

# TLCAN y el sistema financiero mexicano

*NAFTA and the mexican financial sistem*

Noemi Levy Orlik\*

\* Profesora de tiempo completo de la Facultad de Economía, UNAM. Este trabajo se realizó en el marco del proyecto IN305217, correo electrónico: [levy@unam.mx](mailto:levy@unam.mx).

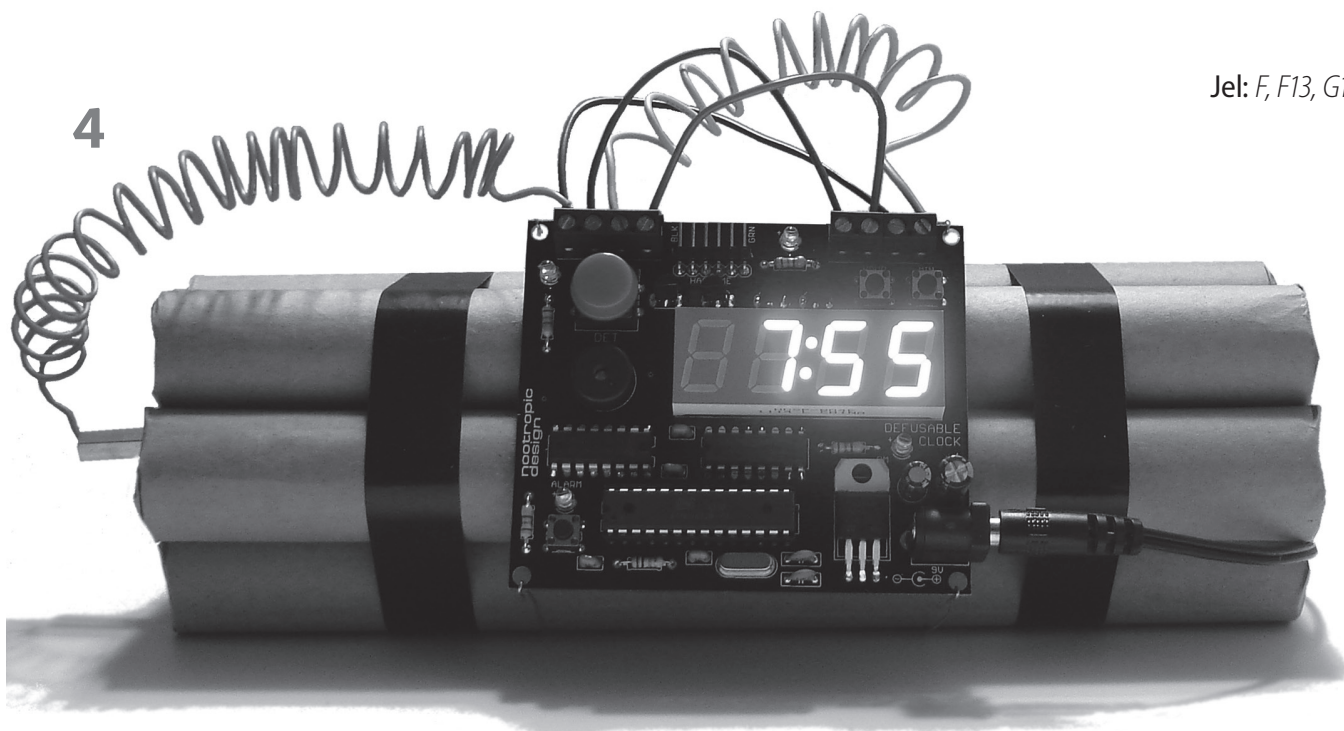
## Palabras clave

*Economía internacional, Política comercial, Mercados Financieros*

## Key words

*International Economics, Commercial Policy, Financial Markets*

Jel: F, F13, G1



**E**l mercado financiero mexicano previo al Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) había transitado por un proceso de desregulación y globalización con el desarrollo del mercado de deuda en la década de 1980, liderada por el gobierno, lo cual fue seguido por un proceso de internacionalización del mercado de valores, a través de la liberalización de la inversión extranjera de cartera (IEC) en 1990 y de la inversión extranjera directa (IED) en 1993 y 2013. En el contexto del TLCAN tienen lugar distintos hechos: en primer lugar, un proceso de fortalecimiento de los inversionistas institucionales (generado por la privatización de los servicios básicos, donde destacan la educación, la salud y, especialmente, las pensiones, 1997); en segundo lugar, sea crea el mercado de derivados (1998); y en tercer lugar, se internacionaliza el peso mexicano (a partir del 2000). En conjunto, estos cambios provocaron que México tuviera acceso casi ilimitado a liquidez en moneda internacional (dólares).

Entonces, la crisis de la deuda externa de 1982 desreguló y sentó las bases de la globalización del mercado financiero, mientras el TLCAN, conjuntamente con la crisis financiera de 1994, profundizaron la apertura del sistema monetario y financiero a la luz de la extranjerización de las grandes corporaciones, asumiendo un papel central las instituciones financieras foráneas, las cuales, en su conjunto, promovieron la financiarización de la economía mexicana y la internacionalización del peso mexicano.

A la luz de estos cambios se discute el impacto del TLCAN sobre la evolución del sistema financiero mexicano (SFM). Desde nuestra perspectiva, el TLCAN aceleró la extranjerización de las instituciones financieras bancarias y no bancarias e internacionalizó el peso mexicano en el mercado internacional, lo cual pro-

vocó una gran dependencia con respecto a los flujos financieros externos, creando un sistema financiero pro-cíclico. Una muestra de ello es que la relajación de política monetaria estadounidense después de la Segunda Gran Crisis Financiera (GCF), en vez del TLCAN, trajo consigo importantes cambios en el SFM. A partir de lo anterior, en este trabajo se busca probar que el SFM en el periodo del TLCAN, aunque garantizó el acceso a un gran volumen liquidez internacional, no logró profundizar ni ampliar el mercado financiero que opera en la economía mexicana, ni generar mayor financiamiento; por lo tanto, el principal impacto del TLCAN fue insertar el SFM en la región de América del Norte.

A fin de abordar lo anterior, este trabajo se divide en cinco secciones. En la segunda sección, después de la introducción, se discuten las características dominantes del sistema financiero internacional; en la tercera, se analizan los cambios del sistema financiero mexicano (SFM) y el efecto de la apertura de la cuenta externa, así como la evolución y composición de la internacionalización del peso mexicano. En la cuarta sección se estudia la composición y la tendencia del SFM, la evolución del financiamiento en la economía mexicana, en particular en las empresas, y se analiza el riesgo que ello conllevó para el SFM. Finalmente, en la última sección, se presentan las conclusiones.

### **Características del sistema financiero dominante**

Los antecedentes del actual sistema financiero internacional se remontan a la organización basada en el patrón oro que se sustentó en un sistema bilateral de pagos internacionales y que provocó fuertes sangrías de oro entre países que desembocaron en agudas recesiones económicas. A la par, este arreglo institucional provocó

fuertes movimientos de capitales entre los países y escasez de unidades de pago a nivel del sistema financiero internacional que provocó la primera crisis sistémica del modelo capitalista, en las primeras décadas del siglo xx.

La caída del patrón oro intentó ser reemplazada por un sistema de pagos multilateral (Schumacher, 1943) cuyo objetivo fue financiar los desequilibrios de las cuentas corrientes a nivel global, sin poner todo el peso de la corrección de los desequilibrios comerciales en los países deficitarios y, a través de ello, desalentar las políticas de ‘empobrecimiento del vecino’ (*beggar thy neighbour policies*). Uno de los supuestos básicos de esta propuesta fue utilizar el superávit comercial de las naciones para saldar los déficits de otras naciones, más allá del comercio entre dos países. Los Fondos Nacionales de Compensación (FNC) se volverían una institución central, porque debería aceptar pagos por importaciones, en moneda nacional y harían pagos por exportaciones, en moneda nacional, a los exportadores.<sup>1</sup> Los FNC de los países deficitarios acumularían balances en moneda nacional; mientras los FNC de los países superavitarios acumularían derechos sobre los países deficitarios, que se concentrarían en una Oficina Internacional de Compensación “que actúa como fiduciario en la fusión de saldos no compensados. Esta Oficina toma todos los saldos en efectivo que se acumulen (...) en los Fondos de Compensación de los países deficitarios, y los Fondos de Compensación de los superavitarios son dueños cada uno de su

1 Schumacher (1943, p 491) describe este proceso de la siguiente manera “Los importadores (...) hacen todos los pagos en su moneda nacional a su propio Fondo Nacional de Compensación. Tan pronto como éste recibe el dinero avisa al Fondo de Compensación del país exportador, y éste a su vez paga al exportador. Así cada Fondo Nacional de Compensación recibe y paga sólo moneda nacional: la cual recibe de los exportadores y paga a los exportadores”.

**Los antecedentes del actual sistema financiero internacional se remontan a la organización basada en el patrón oro que se sustentó en un sistema bilateral de pagos internacionales y que provocó fuertes sangrías de oro entre países que desembocaron en agudas recesiones económicas**

participación en el fondo común, igual a sus superávits respectivos”, (*ibid*, p. 494). Y dada la imposibilidad de “desenredar la gran cantidad de operaciones individuales que dan lugar a diversos saldos no compensados en los países deficitarios, o atribuir determinado saldo a parte de determinado país superavitario, se corta el nudo gordiano haciendo a todos los países superavitarios propietarios comunes de los saldos en todos los países deficitarios”, lo cual permite que “cada moneda nacional se convierte en una moneda mundial” (*ibid*, p. 495).

Esta propuesta tiene la limitante de que los ingresos generados de los países superavitarios no son rentables ni seguros, porque están atados a un fondo de activos en moneda débiles (países que no han podido ganar tanto como han gastado, *ibid*, p. 500), lo cual, sin embargo, podría reducir los incentivos de generar superávits y promover políticas internas expansivas (*ibid*, p. 502). Adicionalmente, esta propuesta requiere un fondo internacional para resolver los déficits estructurales (de países atrasados) vía préstamos de largo plazo para financiar procesos de industrialización; y,



finalmente se resalta que recurre excesivamente a las devaluaciones, para resolver los desequilibrios, (*ibid* p. 503).

Los acuerdos de la reunión de Bretton Woods aunque tuvieron la intención de resolver de manera multilateral los desequilibrios comerciales, reforzaron un sistema bilateral, que operó sobre la base de un Fondo de Compensación Mundial (Fondo Monetario Internacional, FMI), acompañado de un Banco Mundial relativamente débil, sin poder resolver los desequilibrios comerciales desde el sector productivo (el Plan Marshall sólo apoyó a los países derrotados en la Segunda Guerra Mundial). Otra limitación es que no se consideró el movimiento de capitales privados entre naciones, imponiendo una restricción mundial a su movilidad que fue relativamente débil, como los demostró el surgimiento del mercado euro-dólares en la década de 1960. El mecanismo central del sistema financiero internacional

de la era Bretton Woods fue la devaluación de las monedas, pasando toda la carga del ajuste a las economías deficitarias. En este contexto, el FMI asumió el papel de otorgar permisos para modificar los tipos de cambios de los países con cuentas corrientes deficitarias, proveer préstamos para saldar los desequilibrios comerciales, organizados a través de un sistema de cuotas, acompañados de políticas de austeridad fiscal, sin instrumentos para resolver los desequilibrios comerciales desde el sector productivo.

A partir que el tipo de cambio se volvió el mecanismo central para restaurar el desequilibrio en las cuentas corrientes, tuvo lugar una interesante discusión sobre sí las devaluaciones son efectivas para equilibrar las cuentas corrientes, con visiones críticas por parte de la CEPAL (1949) y la condición Marshall-Lerner (Krugman, 1995), entre otras. En esta discusión se advierte que las devaluaciones en los países con atrasos tecnológicos, dependientes

de bienes de capital fijo e intermedios importados, deterioran sus términos de intercambio en el comercio internacional, y generan parálisis económicas, con aumentos en el valor de la deuda externa. Y, se añade que las devaluaciones son un símil a una política deflacionaria (reducción salarial) que se aplica cuando no se dispone del tipo de cambio, (por ejemplo la Zona Euro; Toporowski, 2017).

El intento del sistema Bretton Woods por equilibrar el comercio internacional fracasó desde fines de 1950, a la luz del euro-mercado que generó un movimiento de capitales privados de corto plazo en mercados no regulados, bajo la égida del dólar estadounidense como unidad de reserva internacional –ligado de manera más flexible al oro– sistema basado en la relación oro-dólar, (véase Eichengreen, 2014). La función de EEUU fue proveer liquidez al mercado internacional a partir de déficits de su cuenta corriente, no limitados por el FMI, y crecientes gastos militares, con base en lo cual EEUU adquirió privilegios exorbitantes en el entorno internacional, (véase de Cecco, 2012).

La crisis petrolera de inicios de 1970 marcó el fin de este arreglo institucional, porque reapareció la escasez de reservas internacionales, que indujo la desmonetización del oro, e impuso un sistema basado en el dólar-standard (Eichengreen, 2014), acompañado por el desmantelamiento de la estructura de tipos de cambio fijos (aunque flexibles).

El sistema basado en el dólar-standard alentó una estructura de tipos de cambios flotantes, que supuso otorgaría autonomía a las políticas monetarias nacionales, lo cual no se logró. En este sistema, el mercado financiero internacional asumió la función crear financiamiento, relegando a segundo plano el objetivo equilibrar las balanzas comerciales. El cambio fundamental del rompimiento del Sistema de Bretton Woods fue haber superado la escasez de medios de pago a nivel

internacional, porque el dinero se desligó de las mercancías, asumiendo el dólar estadounidense las funciones de unidad de cuenta y guarda valor. Ello desató un gran movimiento de capitales privados entre países desarrollados, incluidos los países en desarrollo, aunque en menor medida.

Específicamente, el reordenamiento del sistema monetario internacional a partir del periodo dólar estándar se distinguió por desplegar dos elementos. Primero, el dinero se privatizó en el sistema monetario internacional (créditos entre gobiernos pasan a segundo plano y los bancos centrales son incapaces de controlar liquidez), los depósitos bancarios (deudas monetarias) se volvieron dominantes en el espacio internacional, lo cual *endogenizó* el dinero a nivel mundial, (Toporowski, 2017). Bajo este entorno se despliegan grandes volúmenes de transacciones transfronterizas de activos y financiamiento, liderado por los grandes bancos, que generó un financiamiento global en exceso (*global finance glut*), (Toporowski, 2017), en contraposición al *global saving glut*, señalado por Bernanke (2005), que financió la producción y re-financió las deudas (alargar plazos y cambiar la nominación entre monedas de las deudas (transformar deudas en monedas externas en nacional). Este arreglo institucional limitó el despliegue de políticas monetarias independientes.

**E**l sistema basado en el dólar-standard alentó una estructura de tipos de cambios flotantes, que supuso otorgaría autonomía a las políticas monetarias nacionales, lo cual no se logró



Segundo, y en el contexto de la anterior discusión, otro elemento peculiar de este ordenamiento institucional fue la internacionalización de varias monedas que se distinguieron por tener alta convertibilidad en el sistema financiero internacional, sin alcanzar el status de monedas de reserva. En este ambiente emergen monedas de países emergentes, con gran convertibilidad en el mercado internacional, permitiendo a sus economías un acceso casi ilimitado a unidades de reservas internacionales.

En este contexto, los flujos financieros a nivel mundial se desligan de los balances comerciales y cuentas corrientes y se tornan dependientes de los ciclos de apalancamiento de las grandes corporaciones. Y, la percepción de riesgos de los inversionistas institucionales sobre los fundamentos macroeconómicos se convierte en un elemento central para la entrada y salida de flujos de capitales a los sistemas financieros nacionales. Así, los “fundamentales” de las economías adquirieron gran relevancia en la determinación de la disponibilidad de unidades de cuentas internacionales.

### El TLCAN y el movimiento de capitales en la economía mexicana

Las principales reformas estructurales realizadas a la luz del TLCAN fueron, primero, la profundización de la apertura de la economía

mexicana al capital extranjero, particularmente en el sector financiero bancario y no-bancario, que provocó el dominio de grandes empresas transnacionales en la banca (Levy y Domínguez, 2016) y en las instituciones financieras no bancarias, así como en las corporaciones privadas no financieras. Segundo, las instituciones financieras mexicanas no bancarias se ade-

cuaron a la organización del sistema estadounidense con la creación de los bancos-no-bancos (Sofoles y Sofomes). Tercero, se intentó, activar el mercado de capitales a través del sector hipotecario vía la creación de una financiera privada (Hito<sup>2</sup>) que no pudo cumplir sus funciones, traspasando sus funciones a una banca de desarrollo (Sociedad Hipotecaria Federal) que operó sobre la base de líneas de financiamiento del gobierno central que impidió al sector hipotecario convertirse en el motor del mercado de capitales. Cuarto, se crearon Afores y Siefores (1977) con la privatización del sistema de pensiones que concentraron grandes volúmenes de ahorro y fortalecieron a los inversionistas institucionales, cuyo objetivo (no logrado) fue profundizar el mercado financiero mexicano. Quinto, se creó el Mercado Mexicano de Derivados (Mexder, 1998) con los respectivos lineamientos de las operaciones de los instrumentos financieros sintéticos, lo cual introdujo al sistema financiero mexicano al mercado global vía acuerdos de operación con otros mercados de derivados y organizó líneas credi-

2 La Hipotecaria Total, Hito se creó en 2006, como una entidad privada bajo la forma de Sociedad Anónima Promotora de Inversión, cuya función fue promover financiamiento al sector hipotecario vía innovaciones financieras que debería reemplazar a la Sociedad Hipotecaria Federal.

ticias en monedas de reserva internacionales.<sup>3</sup> Y, finalmente, a partir del 2001 iniciaron las operaciones de titularización,<sup>4</sup> lideradas por entidades gubernamentales, centradas en pagos futuros de peajes e impuestos que, sin embargo, no masificaron la titularización en las actividades bancarias ni en las entidades hipotecarias en el sistema financiero mexicano.

A partir de estos cambios institucionales, analizamos la cuenta corriente y la cuenta de capitales ya que muestran la forma de integración de un país a la economía mundial. Por el lado del comercio internacional, México tuvo un aumento sin precedente de la actividad exportadora, sin lograr equilibrar la balanza comercial ni la cuenta corriente, especialmente a partir de la firma del TLCAN. Uno de los principales resultados de este fenómeno fue la gran apertura comercial de la economía mexicana que alcanzó un promedio de 34.3% con respecto al PIB entre 1990/1993, 51.6% respecto al PIB entre 1994/2008, 66% entre 2009-2016, periodo de la relajación de la política monetaria estadounidense (*quantitative easing*) (véase Cuadro 1). Se debe advertir que la actividad exportadora (con excepción del petróleo hasta 2013) se realizó a partir del dominio de las transnacionales que se insertaron en los sectores productivos más dinámicos de la economía mexicana y operaron a través de las cadenas globales de producción con gran participación de las manufacturas (incluso de alta tecnolo-

gía) en las exportaciones totales, lo cual generó una de la primeras paradojas de la economía mexicana: incrementaron las exportaciones manufactureras, incluso de sectores altamente tecnológizados, sin fortalecer el sector de acumulación, (Levy, 2014). Ello provocó que México desplegara una organización productiva sustentada en el ensamblaje, cuyo principal factor competitivo han sido los salarios bajos, sin poder escalar a los estratos tecnológicos superiores de las cadenas globales de producción, independientemente del sector financiero.

### Cuadro 1

Indicadores de la Cuenta Corriente (%)

	CC/PIB	X+M/ PIB	X/PIB	X-M/ PIB	M/PIB
1980	-5.4	25.9	11.6	-2.6	14.3
1990/93	-4.7	34.3	15.6	-3.1	18.7
1994/99	-2.3	48.3	23.8	-0.6	24.4
2000/08	-1.3	53.9	26.1	-1.8	27.8
2009/16	-1.6	66.0	32.3	-1.4	33.7

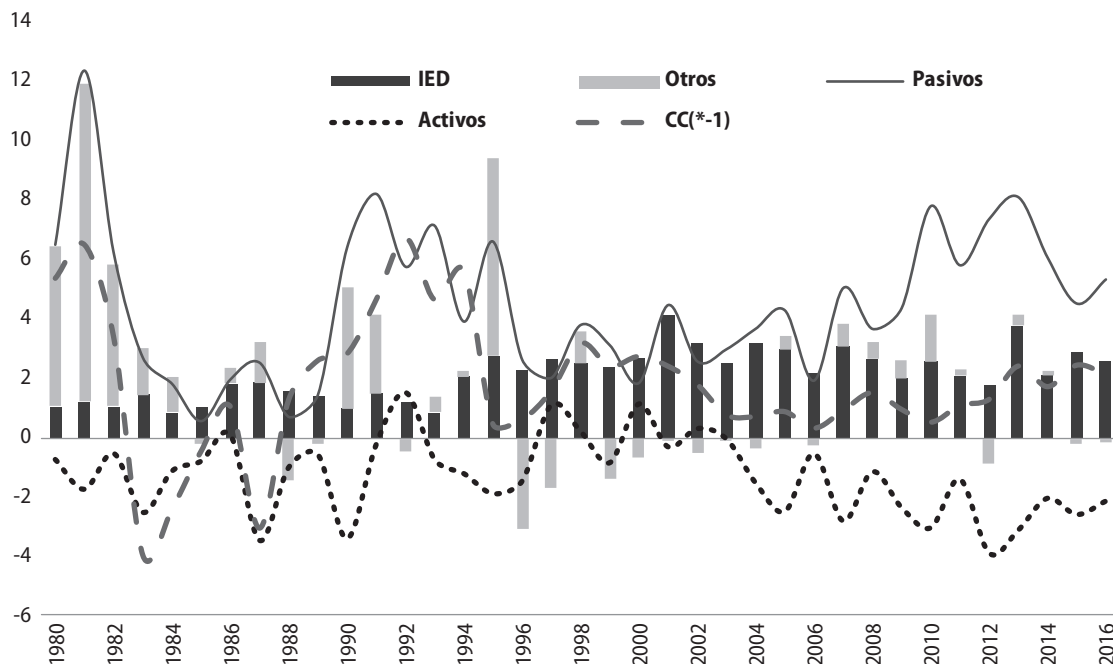
Fuente: Cálculo propio con base en información del Banco de México.

Por su parte, la globalización del mercado de capitales se ubicó inicialmente en la lógica de financiar los desequilibrios de la cuenta corriente, desplegándose rápidamente una relativa autonomía del capital financiero frente a los desequilibrios de las cuentas corrientes, volviéndose evidente a partir de la primera década del siglo XXI, (véase Gráfica 1), lo cual se evidencia a partir de la evolución acelerada de los pasivos financieros externos en relación a la cuenta corriente —con signo inverso, para poder comparar su evolución de los pasivos.

La evolución de los pasivos, en términos de componentes, a partir del TLCAN volvió dominante a la inversión extranjera y desplazó el rubro de “otros” (donde se incluyen los créditos a los sectores privado y público), véase Gráfica

3 El fortalecimiento del mercado cambiario que permitió la internacionalización, entre otras medidas, requirió líneas crediticias de la FED, acuerdos de operación con otros mercados, como el Mercado de *Commodities* de Chicago y operaciones de 24 horas con el mercado cambiario mundial, para un buen recuento de los acuerdos, véase García-Verdú y Zerecero, 2014.

4 La titularización implicó la emisión de obligaciones, cuyas fuentes de pago provienen de influjos que están asociados a paquetes de activos financieros, Banco de México, 2007, p. 41.

**Gráfica 1** Evolución de los pasivos externos mexicanos y sus componentes (% del PIB)

Fuente: Cálculo propio basado en Banco de México

1. Específicamente, a partir de la entrada en vigor del TLCAN y la crisis financiera mexicana de 1994, la IED se fortaleció, aumentando drásticamente la IEC, después de la GCF, (véase Gráfica 2). Ello se explica por el incremento de liquidez estadounidense, generada por la política de relajación monetaria.

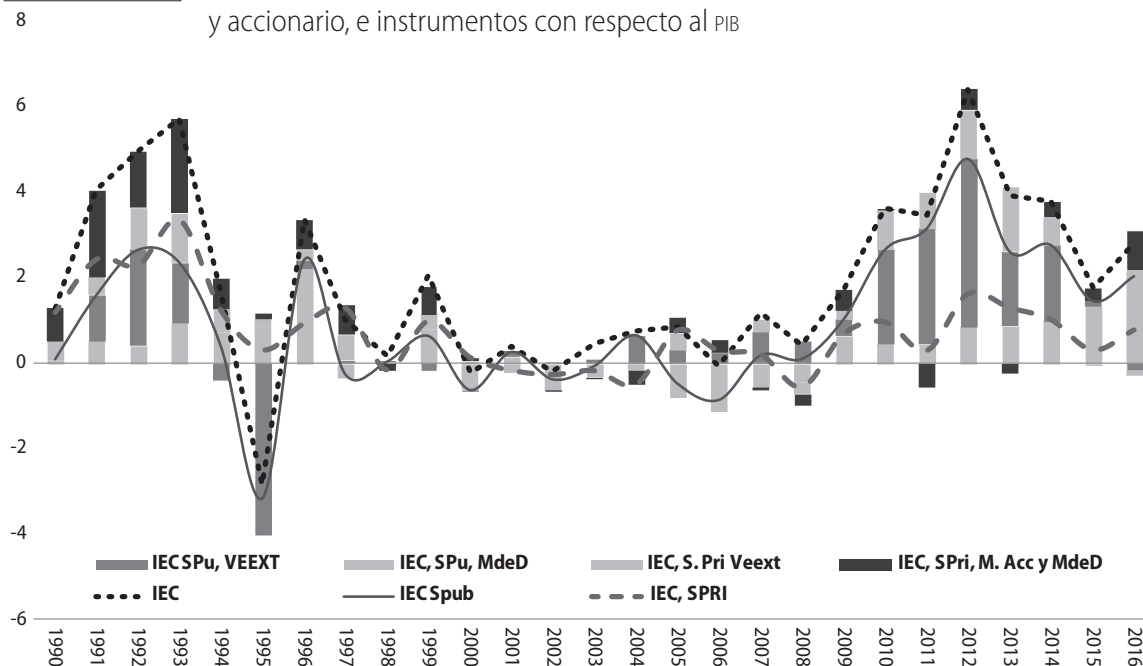
Un análisis más detallado de la inversión extranjera de cartera muestra que el mercado accionario y el mercado de deudas no fue favorecido por este influjo de capitales, situación diferente a la de inicios de la década de 1990, cuando la entrada de IEC se canalizó a instrumentos privados (véase Gráfica 2). Específicamente, en el periodo de mayor liquidez (2009-2016), la mayor parte de la IEC se dirigió al sector público, en instrumentos del mercado de dinero y en valores del sector público emitidos en el exterior, manteniéndose relativa-

mente reducidos los valores privados, aunque crecieron considerablemente los valores emitidos en el exterior, como una estrategia de las grandes corporaciones que operan en México, para fondearse en el mercado internacional por los bajas tasa de interés en el mercado externo y el tipo de cambio relativamente estable y sobrevaluado.

A partir del análisis anterior podemos señalar que el TLCAN no creó mecanismos de movilización de recursos financieros que robusteciera el SFM, sino que se posesionó de los sectores productivos dinámicos exportadores, sin “arrastrar” a los sectores “autóctonos”, ampliando la brecha tecnológica; repitiéndose así el fenómeno del “casillero vacío” de Fajnzylber (1983) en una economía abierta, sentando las bases de un modelo productivo de ensamblaje que ralentizó el crecimiento económico.



**Gráfica 2** Composición de la IEC según sector público y privado, mercado de dinero y accionario, e instrumentos con respecto al PIB



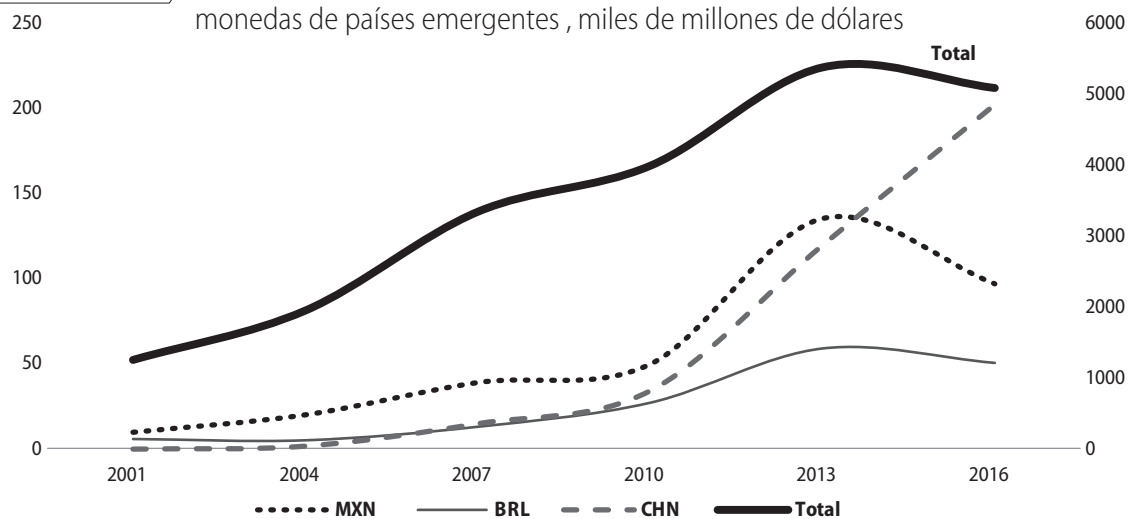
Fuente: Cálculo propio con base en información del Banco de México, Cuadro CE139, Balanza de Pagos, con base en MBPS5 (a partir de 1980) [www.banxico.org.estadisticas](http://www.banxico.org.estadisticas), fecha de consulta: 01/08/2017, 05:44:32. IEC: Inversión extranjera de cartera. SU: Sector Público, S.Priv: Sector Privado; VEExt: Valores emitidos en el exterior, MdeD: mercado de dinero; MACC: Mercado Accionario

El mercado cambiario es otro sector clave en la generación de liquidez en el SFM, a partir del cual se creó otra gran paradoja: por un lado, se internacionaliza el peso mexicano en el mercado mundial, sin ampliarse el mercado cambiario doméstico. Ello implicó que circulara un gran volumen de deudas denominados en pesos mexicanos en el mercado internacional que, por su gran convertibilidad, generó un acceso casi ilimitado a unidades de reserva internacional, al margen del sistema financiero doméstico, o sea el resto del mundo posee pasivos denominados en pesos mexicanos que el Banco de México debe convertir en dólares a demanda de los tenedores de los títulos, lo cual sucede en situaciones de incertidumbre sobre el comportamiento de la economía mexicana o que actores internacionales apuesten en contra de la economía mexicana.

A nivel global, se observa que a partir de la crisis del dot.com (2001) aumentaron drásticamente las transacciones transfronterizas,<sup>5</sup> sin excluir a los países emergentes, donde el peso mexicano ha tenido una participación relevante, al igual que las monedas de algunas economías de Asia, aunque a una escala más reducida que las monedas de los países desarrollados. Específicamente, a partir de 2001, las transacciones cambiarias totales tuvieron un crecimiento acelerado, que se duplicó entre 2004 y 2007 y, nuevamente entre 2007 y 2013, con una leve desaceleración en 2016 (véase Gráfica

5 Las transacciones transfronterizas por países a nivel global se miden a través de la rotación promedio diaria basada en una medición neta –neta que descuenta las duplicaciones de las transacciones de los contrapartes locales y transfronterizos. Ello mide la liquidez de las monedas locales en el mercado financiero internacional.

**Gráfica 3** Rotación promedio de las transacciones cambiarias totales y de algunas monedas de países emergentes, miles de millones de dólares



Fuente: Cálculo propio con base en datos del BIS 2001, 2003, 2007, 2010, 2013, 2016. MXN: Peso mexicano, BRL: Real Brasileño, CHN: Yuan China; total; Transacciones cambiarias totales.

3). Entre, las monedas de los países emergentes más negociadas a nivel mundial estuvieron las transacciones relacionadas con el peso mexicano (MXN) y el renminbi chino (CHN), con intentos fallidos del real brasileño (BRL). Los Forex relacionadas con MXN crecen de manera más aceleradamente que el volumen global; las transacciones relacionadas en CHN son más tardías, inician alrededor del 2007, se duplican en 2010, y casi cuadruplican en 2013 y, a partir 2016 encabezan las transacciones de los países emergentes.

En términos de la distribución geográfica de las transacciones por moneda de los países emergentes, se observa que el peso mexicano fue el mejor posicionado en el mercado internacional, ocupando un alto rango<sup>6</sup> a nivel de las monedas latinoamericanos de economías de igual o mayor tamaño (Brasil), mayor apertura comercial (Chile) e incluso por encima de las monedas asiáticas, cuyas economías experimentaron un mayor crecimiento económico

<sup>6</sup> Las primeras posiciones tienen mayor participación en el mercado mundial.

(Corea del Sur) o tuvieron un mayor tamaño y crecimiento (China e India). Específicamente en Asia, hasta 2010, la moneda mejor posicionada fue el won coreano, desplazado en 2013 por el renminbi chino, que alcanzó el noveno lugar en el ranking mundial (sólo antecedido por las transacciones relacionadas al peso mexicano que estaba en el octavo lugar) que, en 2016, asumió el liderazgo de los países emergentes, alcanzando el octavo lugar a nivel mundial, (véase Cuadro 2). La posición destacada de las transacciones relacionadas con el peso mexicano se debe al gran dominio del capital extranjero de la economía mexicana y el acoplamiento del SFM al estadounidense, sin estar ligado a un dinamismo económico, mientras la posición del yuan chino se relaciona con el crecimiento espectacular de la economía china desde fines de 1980.

La distribución geográfica de la rotación de las transacciones cambiarias en mercados locales (medida sobre la base neta-bruta, donde sólo se descuentan las duplicaciones entre contrapartes locales) muestra un orden de pre-

**Cuadro 2** Rango de participación de las monedas en el mercado mundial, base neta -neta

	2001	2004	2007	2010	2013	2013
MXN	14	12	12	14	8	11
BRL	17	21	21	21	19	19
CLP	23	25	30	29	28	30
CHN	35	29	20	17	9	8
Won	15	11	14	11	17	15
Ruppe	21	20	19	15	20	18

Distribución de las transacciones por países, % respecto al total , base neta-bruta						
	2001	2004	2007	2010	2013	2016
Mexico	0.5	0.6	0.4	0.3	0.5	0.3
Brazil	0.3	0.14	0.13	0.3	0.25	0.3
Chile	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
China	...	0	0.2	0.4	0.7	1.1
Korea	0.6	0.8	0.8	0.9	0.7	0.7
India	0.2	0.3	0.9	0.5	0.5	0.5

Fuente: Cálculo propio con base en dato del BIS 2001, 2003, 2007, 2010, 2013, 2016. MXN: peso mexicano, BRL: Real Brasileño; CLP: peso chileno, CHN; Yuan Chino, WON: Won De Corea del Sur, Ruppe de la India

lación diferente a la distribución geográfica por tipo de monedas, especialmente cuando se compara los países latinoamericanos con los países asiáticos. México, en el espacio latinoamericano, tiene la mayor posición, explicado, como se mencionó anteriormente a partir de la inserción del SFM a Estados Unidos y, de manera más relevante por la gran rotación de las transacciones del peso mexicano en el mercado mundial que requiere una contraparte institucional en México, véase Cuadro 2. Sin embargo, el tamaño de las transacciones cambiarias en países como Corea, e incluso de India fue mayor, porque sus sistemas financieros están más regulados. China, a partir de 2010, ensancha su mercado cambiario, logrando en 2016 el mayor tamaño.

Otro elemento importante es la locación de las contrapartes institucionales de las transacciones cambiarias y de locación (locales y transfronterizas). Encontramos que el peso mexicano sigue el movimiento de las transacciones de las monedas de los países desa-

rollados, donde dominan las contrapartes transfronterizas y son relativamente menores las contrapartes locales. Ello indicaría que las transacciones cambiarias del peso mexicano no tienen mucha relación con el centro financiero mexicano, (véase Cuadro 3).

Finalmente, la rotación de las transacciones relacionadas al peso mexicano por contrapartes institucionales indica que, a medida que aumenta la rotación de las transacciones relacionadas con el peso mexicano, incrementa hacia “otras instituciones financieras” (instituciones financieras de tamaño medio), con baja importancia de los otros clientes no financieros (CNF), desplazando la participación de los agentes oficiales (AO) donde se encuentran los grandes bancos comerciales y de inversión). Entonces, los fondos de inversión, casas de seguros y otros inversionistas institucionales fueron las contrapartes de las transacciones con peso mexicano, cuyo objetivo fue diversificar sus hojas de balance y, ante cualquier inestabilidad interna o externa, buscaran saldar sus

instrumentos en MXN y convertirlos en dólares; por consiguiente, este mercado altamente inestable (Cuadro 3).

Podemos resumir este apartado señalando que el TLCAN proveyó a México de una liquidez casi ilimitada de flujos extranjeros vía inversión extranjera y transacciones cambiarias transfronterizas sin movilizar recursos financieros al sistema productivo, ni crear instrumentos para neutralizar la inestabilidad financiera.

### La evolución y composición del sistema financiero y el financiamiento en México después del TLCAN

El sistema financiero mexicano a partir de la entrada en vigor del TLCAN modificó su tamaño y estructura. En 1993, un año antes de la entrada en vigor de dicho acuerdo, en el contexto de un proceso de globalización del mercado de capitales, su tamaño fue de 81.5% respecto

al PIB, seguido por un fuerte estancamiento a raíz de la crisis económica de 1994, con altos y bajos, aunque estancado hasta mediados de la primera década del siglo XXI, revirtiéndose a la luz de la GCF. Después del 2009, el tamaño del sistema financiero alcanzó valores superiores al producto interno bruto (véase Gráfica 8).

En esta trayectoria, el mercado financiero mexicano cambió su composición, incrementando la participación del mercado de deudas y de capitales, convirtiéndose en un sistema tripartito. Se debilitó el dominio de la estructura bancaria y se fortalecieron los espacios dominados por las instituciones financieras no bancarias. La crisis financiera de 1994 redujo la participación del sector bancario que opera en México y abrió un ciclo contractivo (reducción de deudas, crisis de hojas de balances; Koo, 2015), recuperándose a partir del gran influjo de capitales después de 2008, sin recobrar los niveles de 1994. El mercado de deudas doméstico sufrió un proceso inverso, pasando

### Cuadro 3

#### *Distribución de las transacciones locales y transfronterizas*

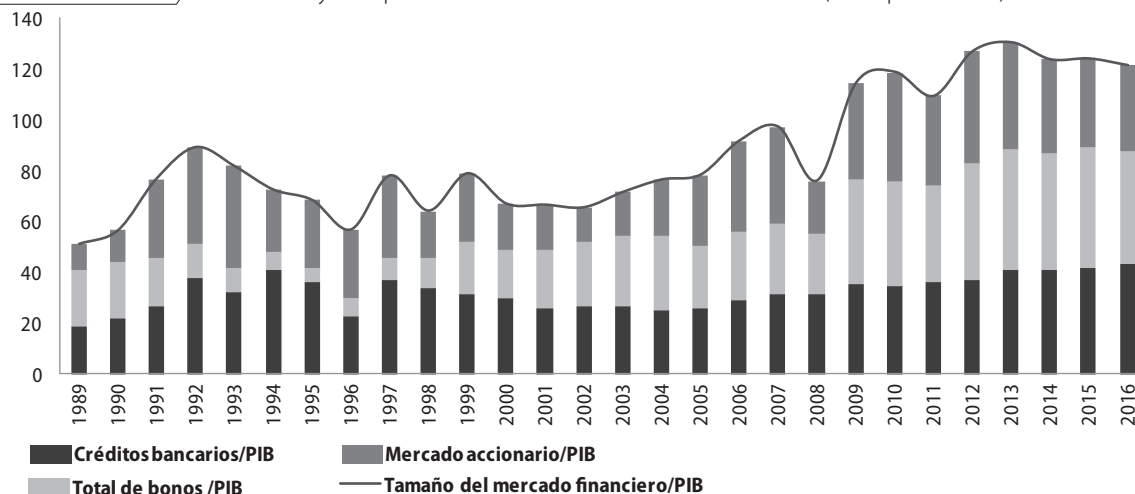
	2001	2004	2007	2010	2013	2016
Local Mundial	42.4	38.4	38.3	35.1	42.2	35.5
CB Mundial	57.5	61.2	61.7	64.9	57.8	64.5
Local MXN	42.7	35.4	39.6	31.2	40.2	33.3
CB	57.3	64.6	60.4	68.8	59.8	66.7
Por contrapartes institucionales						
Mundial	2001	2004	2007	2010	2013	2016
AO	58.1	52.6	41.9	38.9	38.7	41.9
OIF	27.9	32.8	40.3	47.7	52.5	50.6
C/CNF	14.0	14.3	17.8	13.4	8.8	7.5
Peso Mex						
AO	59.7	65.7	34.6	40.7	33.3	34.1
OIF	32.4	26.7	52.5	44.6	60.0	58.3
C/CNF	7.9	7.5	12.9	15.0	6.7	7.5

CB Transfronterizos, AO: Agentes Oficiales, OIF: Otros intermediarios financieros. Con Clientes No Financieros.

Fuente: Cálculo propio con base en dato del BIS 2001, 2003, 2007, 2010, 2013, 2016.

**Gráfica 4**

Evolución y composición del sistema financiero mexicano (% respecto al PIB)



Fuente: Elaboración propia con base en datos del FMI.

de 9.6% respecto al PIB en 1993, a un promedio de 19.6% entre 1994/2008, duplicándose entre 2009/2016 (43.8% del PIB). Y el mercado accionario se fortaleció a la luz de la firma del TLCAN que extranjerizó de manera apresurada el sector financiero y se asienta en las industrias dinámicas, desacelerándose a fines de la década de 1990 y en los 2000, como respuesta al surgimiento de China como competidor en el mercado estadounidense (véase Gráfica 4).

Un análisis más detallado del mercado de bonos indica que crecieron los emitidos en el mercado doméstico (representando por barras en la Gráfica 5) con relación a los bonos emitidos en el mercado internacional (representado por líneas, Gráfica 5). En el mercado doméstico, como se esperaba, dominaron los bonos gubernamentales, seguidos por las corporaciones financieras, especialmente después de 2008, y las instituciones privados no financieras, aunque tienen una participación reducida, expanden la emisión de bonos a la luz de la GCF, lo cual modificara la composición del financiamiento hacia el sector privado no financiero.

Los bonos emitidos en el mercado internacional, con excepción de la crisis de 1994, son menores que los domésticos y no tienen un crecimiento muy dinámico hasta la GCF, a partir de la cual se activan, liderados por las instituciones financieras, adquiriendo importancia las corporaciones no financieras. Este comportamiento tuvo dos efectos, por un lado, las representaciones de las instituciones financieras que operan en México fueron contraparte del mercado cambiario, y las matrices de las corporaciones multinacionales no financieras que operan en México aprovecharon los bajos costos del mercado internacional para financiar el conjunto de la corporación, lo cual genera una expansión de la deuda externa mexicana.

**U**n análisis más detallado del mercado de bonos indica que crecieron los emitidos en el mercado doméstico con relación a los bonos emitidos en el mercado internacional

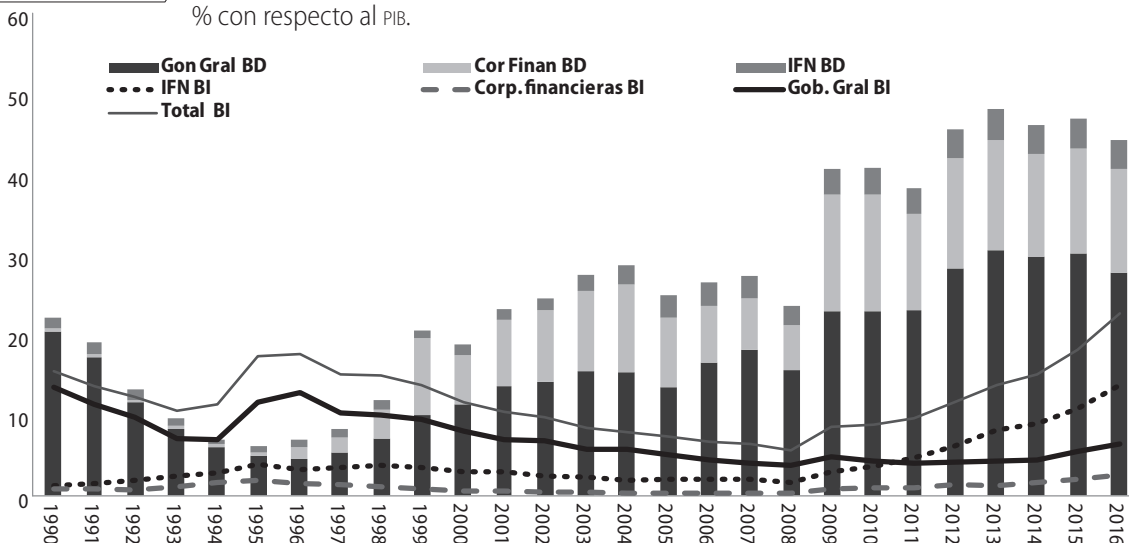
Finalmente, señalaremos que la expansión del mercado accionario se representa a través del valor de capitalización que no respondió a un mayor número de empresas inscritas en el mercado de valores, el cual, incluso, decayó entre 1994 y 2016 (en 1994 ascendieron a 206; en 2000 a 195; disminuyendo a 125 en 2008 y 137 en 2016), indicando con ello que hubo un número reducido jugadores en el mercado de capitales. El volumen operado de títulos financieros con respecto al PIB tampoco fue abultado ni presentó un crecimiento acelerado; por el contrario, fue relativamente estable, expandiéndose a partir de 2009, a la luz del influjo acrecentado de capitales externos hacia el SFM. La rotación del volumen operado muestra una tendencia descendente (no muy pronunciada) sin recuperarse después de 2008, lo cual nos sugeriría que estamos ante un mercado relativamente delgado, con un mercado secundario relativamente débil (véase Gráfica 6).

La gran excepción fue la variación del índice de precio y cotizaciones de la BMV que ha sido altamente volátil y, alcanzó cifras positivas que, entre 1994 y 2008 ascendieron a 19%, con una desviación estándar alta (30%); mientras entre 2009-2016 tuvo una media de 10%, con una desviación de estándar (15%).

Los cambios institucionales redujeron la canalización de recursos financieros hacia al sector privado no financiero (SPNF) y modificaron las fuentes de financiamiento.

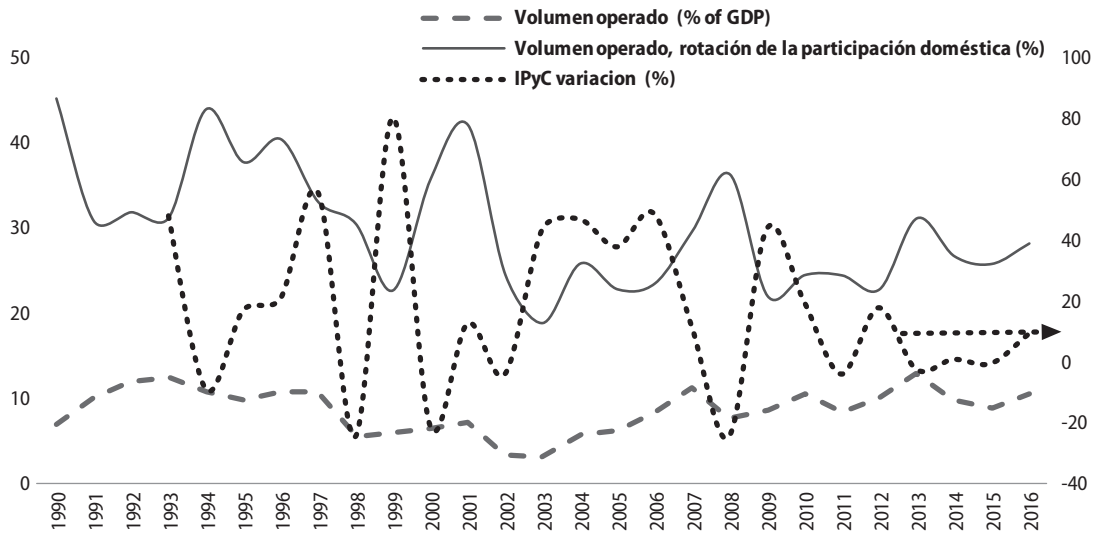
En el año de arranque del TLCAN, el financiamiento total al sector privado no financiero fue superior en comparación a 2016, resultado de una reducción en la contratación de deudas y pago de las deudas existentes, desplegándose un ciclo financiero interesante. Hasta mediados de la primera década de 2010, el financiamiento hacia el SPNF tiene una tendencia contractiva (pago de deudas) logrando su punto más bajo en 2006 que se recupera a la luz de GCF. Ello

**Gráfica 5** Evolución de los bonos emitidos por residentes en el mercado doméstico e internacional, % con respecto al PIB.



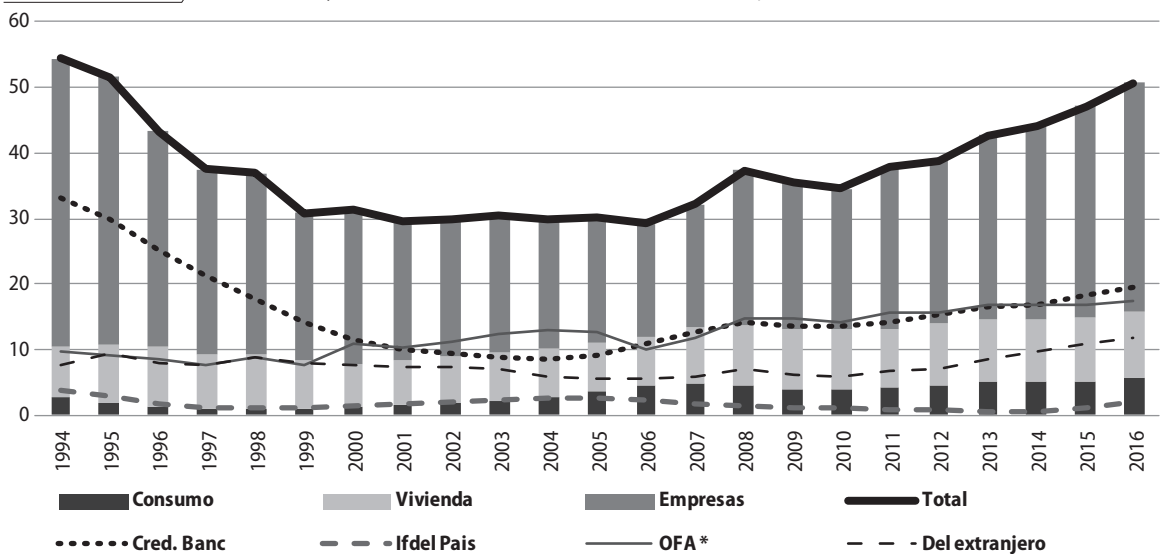
Fuente: Elaboración propia con base en información del BIS.

**Gráfica 6** Indicadores del mercado de capitales mexicano



Fuente: Elaboración propia con base en World Bank Data.

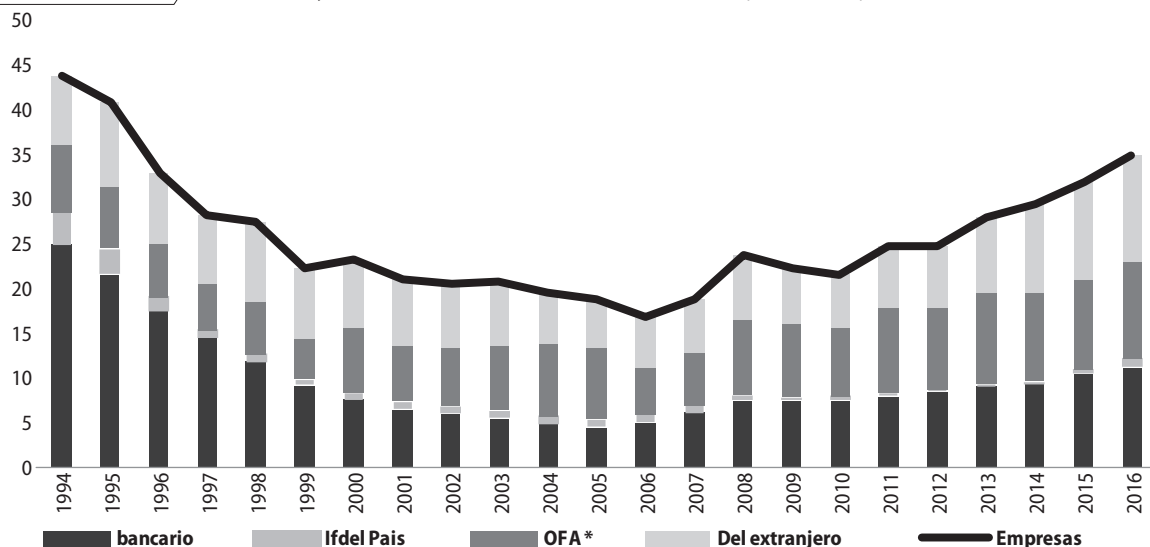
**Gráfica 7** Volumen y fuente del financiamiento al SPNF respecto al PIB



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Banco de México.

implica que la entrada de flujos financieros del resto del mundo generó un efecto expansivo en el financiamiento. Un segundo elemento a destacar es que el financiamiento más volátil fue el que se canalizó a las empresas y las familias con actividad empresarial, manteniéndose

relativamente constante el financiamiento a la vivienda y, aunque crecieron los recursos hacia el consumo, estos no fueron significativos. La fuente de financiamiento que más descendió fue el crédito bancario (33.2% del PIB en 1994 y 8.5% del PIB en 2005) recuperándose

**Gráfica 8** Volumen y fuentes del financiamiento a las empresas respecto al PIB

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Banco de México.

posteriormente hasta alcanzar 19.4% en 2016 (véase Gráfica 7). Otras fuentes alternativas de financiamiento que representaron instrumentos financieros de espacios bursátiles, tarjetas no bancarias y de fondos tripartitos (Infonavit y Fovissste) ascendieron de manera vertiginosa, así como el financiamiento externo a la economía (véase Gráfica 8), sin poder cambiar la tendencia total del financiamiento a la economía; por consiguiente, las nuevas fuentes de financiamiento abiertas por la globalización financiera y el acceso casi ilimitado al liquidez internacional no fue suficiente para mantener los flujos del periodo anterior.

El análisis de financiamiento del sector empresarial y las familias con actividad empresarial es más elocuente. En 1994 representó 43.9% respecto al PIB, cayó a menos de la mitad (17% respecto al PIB en 2005) y, en 2008 ascendió hasta lograr 34.9% respecto al PIB. Entre 1994-2008 dominaron los flujos provenientes de los bancos y, a partir de 2008, se activan las Otras Fuentes Alternativas que, en el sector empresarial, corresponden al pasivo in-

terno no bancario de las empresas que cotizan en la BMV y la emisión interna de instrumentos de deuda de empresas que no cotizan en BMV y el financiamiento externo. En consecuencia, los cambios institucionales a raíz del TLCAN no sólo achicaron en casi diez puntos la liquidez que se dirige a este sector, sino que privilegiaron a la gran empresa que puede acceder al mercado de valores y emitir deudas, así como captar recursos del resto del mundo.

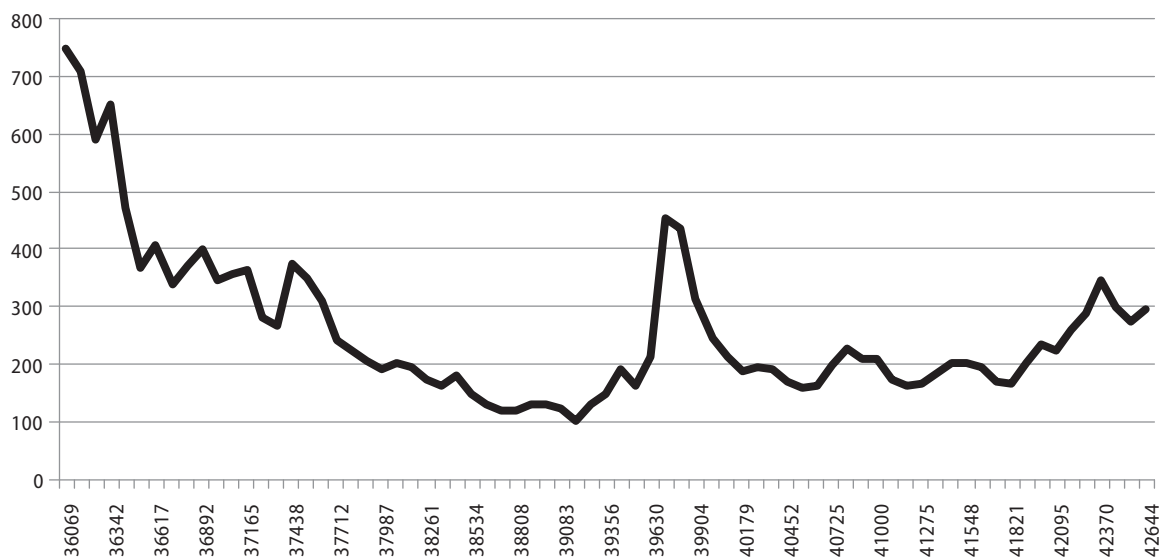
Los sectores dinámicos de la economía a partir del TLCAN fueron dirigidos por grandes corporaciones, con gran participación de la IED, con ausencias de políticas efectivas de financiamiento hacia la pequeña y mediana empresa, generando una organización productiva que se basó en el ensamblaje que mantuvo separados los sectores dinámicos de los “autóctonos”, lo cual provocó que la fase de auge tuviera tasas de crecimiento relativamente reducidas.

Finalmente, resta señalar que los cambios institucionales que abrieron la economía mexicana a la inversión extranjera e internacionalizaron la moneda mexicana no lograron reducir el riesgo



**Gráfica 9**

Índice de Bonos de Mercados Emergentes global (EMBI-G), en Puntos bases, trimestral



Fuente: Elaboración propia con información del Banco Central de Perú, con información de <https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/diarias/resultados/PD04713XD/html>

país. La evolución del EMBI-G de México (bonos de países emergentes global) tuvo una reducción a la baja que se revierte en 2008, la cual se reduce y vuelve recuperarse a partir de 2014, con los avisos de la FED de que incrementaría la tasa de interés. Ello indicaría que la gran liquidez disponible para el mercado mexicano no pudo controlar el riesgo de la economía mexicana.

Para el primer semestre de 2006 sólo se consideran datos de enero y para el tercer semestre se contabiliza los datos de agosto y septiembre por no haber datos disponibles para los demás meses

### Conclusiones

El sistema financiero que domina la actual fase del capitalismo se caracteriza por estar desregulado, globalizado, con una posición

privilegiada del capital financiero sobre el productivo, expresado a través de un gran movimiento de flujos de inversión extranjera que impidió a los bancos centrales contrarlar la oferta monetaria. En este contexto, las deudas (monetarias) de carácter privado (depósitos bancarios) dominan el mercado financiero internacional, y resuelven el problema de escasez de liquidez a nivel internacional, lo cual, debería estabilizar el sistema financiero.

**E**l sistema financiero que domina la actual fase del capitalismo se caracteriza por estar desregulado, globalizado, con una posición privilegiada del capital financiero sobre el productivo, expresado a través de un gran movimiento de flujos de inversión extranjera que impidió a los bancos centrales contrarlar la oferta monetaria

El movimiento de flujos de inversión extranjera se vuelve relativamente independiente de los desequilibrios de la cuenta corriente; está dominado por una moneda de reserva internacional (dólar estadounidense), acompañada de monedas internacionalizadas, con gran convertibilidad en el sistema financiero internacional. La creación de financiamiento se desplaza al espacio internacional, independientemente del ahorro, y no está limitado por ninguna mercancía, generándose un exceso de financiamiento mundial.


A partir de lo anterior, la principal aportación del TLCAN fue abrir, en un corto tiempo y, de manera casi ilimitada, la economía mexicana a la región de América del Norte, otorgando un gran control a las grandes transnacionales sobre los sectores dinámicos exportadores y dominio casi total sobre el sector financiero bancario y no bancario. Este proceso tuvo grandes desventajas. Primero, los sectores dinámicos no lograron arrastrar al conjunto de la economía, limitando el efecto multiplicador de las exportaciones, generando grandes fugas al ingreso vía las crecientes importaciones, en tanto, no se fortaleció el sector de acumulación.

Segundo, no se robusteció el SFM, incrementando su dependencia a las condiciones del sistema internacional. Ello implicó que los agentes domésticos se supeditaron a las transnacionales y no se crearon mecanismos de movilización de recursos financieros para los agentes nacionales.

El parteaguas más importante del SFM fue la gran liquidez generada por el relajamiento de la política monetaria a la luz de la GCF que disparó la entrada de capitales a la economía mexicana, incrementando las transacciones cambiarias relacionadas al peso mexicano, lo que llevó al ensanchamiento del SFM, particu-

larmente, el mercado de deuda y accionario que arrastra a los créditos bancarios, acompañados de un creciente financiamiento externo.

Una conclusión importante de este trabajo es que el TLCAN profundizó la apertura económica y el dominio del capital transnacional y aceleró la internacionalización del capital, el cual es altamente inestable.

Las alternativas del SFM, en este contexto internacional, no es obviar la internacionalización, sino recomponer las relaciones de los factores productivos mexicanos con el capital transnacional a través del fortalecimiento del sector de acumulación y generar mecanismos de movilización de recursos hacia los sectores que no acceden al mercado de valores ni al mercado internacional. Los agentes productivos nacionales, destacadamente las pequeñas y medianas empresas, deben fortalecerse y crear una dinámica de crecimiento avalado por mecanismos de financiamiento. 

## Referencias

- BANCO DE MÉXICO, (2007) *Reporte sobre el sistema financiero*. [www.banxico.org](http://www.banxico.org).
- BERNANKE, B., (2005) *The Global Saving Glut and U.S Current Account Deficit*, at the Homer Jones Lecture. St. Louis, Missouri, April 4<sup>th</sup>. <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>.
- BIS, (2001) Triennial Central Bank Survey, Foreign exchange and derivatives market activity in 2001. Statistical Annex Tables, March 2002.
- BIS, (2004) Triennial Central Bank Survey Foreign exchange and derivatives market activity in 2004; Statistical Annex Tables, March 2005.
- BIS, (2007) Triennial Central Bank Survey Foreign exchange and derivatives market activity in 2007; Statistical Annex Tables, March 2008.
- BIS, (2010) Triennial Central Bank Survey. Report on Global Foreign Exchange market activity in 2011.

- BIS, (2013) Triennial Central Bank Survey, Global foreign exchange market turnover. Tables revised, published in February 2014.
- BIS, (2016) Triennial Central Bank Survey, Global foreign exchange market turnover. Tables revised September 1st. 2016.
- CEPAL, (1949) “Estudio Económico de América Latina”, reimpreso en Bielschovski (comp), *Cincuenta Años de Pensamiento en la CEPAL. Textos Seleccionados* (1998), Volumen I, Santiago, Chile: Fondo de Cultura Económica-CEPAL.
- DE CECCO, M., (2012) “Global imbalances: past, present, and future”, *Contributions to Political Economy*, 31(1), pp. 29-50.
- EICHENGREEN, B., (2014) International Currency Past, Present and Future: Two views from Economic History, *Bank of Korea, Working Paper*, 2014-31, Noviembre.
- FAJNZYLBER, F., (1983) “Industrialización de América Latina: de la caja negra al casillero vacío”, R. BIELSCHOWSKY (editor) en *Cincuenta años de pensamiento de la CEPAL, Textos seleccionados*, FCE, Vol. II, 1998, México, pp. 817-852.
- GARCIA-VERDÚ y ZERECERO, (2014) On central bank intervention in the Mexican Peso/Dollar Foreign exchange market, *Documento de trabajo*. Banco de México 2014/19.
- KRUGMAN, P., (1995) “Growing world trade: causes and consequences”. *Brookings Papers on Economic Activity*, N° 1, 25th anniversary issue, 327-62.
- LEVY N. y C. DOMINGUEZ, (2016) “The operation of the Mexican banking system under foreign multinational corporations control: New activities and traditional income”, *International Review of Applied Economics*, January.
- LEVY N., (2014) “La función del sector externo en economías financiarizadas. Un análisis de la economía mexicana”, *Los falsos caminos al desarrollo. Las contradicciones de las políticas de cambios estructurales bajo el neoliberalismo: concentración y crisis*, Ortiz, E, coordinador, editorial Universidad Autónoma Metropolitana, Xochimilco, pp. 197-228.
- SCHUMACHER, E. F., (1943) Compensación multilateral, *Trimestre Económico*, Vol. 10, núm. 39(3) pp. 489-513.
- TOPOROWSKI, J., (2017) *Lectures for the Department of Economics*, University of Bergamo, March-April.