

Fricciones financieras y COMERCIO INTERNACIONAL*

CÉSAR CARRERA* Y JORGE SALAS**

La reciente literatura económica ha dedicado mayor atención a las fricciones que obstaculizan el funcionamiento de los mercados financieros, debido a que fueron un factor clave en la recesión experimentada en países desarrollados durante 2008-09. Dichas fricciones tienden a afectar, por ejemplo, los mecanismos de transmisión de la política monetaria, reduciendo la efectividad de las acciones de los bancos centrales.

* Especialista en Investigación Económica del BCRP y profesor de Centrum Católica.
cesar.carrera@bcrp.gob.pe o cesar.carrera@pucp.edu.pe

** Especialista en Investigación Económica del BCRP.
jorge.salas@bcrp.gob.pe

Además, en el contexto de una macroeconomía abierta, las empresas que participan en el comercio internacional podrían experimentar restricciones en la disponibilidad de crédito. Así, cuando una crisis afecta a una economía y el acceso al crédito disminuye, la menor producción y la caída en las ventas del sector exportador profundizan aún más los efectos reales adversos de la crisis.

FRICCIONES FINANCIERAS Y ACTIVIDAD ECONÓMICA

Las llamadas fricciones financieras son imperfecciones que afectan a los mercados financieros. A manera de ejemplo, la existencia de información imperfecta entre las contrapartes de una relación crediticia puede elevar el costo de los préstamos, o incluso, restringir por completo la oferta de crédito (ver capítulo 10 de Walsh, 2010). Este tipo de problema amplifica el impacto de choques que se originan fuera del ámbito financiero en la medida en que la calidad percibida de los prestatarios se altera. Por ejemplo, un choque negativo a la productividad deteriora la inversión y la capacidad productiva de las empresas, con lo cual éstas se vuelven menos “sujetos de crédito”, deprimiendo aún más la inversión y la producción.

Alternativamente, choques que provienen del mismo sector financiero – tal como se observó en la reciente recesión en EE.UU. y en otros países desarrollados – modifican la oferta crediticia, y al afectar la cadena de pagos en una economía, provocan fluctuaciones en las principales variables macroeconómicas. Recientemente, sobre todo a raíz del colapso del comercio mundial registrado entre 2008 y 2009 (ver Gráfico 1), se ha empezado a estudiar el impacto de las fricciones financieras sobre los flujos comerciales internacionales (en particular, sobre las exportaciones), tal como se explica a continuación.



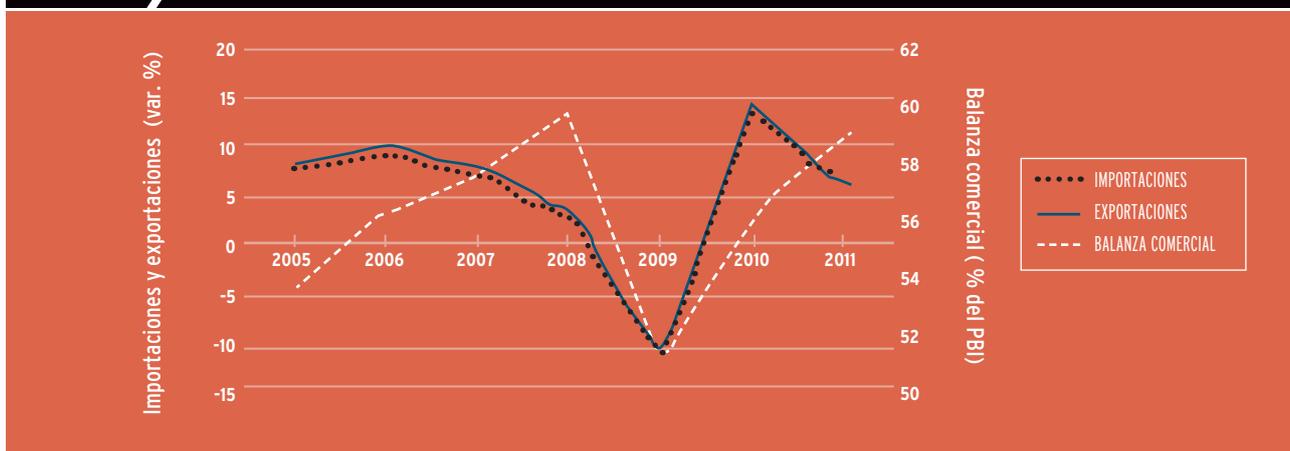
La existencia de información imperfecta puede elevar el costo de los préstamos



FRICCIONES FINANCIERAS Y COMERCIO INTERNACIONAL: LA TEORÍA

¿Cuán relevantes son las fricciones financieras para el comercio internacional? La literatura económica muestra que en países con alto desarrollo financiero, la actividad exportadora tiende a ser mayor, sobre todo entre aquellas industrias más dependientes del crédito (ver, por ejemplo, Manova, 2012). En línea con lo descrito anteriormente, este resultado se explica en parte porque la ausencia de fricciones crediticias favorece a la actividad productiva en general. Además, como veremos, debido a que los exportadores tienden a ser más dependientes del crédito, el efecto positivo (negativo) de choques que incrementan (reducen) la oferta crediticia es mayor para una empresa exportadora que para una empresa que solo opera en el mercado doméstico.

GRÁFICO 1 Comercio internacional mundial (en US Dólares constantes de 2000)



FUENTE: WORLD DEVELOPMENT INDICATORS, BANCO MUNDIAL.

CUADRO 1 ■ Tiempo y costos monetarios de importación

País	Número de días	Costo de importación (US\$)	Costo de exportación EE.UU. (US\$)	Mediana del valor de embarque de los EE.UU.	Costos totales como fracción de la mediana de embarque
Argentina	19	1 500	625	12 300	0,17
Brasil	23	945	625	13 700	0,11
Corea	11	440	625	14 500	0,07
México	23	595	625	10 700	0,11
Rusia	33	937	625	20 700	0,08
Tailandia	20	903	625	12 000	0,13
Promedio					0,11

NOTA: EL "NÚMERO DE DÍAS" SE REFIERE SOLO A TRÁMITES BUROCRÁTICOS PARA LA IMPORTACIÓN (EXCLUYE LOS DÍAS DE TRANSPORTE). LOS "COSTOS DE IMPORTACIÓN Y EXPORTACIÓN" SON LOS COSTOS EN US\$ DE 2006. LA MEDIANA DEL VALOR DE EMBARQUE ES DE 2004. LOS COSTOS INCLUYEN TODOS LOS COSTOS ACUMULADOS ENTRE EL ACUERDO CONTRACTUAL Y EL ENVÍO DE LOS BIENES, EXCLUYENDO TIEMPO/COSTOS DE EMBARQUE INTERNACIONAL, ARANCELES Y TIEMPO/COSTOS DE TRANSPORTE POR TIERRA. LOS "COSTOS DE IMPORTACIÓN" DE RUSIA EXCLUYEN LOS GASTOS DE GESTIÓN EN EL PUERTO. LOS "COSTOS DE EXPORTACIÓN" DE EE.UU. NO VARIAN POR PAÍS DE DESTINO.
FUENTE: BANCO MUNDIAL (2007), [HTTP://WWW.DOINGBUSINESS.ORG/EXPLORETOPICS/TRADINGACROSSBORDERS](http://www.doingbusiness.org/exploretopics/tradingacrossborders), TOMADO DE ALESSANDRIA Y OTROS (2010).

Diversas razones explican la mayor necesidad de crédito por parte de las empresas exportadoras en relación a las firmas domésticas. Primero, un exportador incurre en elevados costos tanto fijos como hundidos asociados, por ejemplo, al estudio de mercados foráneos y a satisfacer requerimientos regulatorios impuestos por el país de destino. Segundo, un exportador que enfrenta rezagos entre las fechas de producción y de embarque de los productos, así como entre el embarque y el cobro al importador, debe financiar los costos de producción y de envío. Además, el exportador afronta el "riesgo moral" asociado a las ventas al extranjero, es decir, la probabilidad de no recibir el pago prometido por parte del importador. Debido a imperfecciones jurídicas y contractuales, el riesgo moral que experimenta un exportador es razonablemente mayor que el riesgo asociado a las ventas para clientes domésticos. El Cuadro 1 presenta evidencia, ligada a importaciones de una serie de países, acerca de las magnitudes de los rezagos de envíos de productos al exterior y de los costos vinculados al comercio internacional.

La dependencia financiera para cubrir los costos fijos y el capital de trabajo asociados a la producción y a la exportación, explica que las firmas que participan en el comercio internacional recurran frecuentemente a mecanismos de crédito bilateral (Antràs y Foley, 2011). Asimismo, los bancos también intermedian fuertemente en los intercambios comerciales a nivel internacional, ya sea para cubrir las necesidades financieras de las contrapartes o para brindar mecanismos de seguro (cartas de garantía o "letras de crédito") que mitiguen el riesgo moral. De acuerdo a información de encuestas compiladas por Asmundson y otros (2011), alrededor de 35 a 40 por ciento del valor del comercio mundial depende de la intermediación bancaria (ver Cuadro 2).

CHOQUES FINANCIEROS Y COMERCIO INTERNACIONAL DURANTE EVENTOS DE CRISIS: LA EVIDENCIA

A la luz de los mecanismos descritos, el impacto de una crisis financiera podría tener efectos importantes sobre los flujos del comercio internacional.

CUADRO 2 ■ Participación de mercado de los arreglos financieros en el comercio internacional



NOTA: "DINERO POR ADELANTADO": IMPORTADORES PAGAN A EXPORTADORES ANTES DEL ENVÍO DE LOS BIENES; "FINANCIAMIENTO BANCARIO": BANCOS OTORGAN CRÉDITO A EXPORTADORES O BRINDAN MECANISMOS DE SEGURO CONTRA EL RIESGO DE NO-PAGO; "CUENTA ABIERTA": IMPORTADORES PAGAN A EXPORTADORES DESPUÉS DEL ENVÍO DE LOS BIENES.
FUENTE: ASMUNDSON Y OTROS (2011) SOBRE LA BASE DE ENCUESTAS A INSTITUCIONES FINANCIERAS REALIZADAS EN 2009 Y 2010.

A nivel teórico, Manova (2012) muestra que las fricciones financieras conllevan una reducción del número de firmas exportadoras y de productos vendidos al exterior, una disminución del volumen de ventas por parte de las empresas que permanecen exportando, y un menor ingreso a nuevos mercados de exportación. La evidencia empírica es todavía insuficiente, pero parece confirmar varias de estas predicciones (ver, por ejemplo, Minetti y Zhu, 2011).

Debido a las limitaciones estadísticas que existen para medir el financiamiento bancario a la actividad exportadora, los estudios de casos son particularmente útiles como evidencia empírica. Por un lado, Amiti y Weinstein (2011) se enfocan en el caso del Japón durante dos periodos, 1987-99 y 2008-09, y combinan datos de bancos con información correspondiente a sus clientes corporativos. Sus resultados indican que una reducción de 10 por ciento en la “salud financiera” de los bancos, medida a través del valor de mercado relativo al valor contable, lleva a una caída de 1 por ciento en las exportaciones de sus clientes.

Otros estudios analizan con mayor detalle el episodio de la reciente Gran Recesión, durante la cual el comercio mundial se desplomó de manera significativa, generalizada y sincronizada hacia fines de 2008 y hasta mediados de 2009. Paravisini y otros (2010) utilizan datos peruanos de bancos y clientes corporativos, y muestran que frente a una reducción de 10 por ciento en la oferta crediticia, el volumen de exportaciones de aquellas empresas que continúan exportando durante la crisis se contrae en 2,3 por ciento, mientras que el número de pequeñas empresas exportadoras se reduce en 5,4 por ciento.

Por su parte, Bricongne y otros (2012) emplean datos de empresas de Francia y encuentran que las firmas con mayores restricciones crediticias experimentaron caídas relativamente más pronunciadas de sus exportaciones durante la crisis, aunque este efecto no tuvo repercusiones significativas a nivel macroeconómico.



Los choques financieros pueden afectar la evolución cíclica de las exportaciones e importaciones



CONSIDERACIONES FINALES

Las imperfecciones en los mercados financieros juegan un rol importante en el comercio internacional, dado que las empresas que participan en éste suelen depender del financiamiento crediticio en mayor medida que las empresas que solo operan a nivel local. En este sentido, la calidad de las instituciones financieras constituye un determinante de la ventaja comparativa de un país. Asimismo, los choques financieros pueden afectar la evolución cíclica de las exportaciones e importaciones, más allá de los efectos de estos choques sobre el aparato productivo en general.

Las restricciones financieras tienden a afectar sobre todo a los pequeños exportadores, pues estos son más dependientes del crédito bancario. Adicionalmente, no puede descartarse que los choques financieros contribuyan a empeorar la situación de las industrias más propensas a enfrentar una demanda volátil en periodos de crisis (por ejemplo, industrias manufactureras de bienes durables). No obstante, a nivel agregado, los efectos de las fricciones financieras sobre el comercio internacional parecen ser cuantitativamente reducidos. ■

REFERENCIAS

- Alessandria, G., Kaboski, J., Midrigan, V., 2010. Inventories, Lumpy Trade, and Large Devaluations, *American Economic Review*, 100(5), pp. 2304-39.
- Amiti, M., Weinstein, D., 2011. Exports and Financial Shocks, *The Quarterly Journal of Economics*, 126(4), pp. 1841-1877.
- Antràs, P., Foley, F., 2011. Poultry in Motion: A Study of International Trade Finance Practices, NBER Working Papers 17091, National Bureau of Economic Research.
- Asmundson, I., Dorsey, T., Khachatryan, A., Niculcea, I., Saito, M., 2011. Trade and Trade Finance in the 2008-09 Financial Crisis, IMF Working Paper WP/11/16.
- Bricongne, J., Fontagne, L., Gaulier, G., Taglioni, D., Vicard, V., 2012. Firms and the Global Crisis: French Exports in the Turmoil, *Journal of International Economics*, 87(1), pp. 134 - 146.
- Manova, K., 2012. Credit Constraints, Heterogeneous Firms and International Trade. Stanford University. (Próxima publicación en *The Review of Economic Studies*).
- Minetti, R., Zhu, S., 2011. Credit Constraints and Firm Export: Microeconomic Evidence from Italy, *Journal of International Economics*, 83(2), pp. 109-125.
- Paravisini, D., Rappoport, V., Schnabl, P., Wolfenzon, D., 2010. Análisis del efecto de la oferta de crédito sobre el comercio: evidencia de datos emparejados de exportaciones y crédito, Serie Documentos de Trabajo, 2010-22, Banco Central de Reserva del Perú.
- Walsh, C., 2010. *Monetary Theory and Policy*, Tercera Edición, The MIT Press.