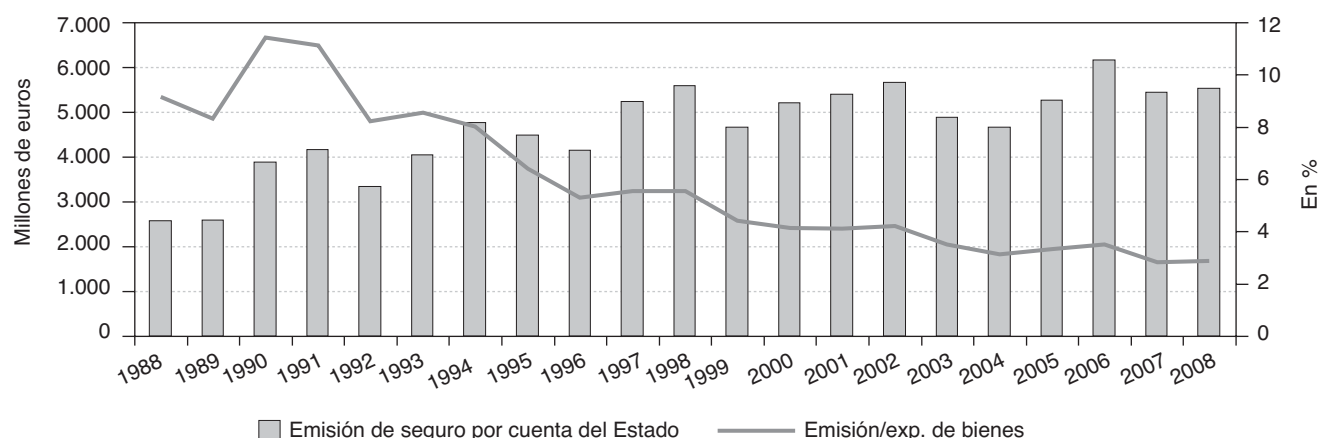
FUENTE: CESCE.

peo continuó creciendo a buen ritmo, el peso de la emisión del seguro de crédito por parte de CESCE siguió siendo muy notable. Se mantuvo en promedio a lo largo de la década en el 12,5 por 100 de las exportaciones y

cayó hasta el 8,3 por 100 en 1989, cifra que supera todavía ampliamente el peso que tiene en la actualidad.

En todo caso, las fuertes pérdidas provocaron que la preocupación fundamental para los que gestionan este

GRÁFICO 4
CESCE 1988-2008



FUENTE: CESCE.

instrumento tanto en España como en el contexto del Consenso de la OCDE virase desde la función de aseguradores de última instancia, hacia la segunda parte del mandato, el de la sostenibilidad económica. En la década siguiente esto se uniría a otros factores para provocar que el seguro de crédito perdiese protagonismo en la financiación de nuestro sector exportador.

Desde los años noventa hasta la crisis de 2009. La pérdida de peso relativo del seguro de crédito y la recuperación de la rentabilidad del negocio

Al observar la evolución del seguro emitido por CESCE en las dos décadas que van de 1988 a 2008 se extraen dos conclusiones claras. Por un lado, en valor absoluto, el volumen de negocio continúa creciendo de forma progresiva. Aunque se observan claros ciclos de subida y bajada, en parte motivados por los efectos puntuales de grandes operaciones con mucha incidencia en las cifras y por el impacto de crisis como la de principios de los noventa o la de 1998 en los países emergentes. El ascenso de las cifras de emisión es muy notable, hasta

alcanzar un máximo de 6.165 millones de euros en 2006 (Gráfico 4).

En cambio, en término relativos su importancia en el comercio exterior español va decayendo desde alrededor del 10 por 100 hasta suponer algo menos del 3 por 100 de la exportación al final del período, justo antes de la crisis. De nuevo, igual sucede en el entorno internacional. Mientras que en el año 1989 las ECAs emitieron seguro a medio y largo plazo³ por valor de más del 3,5 por 100 de la exportación mundial, ese porcentaje se fue reduciendo hasta el entorno del 1 por 100 al final del período.

Las causas de esta evolución están estrechamente relacionadas con el comportamiento general de los mercados financieros. Durante este período el comercio internacional experimenta una de las etapas de crecimiento

³ A partir de los años ochenta utilizamos como referencia internacional únicamente los datos de emisión de seguro a largo plazo e inversión de la Unión de Berna (UB), excluyendo los de corto plazo que se ven distorsionados por la inclusión de los datos de contratación de las aseguradoras privadas, que se van incorporando a partir de esa fecha a la asociación internacional. Así la caída registrada en el dato agregado para las aseguradoras de la UB es muy inferior, pasa del 11,8 por 100 al 9,4 por 100.

más rápido de la historia, impulsado por la creciente inserción de los países asiáticos en el comercio internacional, que llega a crecer a tasas superiores al 15 por 100. En este contexto, 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. Este fenómeno ha sido especialmente intenso a partir de mediados de los noventa, coincidiendo con un intenso crecimiento de los flujos de capitales. En este sentido cobra también 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, lo que reduce claramente la idoneidad de un instrumento mucho más ligado a la financiación otorgada por la banca comercial. No obstante, el elemento fundamental en el desplazamiento del seguro de crédito en este proceso de intensa expansión de la liquidez internacional fue la fuerte reducción en la percepción del riesgo, lo que permitía encontrar financiación disponible en el mercado para casi cualquier proyecto independientemente del plazo, país o deudor. Además, en este contexto la exhaustiva regulación del seguro de crédito impide a las ECAs tener una gran flexibilidad en su operativa ante las nuevas condiciones. En el caso español además es muy posible que la pérdida de peso relativo se vea acrecentada por el crecimiento y concentración de nuestra exportación hacia los países europeos de la UE, que no son destino habitual del seguro de crédito por cuenta del Estado.

En lo que a los instrumentos de financiación al comercio se refiere, durante este período se experimenta en todo el mundo una creciente utilización de *open accounts* para la cancelación de operaciones de comercio de corto plazo. Esta operativa, aunque de bajo coste, requiere una gran confianza entre proveedor y cliente, ya que 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 soporta el riesgo de impago. La carta de crédito, uno de los instrumentos básicos de la financiación al comercio internacional a

corto plazo, cayó hasta cerca del 10 por 100 de las transacciones. En cuanto a las operaciones de largo plazo, generalmente grandes proyectos de equipamiento o construcción de plantas, también se produjo un desplazamiento hacia productos bancarios con mayor flexibilidad en los plazos y condiciones o hacia la titulización de activos, que permiten a las compañías operar con costes financieros más bajos y ofrecer, aparentemente, una seguridad aceptable para las entidades prestamistas.

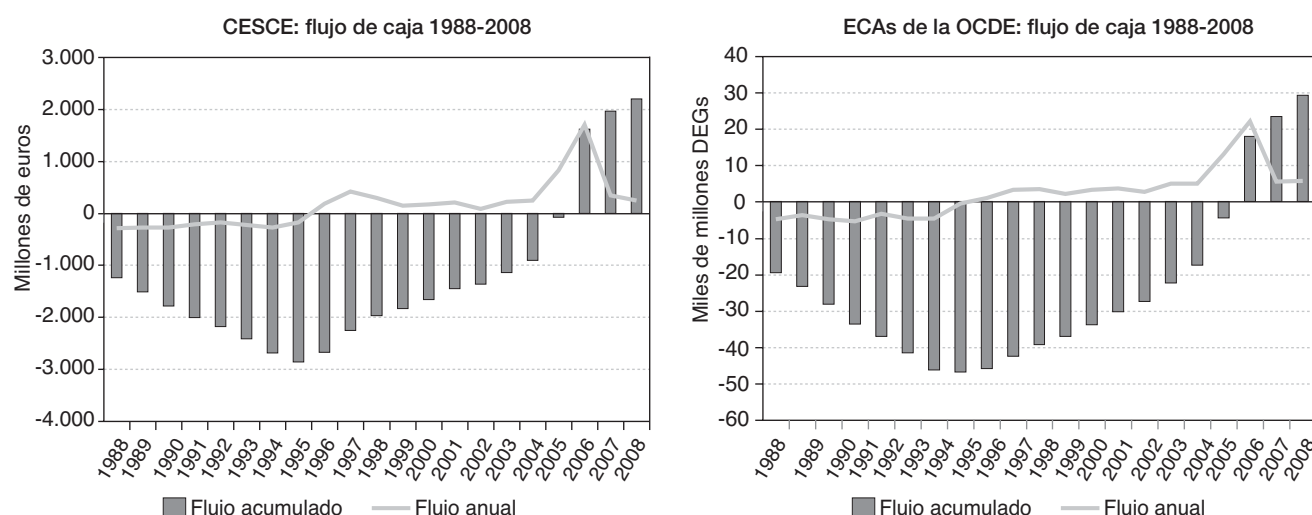
De todas formas, este proceso de pérdida de peso relativo se ralentizó a partir de 1998, manteniendo CESCE un «nicho» del mercado relativamente estable, que supone una emisión en torno al 3-4 por 100 de la exportación española, y que en cuanto a las ECAs (MLP) es de entre el 1 y el 2 por 100 de la exportación mundial. Esto implica que, incluso en las fases de mayor penetración del sector privado en las áreas tradicionales del seguro de crédito oficial, éste sigue teniendo un papel clave en la instrumentación de ciertas operaciones de gran volumen en países emergentes y con plazos prolongados.

Por otra parte, en este período se asiste a la corrección del resultado financiero de CESCE y, cómo no, del resto de ECAs. La mayor disciplina en la concesión de seguro de crédito, pero sobre todo la mejora de la solvencia financiera de los países emergentes, se tradujo en una mejora del resultado directo del negocio. Es muy destacado el impacto del cumplimiento de los acuerdos de refinanciación en el Club de París y el prepago de las deudas acumuladas en las décadas anteriores. Así, en 1996 el flujo de caja neto se convierte en positivo por primera vez desde los años setenta. Diez años más tarde, con el impacto del prepago de la deuda en 2005-2006 de Rusia, Argelia, Brasil y Perú, el flujo de caja acumulado arroja un resultado positivo, lo que no sucedía desde 1983. Las fechas de ambos sucesos son idénticas para las ECAs de la OCDE (Gráfico 5).

La transformación de CESCE

Aunque no es objeto de este artículo por no formar parte del seguro de crédito con apoyo oficial, hay que

GRÁFICO 5
FLUJO DE CAJA DE CESCE *versus* ECAs



FUENTE: CESCE, Unión de Berna.

destacar que durante este período se produce el comienzo de lo que será la transformación e internacionalización de la propia CESCE, fruto de su actividad por cuenta propia en competencia con el mercado. Aunque desde sus orígenes CESCE ha cubierto riesgos comerciales a la exportación por cuenta propia, ésta había sido una parte secundaria de su actividad. Desde finales de los ochenta se comienza a fomentar de manera activa su póliza global dirigida a la cobertura de riesgos con compradores privados en países tanto emergentes como de la OCDE. En 1988 la emisión por cuenta propia alcanza la nada despreciable cifra de 189.514 millones de pesetas, unos 1.000 millones de euros. Pero será en 1992 cuando la actividad por cuenta propia dé un cambio radical al comenzar la compañía a cubrir los riesgos comerciales domésticos, de compras a proveedores españoles. Además, precisamente en 1992 CESCE creó INFORMA, empresa especializada en información empresarial, que es hoy en día líder en España y Portugal.

Esta actividad se expande rápidamente en las décadas siguientes y actualmente, la cobertura de los riesgos por

cuenta propia supone el grueso de la actividad de la compañía, dando cobertura a cerca de 30.000 millones de euros en operaciones, lo que supone en torno al 85 por 100 de la emisión. El crecimiento de la cuenta propia culminará además en la creación en el año 2000 del Consorcio Internacional de Aseguradores de Crédito (CIAC), vehículo a través del cual CESCE ha expandido su presencia internacional, especialmente en Latinoamérica. En 2013 CESCE tiene presencia directa en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela y se ha convertido en el líder en Crédito y Caución en Latinoamérica, con más de un 30 por 100 de cuota de mercado. En este sentido, la compañía está acometiendo en estos momentos un enorme esfuerzo para la integración de los productos y procesos de sus filiales, lo que permitirá a CESCE seguir creciendo en estos mercados.

CESCE ante la crisis financiera de 2009

El agravamiento de la crisis a partir de septiembre de 2008 cambió radicalmente el panorama financiero mundial,

afectando severamente al mercado del seguro de crédito. Se produjo, además, una caída sin precedentes del comercio mundial, que llegó a experimentar descensos interanuales superiores al 30 por 100. Si bien la mayor parte del impacto sobre los flujos comerciales se debió a la caída de la demanda, se produjo también una escasez relativa de instrumentos de financiación al comercio, responsable según el Banco Mundial (Auboin, 2009) de entre el 10-15 por 100 del descenso total en el comercio. Este impacto habría sido todavía mayor si las ECAs no hubieran jugado un crucial papel anticíclico.

El estallido de la crisis provocó principalmente dos efectos sobre la financiación al comercio: por un lado, una restricción en la oferta con el consiguiente alza en el coste y, por otro, una mayor demanda de productos más seguros por parte de los exportadores. Así, aunque a partir de mayo de 2009 se reducen las tensiones financieras y mejora la liquidez en el mercado interbancario mundial, la disponibilidad de la financiación ha seguido siendo limitada y los costes muy superiores a los registrados en la etapa previa.

El cambio más permanente se ha producido sin duda en cuanto a la aversión al riesgo, que ha empujado a las empresas que antes cancelaban sus operaciones con cuentas abiertas o pagos documentarios simples, a demandar productos más seguros. El crédito documentario retoma su pasada primacía y vuelve a ser el principal instrumento utilizado en el comercio internacional (40 por 100). Por su parte, la financiación para grandes proyectos o para períodos de medio y largo plazo se vio especialmente afectada en el mercado privado. Es la situación inversa a la del período precrisis. Las empresas, ante la imposibilidad de recurrir a los productos de financiación estructurada o de emisiones de deuda colateralizada, buscan financiarse con productos más tradicionales de financiación al comercio, que ahora tienen un menor coste que las alternativas, si es que las hay. Al mismo tiempo, las entidades financieras elevan los márgenes y recortan los plazos y la exposición del riesgo y buscan ahora preferentemente operaciones con apoyo oficial. De este modo, las ECAs, cuyas primas se han

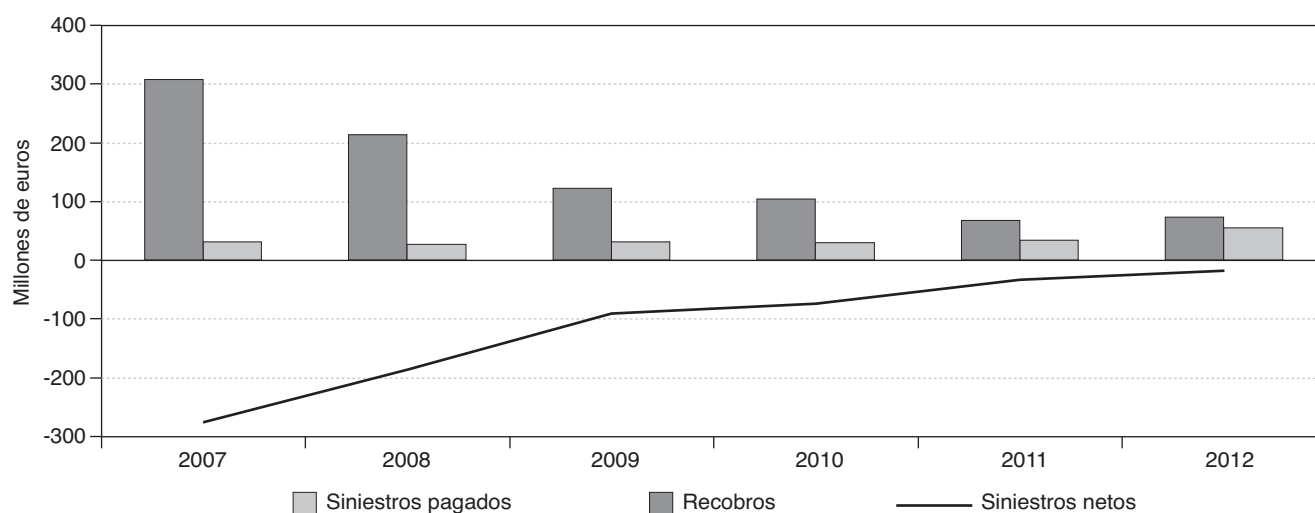
mantenido relativamente estables, son ahora la alternativa más barata, y a veces la única, que las empresas tienen para financiar su actividad. Además, permiten a los bancos que otorgan los créditos asegurados contar con garantías soberanas de sus Estados y, por tanto, utilizar menos de supreciado capital en un momento en que su prioridad es fortalecer el balance.

En este sentido, el mayor esfuerzo por parte de CESCE se produjo precisamente en el segmento más afectado por la crisis. En 2009 la emisión de riesgo por cuenta del Estado se incrementó un notable 32 por 100 respecto al año anterior, pasando de 5.526 a 7.293 millones de euros, lo que representa un 4,4 por 100 de la exportación española, cifra que no se alcanzaba desde 1999. No obstante, la contratación de pólizas individuales, que casi en su totalidad pertenecen a operaciones de gran envergadura y plazos más largos experimentan un crecimiento extraordinario: crecen un 140 por 100 hasta los 4.171 millones de euros. Por eso, CESCE ha visto como recientemente el límite presupuestario a la contratación de pólizas individuales anual se incrementaba de 4.500 a 9.000 millones de euros. Además, CESCE debió cubrir esta demanda creciente ante la perspectiva de que la crisis produjera una mayor siniestralidad y la progresiva reducción de los recobros históricos.

Sin embargo, el impacto dista mucho del ser el de la crisis de los ochenta, debido a que los países emergentes no sufren en la misma medida esta crisis y no se producen impagos soberanos en estos mercados. Curiosamente el problema se centra en el riesgo comercial en los países desarrollados. De este modo, la cartera de la cuenta del Estado, aunque ha experimentado un repunte de los siniestros, no se ha visto excesivamente afectada, y sigue registrando una siniestralidad neta positiva (Gráfico 6).

Por otra parte, al tiempo que aumentaba la demanda para cubrir operaciones, también variaba la tipología de las mismas. Se registró un fuerte incremento de la demanda de operaciones de crédito suministrador y de fianzas, así como un volumen significativo de pólizas de garantías bancarias o confirmaciones de crédito documentario, que reflejan la

GRÁFICO 6
CESCE. SINIESTRALIDAD POR CUENTA DEL ESTADO, 2007-2012



FUENTE: CESCE.

falta de crédito y la pérdida de confianza entre las entidades bancarias. 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). Así, el tradicional Crédito Comprador aunque también aumenta pierde peso relativo en la cartera.

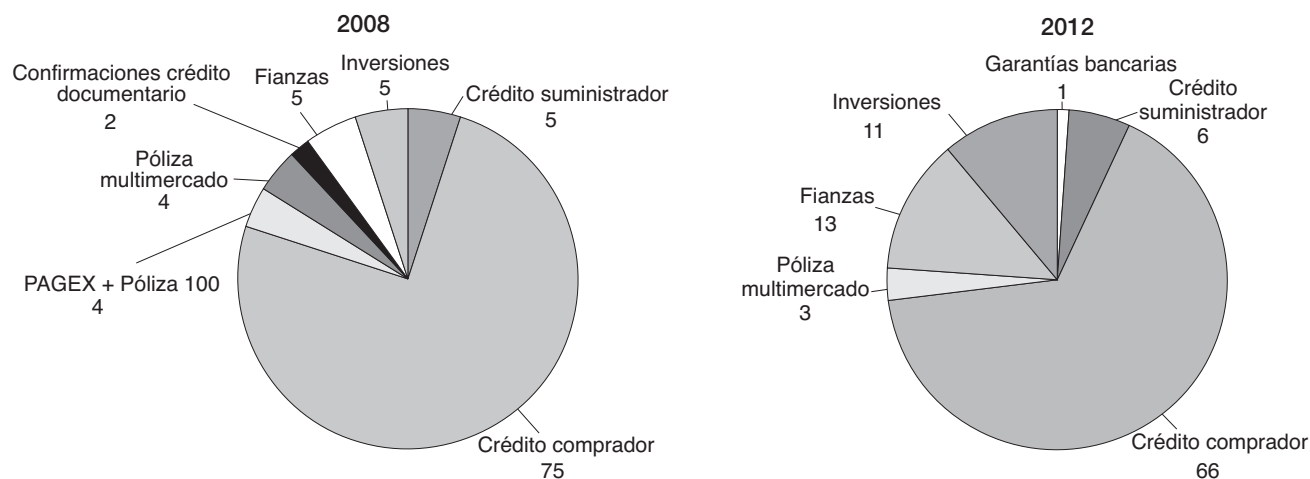
El presente de CESCE. Los nuevos retos de la financiación a la exportación

Mientras las condiciones financieras en la mayor parte del mundo hace ya tiempo que se han normalizado, en 2012 España se adentró en su quinto año de crisis. La crisis diferencial de España provoca serias dificultades para la financiación del sector exportador, especialmente para las pymes. CESCE a pesar de las dificultades continúa siendo un factor importante de apoyo para facilitar

el acceso a estas empresas y, como siempre, especialmente de cara a penetrar en mercados no habituales, algo que resulta clave para facilitar la diversificación del sector exterior y la salida de la crisis ante la atonía de la demanda de los mercados tradicionales de los países desarrollados.

En efecto, el dinamismo del sector exterior ha sido hasta el momento uno de los pocos rayos de luz en la evolución económica española, a pesar de que por varios motivos sufre también una fuerte restricción financiera. Las entidades bancarias españolas, ante sus propias dificultades y procesos de ajuste, han reducido la oferta de financiación a la exportación, especialmente a largo plazo. Paralelamente, los problemas de liquidez y la progresiva caída del *rating* soberano han ejercido presiones al alza sobre el coste del fondeo de las propias entidades, lo cual se ha trasladado a los precios de los créditos a la exportación. A esto se suma la caída de la calificación crediticia soberana de España y, por tanto, de la cobertura de CESCE, por cuenta del Estado, lo que ha limitado la participación de

GRÁFICO 7
CONCEPTO / MODALIDADES
(En %)



FUENTE: CESCE.

bancos extranjeros, tradicionalmente muy activos en la financiación de exportaciones españolas (Gráfico 7).

En definitiva, el acceso a la financiación de exportaciones en los dos últimos años ha continuado siendo escaso y caro, lo que posiblemente ha afectado a la competitividad de los exportadores españoles frente a los de otros países con un acceso al crédito bancario mucho más amplio y barato.

En 2013, empieza a haber indicios de retorno del crédito bancario a largo plazo al mercado español. No obstante, persisten las diferencias en precio respecto al que obtienen los exportadores de otros países de la OCDE, especialmente si la financiación se denomina en dólares. Por otro lado, el aumento de la financiación directa por parte de las ECAs u otras agencias estatales de fomento financiero a la exportación no ha hecho más que incrementar la brecha entre las distintas ofertas financieras con apoyo público. Los *eximbanks* norteamericanos y asiáticos han alcanzado niveles récord de concesión de financiación a unos precios y plazos con los que la banca privada puede difícilmente competir. En respuesta a la crisis, muchos países europeos

han creado o relanzado esquemas de financiación «fondeo» o refinanciación con fondos públicos. Las posibles distorsiones que estos esquemas puedan crear en el terreno de juego de la financiación de exportaciones con apoyo oficial, están siendo objeto de estudio y debate en el seno del grupo de Participantes en el Consenso de la OCDE.

El papel de CESCE se ha puesto especialmente de relevancia también ante las dificultades a las que han tenido que hacer frente las empresas españolas frente a la reducción de la capacidad de los bancos de otorgar avales o fianzas. La mayor parte de los contratos internacionales exigen la presentación de garantías que respondan de la seriedad de la oferta en la fase de licitación o negociación, el buen uso del anticipo, el fiel cumplimiento de los términos contractuales, etcétera, que pueden llegar a suponer un 20-30 por 100 del valor de los contratos, en ocasiones más. La caída en la oferta de la banca española de este producto financiero ha obedecido no solo a la situación económica o a una mayor aversión al riesgo, es también consecuencia del necesario proceso de desapalancamiento fruto de los cambios en la regulación bancaria. La situación se ha visto agravada,

además, por la reducción del número de bancos españoles elegibles como avalistas a ojos de los clientes extranjeros, debido a las caídas de los *ratings* de muchas entidades.

En este contexto, CESCE se ha enfrentado a un crecimiento de la demanda de cobertura de «riesgo exportador» por parte de los emisores de avales o cauciones desde el inicio de la crisis. Como consecuencia de ser un producto marginal, la póliza de Fianzas a Fiadores, en la que el riesgo que se cubre es el de impago por parte del exportador español del crédito que nace contra él en caso de ejecución de una fianza o aval que garantiza sus obligaciones contractuales en una operación en el extranjero, ha pasado a ser uno de los principales productos en la cartera de riesgos, alcanzando niveles récord en 2012. Así, los riesgos asumidos sobre empresas españolas actualmente representan alrededor de 1.600 millones de euros por lo que, aunque no figura como tal, España constituye actualmente la segunda concentración de riesgo por cuenta del Estado. Estas operaciones han provocado, además, que a pesar de la caída de la emisión total en 2012 el valor de las operaciones cubiertas haya alcanzado una cifra récord, cercana a los 20.000 millones de euros, que representan alrededor casi el 10 por 100 de la exportación española.

Nuevas respuestas de CESCE ante los problemas del sistema financiero español

Ante los primeros indicios de contracción del crédito bancario a la exportación, CESCE inició una ronda de contactos con las entidades financieras más activas en la financiación de exportaciones, con objeto de entender el origen de las dificultades así como las posibles soluciones. Fruto de aquellos intercambios, CESCE ha trabajado estrechamente con la Secretaría de Estado de Comercio para adaptar los productos a las necesidades del mercado en el actual contexto económico.

Garantías y Cédulas

Una de las medidas solicitadas unánimemente fue el desarrollo de garantías a primera demanda por cuenta

del Estado. Ante la falta de liquidez y los requisitos que introduce la nueva regulación bancaria, los bancos expresaron la necesidad de buscar fórmulas que hicieran que los créditos a la exportación a largo plazo fueran no solo activos de alta calidad (seguros) y rentables, sino que fueran además activos «líquidos», es decir, activos que pueden ser convertidos en efectivo con relativa facilidad.

El seguro de crédito a la exportación de una ECA, como mitigante del riesgo, contribuye a que se cumpla el primero de estos requisitos, pero no el último. La liquidez de los créditos (a través de su venta, refinanciación, descuento, titulización, etcétera) requiere, entre otros, que la cobertura del riesgo se realice a través de una garantía incondicional, que cubra el importe íntegro y sea ejecutable a primer requerimiento y con independencia de la operación subyacente. De ahí la importancia de contar con la posibilidad de obtener garantías por cuenta del Estado, como alternativa al seguro tradicional. Esta posibilidad se ha abierto mediante la publicación del Real Decreto-Ley 20/2012, de 13 de julio, que modifica la Ley fundacional de CESCE, de modo que la Compañía queda autorizada a otorgar garantías a primera demanda por cuenta del Estado. Otro cambio introducido en ese RDL, indirectamente relacionado con la actividad de CESCE, es la creación de una nueva categoría de Cédulas, denominadas de Internacionalización. El funcionamiento de estos instrumentos será similar al de las cédulas hipotecarias, con la diferencia de que, en este caso, estarán garantizadas por los préstamos destinados a proyectos de internacionalización de las empresas. De esta forma, los bancos activos en la financiación del sector exterior podrán utilizar dichos créditos como garantía para la emisión de cédulas, permitiéndoles obtener liquidez en condiciones favorables.

⁴ Basilea III introduce nuevas medidas de control a la banca que, además de regular la adecuación del capital, miden también su liquidez a corto y a medio plazo. Las nuevas ratios de cobertura de liquidez, de financiación estable neta y la ratio de apalancamiento penalizan significativamente la financiación de exportaciones a largo plazo con una cobertura de seguro tradicional.

Fianzas

Una medida ampliamente solicitada, tanto por exportadores como por bancos, ha sido una mayor asunción de riesgos y una política más flexible en las coberturas de riesgos de ejecución de fianzas. La política de CESCE en la contratación de riesgos derivados de la ejecución de avales se ha flexibilizado en el transcurso de la crisis, tanto en lo que respecta al tipo de fianzas elegibles como a los requisitos a cumplir por los deudores (los ordenantes de los avales). También se han ampliado, cuando así se ha considerado necesario para el buen fin de la operación, los porcentajes de cobertura del seguro. Todo ello, como ya hemos visto, ha tenido un fuerte impacto en la cartera de riesgos de la compañía.

Pymes

Algunas empresas individuales, por lo general grandes empresas con multitud de proyectos en el exterior, han recibido de CESCE una oferta marco con un importe máximo y una duración determinada, lo que permite agilizar la gestión de sus riesgos. Por otro lado, se han buscado fórmulas de apoyo específicas para las pymes, colectivo que, al igual que en otros ámbitos, está acusando especialmente las restricciones financieras. Así, en la primavera de 2013 la Administración ha instruido a CESCE para que habilite una línea de aseguramiento de avales, destinada específicamente a pymes que se encuentren inmersas en un proceso de internacionalización.

La privatización de CESCE

Mención especial merece otro de los cambios introducidos por el mencionado Real Decreto. Se abre por primera vez la vía para la privatización de la Compañía, eliminando el requisito de la ley fundacional según el cual la mayoría del capital debía estar en manos del Estado. Actualmente el Estado mantiene el 50,25 por 100 del capital de CESCE. La venta de este paquete accionario no tiene porque suponer un cambio drástico en el funcionamiento del seguro de crédito por cuenta del Estado.

Algunas de las más importantes compañías de nuestro entorno, como la alemana Euler Hermes o la francesa Coface, funcionan ya de esta manera, teniendo en la práctica un funcionamiento similar al que hoy en día tiene CESCE.

4. Conclusiones

A lo largo de su más de cuarenta años de historia CESCE ha cumplido una función clave en el proceso de internacionalización española como facilitadora de financiación a la exportación. Lo ha llevado a cabo, además, conjugando con éxito la difícil doble misión de, por un lado, cubrir un fallo de mercado como asegurador de última instancia y, por otro, mantener el equilibrio financiero del instrumento.

Especialmente en la década de los setenta, CESCE fue un factor crucial en el primer impulso de apertura de nuestra economía. A partir de los años noventa, la fuerte expansión del comercio mundial, el desarrollo de los mercados financieros, la caída de la aversión al riesgo y las mayores restricciones regulatorias sobre el seguro de crédito oficial provocaron una reducción del protagonismo del instrumento en relación a la exportación española. No obstante, el seguro de crédito por cuenta del Estado siguió creciendo en términos absolutos y todavía hoy constituye con diferencia el instrumento de mayor envergadura en la política de apoyo oficial a las exportaciones, dando cobertura a operaciones que suman aproximadamente 20.000 millones de euros. Además, CESCE ha constituido siempre un elemento clave en las operaciones de largo plazo en países emergentes, algo que es de especial relevancia en el objetivo actual del sector exterior español de diversificar nuestras exportaciones hacia mercados de mayor crecimiento.

Por otra parte, la Compañía ejerce también una importante labor como instrumento anticíclico, amortiguando la caída de la financiación a la exportación en momentos de crisis. De este modo, CESCE ha recobrado protagonismo a partir de la crisis de 2009. La Compañía ha incrementado su exposición de riesgo en un momento

de restricción crediticia y ha tomando, además, diversas medidas para afrontar los problemas de financiación en los sectores y empresas más afectados en colaboración con nuestro sistema financiero. La creación de nuevos productos, la elevación del límite anual de emisión o la ampliación de las coberturas durante los últimos años atestiguan la firme voluntad de CESCE de ayudar a solventar las dificultades a las que actualmente se enfrenta el sector exterior español.

Referencias bibliográficas

- [1] ASCARI, R. (2007): «Is Export Credit Agency a Misnomer? The ECA Response To a Changing World», *Working paper*, nº2, SACE, Rome.
- [2] AUBOIN, M. (2009): «Boosting the Availability of Trade Finance in the Current Crisis: Back Ground Analysis for a Substantial G-20 Package», *CEPR Policy Insight*, nº 35, junio, Londres.
- [3] BANCO MUNDIAL (2009): «Global Development Finance: Charting a Global Recovery», Washington, Banco Mundial.
- [4] CESCE, COMPAÑÍA ESPAÑOLA DE SEGUROS DE CRÉDITO A LA EXPORTACIÓN (1994): «Futuro del Seguro de Crédito a la Exportación», Madrid, CESCE.
- [5] CHAUFFOUR, J. y MALOUCHE, T. (2011): «Trade Finance During the Great Colapse», Washington, Banco Mundial.
- [6] FREINBERG, R.E. (1982): «Subsidizing Success, the Export-Import Bank in the U.S. Economy» Oxford, Oxford University Press.
- [7] MORAVCSIK, A. (1989): «Disciplining Trade Finance: the OECD Export Credit Arrangement», *International Organization*, nº 43, pp. 173-205.
- [8] REGUERO, B.; HERNANDO, M. y LORING, R. (2010): «El papel de las ECAs en la financiación al comercio: evolución y actuación frente a la crisis». Madrid, *Información Comercial Española. Revista de Economía*, nº 853, marzo-abril.
- [9] STEPHENS, M. (1999): «The Changing Role of Export Credit Agencies», Washington, Fondo Monetario Internacional.