

PLAN ANUAL DE FINANCIAMIENTO

2011



UNIDAD DE CRÉDITO PÚBLICO

SHCP

CONTENIDO

I. INTRODUCCIÓN	2
II. POLÍTICA DE CRÉDITO PÚBLICO EN 2010	4
II.1. Estrategia General	4
<i>II.1.1. Deuda Interna</i>	<i>4</i>
<i>II.1.2. Deuda Externa.....</i>	<i>12</i>
II.2. Indicadores de Costo y Riesgo.....	16
III. POLÍTICA DE CRÉDITO PÚBLICO EN 2011	21
III.1. Requerimientos Financieros del Gobierno Federal y Estrategia de Financiamiento para 2011.....	22
<i>III.1.1. Requerimientos Financieros del Gobierno Federal</i>	<i>22</i>
<i>III.1.2. Estrategia de Financiamiento en 2011</i>	<i>24</i>
<i>III.1.2.1 Endeudamiento Interno</i>	<i>24</i>
<i>III.1.2.2 Endeudamiento Externo.....</i>	<i>30</i>
<i>III.1.3. Indicadores de Costo y Riesgo.....</i>	<i>35</i>
<i>III.1.4. Sector Público.....</i>	<i>43</i>
IV. CONSIDERACIONES FINALES	45

I. INTRODUCCIÓN

El propósito del presente Plan Anual de Financiamiento 2011 (PAF2011) es el de presentar al inversionista y al público en general la estrategia, objetivos y principales líneas de acción para el manejo de la deuda pública del Gobierno Federal en el año 2011. El PAF2011 forma parte de la estrategia integral de comunicación de la política de crédito público dirigida a informar de manera oportuna sobre la evolución de la deuda pública buscando de esta manera contribuir al mejor desarrollo del mercado financiero nacional y a la transparencia de la información gubernamental.

El objetivo principal de la política de deuda es satisfacer las necesidades de financiamiento del Gobierno Federal al menor costo posible manteniendo a la vez un nivel de riesgo compatible con la sana evolución de las finanzas públicas y el desarrollo de los mercados financieros domésticos. En este sentido durante 2010 la política de deuda ha seguido siendo un factor relevante para el mantenimiento de la estabilidad y recuperación de los mercados financieros nacionales tras la turbulencia financiera observada en 2008 y 2009. La política de endeudamiento interno ha mantenido un alto grado de flexibilidad para adaptarse a la evolución de los mercados financieros nacionales privilegiando en todo momento su liquidez y buen funcionamiento. En el ámbito externo se ha mantenido un acceso regular a los mercados financieros internacionales en condiciones de costo competitivas, diversificando las fuentes de financiamiento y ampliando la base de inversionistas. Gracias a esta estrategia los principales indicadores de riesgo de la deuda están mostrando una tendencia positiva en su evolución revirtiendo el deterioro que observaron durante las fases más agudas de la crisis financiera internacional.

En este contexto, la política de crédito público para 2011 tiene el objetivo de fortalecer la estructura de la deuda pública y fomentar un mayor desarrollo y eficiencia en los mercados financieros locales. La estrategia de financiamiento para 2011 estará dirigida a financiar la mayor parte del déficit del Gobierno Federal en el mercado local de deuda favoreciendo la colocación de instrumentos de largo plazo y el desarrollo de instrumentos a tasa real. Asimismo, se buscará consolidar la colocación directa de títulos gubernamentales para mejorar las condiciones de acceso y oferta de servicios financieros para los pequeños y medianos ahorradores. La política de financiamiento para el 2011 plantea utilizar el endeudamiento externo de manera complementaria, en particular en la deuda de mercado se buscará diversificar las fuentes de financiamiento y ampliar la base de inversionistas. De igual manera, se seguirá haciendo uso del financiamiento proveniente de los Organismos Financieros Internacionales y de las Agencias de Crédito a la Exportación.

Conforme a lo anterior la estructura del PAF 2011 es la siguiente. En la sección II se enumeran las principales acciones realizadas durante el periodo enero - noviembre de 2010 en materia de manejo de deuda interna y deuda externa, así como la evolución de los principales indicadores de costo y riesgo de los pasivos del Gobierno Federal y su cierre esperado para 2010. Adicionalmente, en esta sección se presentará un recuento de la evolución del costo financiero de la deuda pública durante la última década.

En la sección III se presentan los principales elementos de la política de crédito público para 2011. En primer término se identifica el monto de las necesidades de financiamiento del Gobierno Federal y la estrategia general para su financiamiento. Posteriormente se delinear los principales objetivos para la política de deuda interna y se detalla la política de endeudamiento con los distintos instrumentos que se emiten en el mercado local así como las acciones a realizar para continuar mejorando la eficiencia del mercado de deuda y mejorar la distribución de los títulos gubernamentales entre diversas clases de inversionistas y ahorradores. De igual forma, se establecen los objetivos y acciones a realizar en materia de deuda externa detallando la política de endeudamiento externo en los mercados financieros, con los Organismos Financieros Internacionales y con las Agencias de Crédito a la Exportación. Con base en esta estrategia se presenta la estimación de los principales indicadores de costo y riesgo para el cierre del 2011.¹

De manera complementaria, en la segunda parte de esta sección se analiza la evolución de la deuda del sector público que incluye la deuda de los Organismos y Empresas así como la deuda de la Banca de Desarrollo.

Finalmente, en la sección IV del documento se presentan las consideraciones finales.

¹ Al igual que en años anteriores los indicadores de costo y riesgo para 2011 son medidas indicativas ya que la evolución de las variables macroeconómicas y financieras que determinan su comportamiento son inciertas.

II. POLÍTICA DE CRÉDITO PÚBLICO EN 2010

II.1. Estrategia General

Conforme a lo establecido en el Plan Anual de Financiamiento 2010 la política de deuda pública ha seguido conservando un alto grado de flexibilidad para adaptarse al desempeño de los mercados financieros. En el ámbito interno, la política de crédito público ha tenido como objetivo el buen funcionamiento y la liquidez del mercado local de deuda en todo momento, asegurando que los calendarios de colocación de valores estén formulados para garantizar que la oferta de cada uno de los títulos de deuda pública sea compatible con la demanda del mercado. Gracias a lo anterior, y de acuerdo a lo establecido en el PAF2010, se ha regresado gradualmente a la estructura de colocación de valores prevaleciente antes de la crisis financiera internacional. En el ámbito externo, se han obtenido recursos tanto de los mercados financieros como de los Organismos Financieros Multilaterales y Bilaterales. En particular el financiamiento obtenido a través de los mercados financieros internacionales se ha obtenido con rendimientos históricamente bajos, ampliando y diversificando la base de inversionistas del Gobierno Federal.

II.1.1. Deuda Interna

La política de deuda interna seguida durante 2010 ha privilegiado el desarrollo ordenado de los mercados locales. Al mismo tiempo se realizaron acciones que han permitido mejorar su eficiencia y funcionamiento. De manera específica, en el PAF2010 se establecieron las siguientes líneas de acción:

1. Obtener el financiamiento requerido asegurando la eficiencia y el buen funcionamiento de los mercados locales.
2. Fortalecer la liquidez de los instrumentos del Gobierno Federal de largo plazo.
3. Fomentar un mayor desarrollo del mercado de instrumentos a tasa real a partir de la mayor demanda por estos instrumentos, derivado de la reforma de pensiones del ISSSTE.
4. Implementar nuevos métodos de colocación primaria de valores gubernamentales que promuevan la liquidez y eficiencia de éstos en los distintos plazos e instrumentos.

Modificación de la Estructura de Colocación de Valores Gubernamentales

En el PAF2010 se anunció que se buscaría regresar, de manera gradual y conforme lo permitieran las condiciones de mercado, a los montos que se habían colocado en las referencias de mediano y largo plazo antes del ajuste en el calendario de colocaciones realizado en el cuarto trimestre de 2008. Conforme a lo anterior, y gracias a la recuperación de los mercados financieros nacionales, a lo largo de 2010 se realizaron diversas modificaciones en los calendarios de colocación en los cuales se disminuyó la colocación de valores a corto plazo y se aumentó la colocación de valores de largo plazo.

- A partir del primer trimestre del 2010 se incrementó el monto mensual a colocar de los Bonos a Tasa fija al plazo de 3 y 5 años y además se aumentó el monto a subastar cada seis semanas de los Bonos a Tasa fija al plazo de 20 y 30 años.
- A partir del segundo trimestre se aumentó el monto a subastar de los Bonos a Tasa Fija a 10 años y se incrementaron nuevamente los montos a subastar de los Bonos a Tasa Fija de 20 y 30 años. De manera complementaria, se redujo el monto a colocar de los Bondes D al plazo de 5 años.
- Para el tercer trimestre del año se volvieron a incrementar los montos a subastar de los Bonos a Tasa Fija en los plazos de 10, 20 y 30 años al mismo tiempo que se redujo el monto semanal a colocar de los Cetes en sus plazos de 28 y 91 días y el monto catorcenal a colocar de Bondes D al plazo de 5 años.
- Finalmente para el calendario de subasta de valores para el cuarto trimestre del año se anunció una disminución en los montos a colocar de los Cetes en sus plazos de 28, 91, 182 y 364 días regresando a los niveles precrisis. Por su parte, los montos a colocar de los Bonos a Tasa Fija en los plazos de 10, 20 y 30 años se incrementaron, disminuyendo la colocación de Bonos a Tasa Fija en los plazos de 3 y 5 años.

Aunado a lo anterior y como se detalla más adelante, durante el primer y tercer trimestre del año se realizaron colocaciones sindicadas de los nuevos Bonos de referencia a Tasa Fija de 5 y 10 años y Udibonos a 30 años.

De esta manera, actualmente, la colocación de valores gubernamentales ha regresado a la estructura de colocación prevaleciente antes de la crisis financiera internacional, en donde los instrumentos de largo plazo han recuperado su importancia relativa dentro de la captación trimestral total.

SUBASTA DE VALORES GUBERNAMENTALES

Montos Ofrecidos por Subasta en millones de pesos

Instrumento	Periodicidad	2008	2009	2010			
		Subasta 3er. Trimestre	Subasta 4to. Trimestre	Subasta 1er. Trimestre	Subasta 2do. Trimestre	Subasta 3er. Trimestre	Subasta 4to. Trimestre
Cetes							
28 días	Semanal	4,500	8,000	8,000	8,000	6,500	4,500
91 días	Semanal	6,000	9,000	9,000	9,000	7,500	6,000
182 días	Semanal	5,400	7,500	7,500	7,500	7,500	5,500
364 días	Cada 4 semanas	5,900	7,500	7,500	7,500	7,500	6,000
Bonos a Tasa Nominal Fija							
Bonos 3 años	Cada 4 semanas	3,100	5,000	5,500	5,500	5,500	4,500
Bonos 5 años	Cada 4 semanas	4,500	5,000	5,500	5,500	25,000*	4,500
Bonos 10 años	Cada 6 semanas	7,650	4,500	25,000*	6,500	7,000	7,500
Bonos 20 años	Cada 6 semanas	4,650	2,500	3,000	3,500	4,000	4,500
Bonos 30 años	Cada 6 semanas	4,000	2,000	2,500	3,000	3,500	4,000
Udibonos (millones de udis)							
Udibonos 3 años	Cada 4 semanas	400	400	450	450	450	450
Udibonos 10 años	Cada 4 semanas	550	500	550	550	550	550
Udibonos 30 años	Cada 4 semanas	550	500	3,500*	550	550	600
Bondes D							
Bondes D 5 años	Cada 2 semanas	1,000	2,250	2,250	1,500	1,000	1,000

* Corresponde al monto total colocado en el trimestre mediante una sola colocación sindicada.

Fuente: SHCP

En relación con la colocación de Udibonos y conforme a lo establecido en el PAF2010, se realizaron acciones encaminadas al fortalecimiento de la curva de tasas de interés reales instrumentando una política de emisión congruente con la creciente demanda por estos títulos derivada de la reforma al sistema de pensiones del ISSSTE, toda vez que conforme se jubilan los trabajadores que optaron por el nuevo esquema, se va generando una demanda adicional por instrumentos de largo plazo indizados a la inflación.

- Durante el primer trimestre del 2010 se incrementó el monto mensual a colocar de Udibonos al plazo de 3 y 10 años.
- Durante el mes de marzo se realizó la colocación sindicada de un Udibono al plazo de 30 años por un monto total de 3,500 millones de udis.
- En el segundo trimestre del año se aumentó el monto mensual a subastar de Udibonos a 30 años.

- En el cuarto trimestre se incrementó nuevamente el monto mensual a subastar del Udibono a 30 años.

Reaperturas y Permutas

Con el fin de promover la liquidez y eficiencia a lo largo de la curva de rendimientos en el PAF2010 se anunció que se continuaría instrumentando una política de reapertura de emisiones encaminada a mantener un número reducido de referencias con montos de circulación importantes en cada una de ellas. De esta manera durante 2010 se han realizado reaperturas de los Bonos a Tasa Fija en los plazos de 3, 20 y 30 años y se emitieron nuevas referencias en los plazos de 5 y 10 años. Por su parte en el caso de los Udibonos se realizaron reaperturas en los plazos de 3 y 10 años y se emitió una nueva referencia para el plazo de 30 años.

Adicionalmente en el PAF2010 se anunció que se continuaría con el uso regular de operaciones de permuta con tres propósitos fundamentales: i) Suavizar el perfil de vencimientos y manejar de una manera ordenada y eficiente la parte corta de la curva de rendimientos, ii) acelerar el proceso de creación de bonos de referencia, permitiendo que las emisiones alcancen rápidamente un volumen suficiente para garantizar una operatividad adecuada en el mercado secundario, y iii) evitar posibles distorsiones derivadas de la elevada concentración en algunas emisiones al tiempo que se favorece el uso de las mejores prácticas entre los intermediarios financieros y los distintos participantes del mercado. Conforme a lo anterior, durante los primeros 11 meses del año se han realizado operaciones de permuta por un monto aproximado de 48,793.2 mdp². Estas operaciones se realizaron durante los meses de mayo, julio, septiembre, octubre y noviembre e involucraron Bonos a Tasa Fija y Udibonos.

² Monto asignado a valor nominal

RESUMEN PERMUTAS*

FECHA SUBASTA	EMISION OBJETIVO	MONTO COMPRADO A VALOR NOMINAL (MDP o MDU)	MONTO ASIGNADO A VALOR NOMINAL (MDP o MDU)	EMISION LIQUIDACIÓN
12-may-10	M 161215 M 171214 M 181213	3,788 4,767 1,554	10,000	M 200611
TOTAL		10,110	10,000	
26-may-10	S 251204 S 351122	1,140 642	2,000	S 401115
TOTAL		1,782	2,000	
21-jul-10	M 101223	10,000	3,742 0 5,665 0	M0121220 M 130620 M 131219 M 140619
TOTAL		10,000	9,407	
29-sep-10	M 131219 M 141218 M 151217 M 161215	3,479 2,277 0 3,492	10,000	M 150618
TOTAL		9,247	10,000	
06-oct-10	M 101223	10,000	4,342 2,787 1,197 1,150	M 120621 M0121220 M 130620 M 140619
TOTAL		10,000	9,476	
17-nov-10	M 101223	8,500	2,408 1,850 3,653 0	M 120621 M0121220 M 130620 M 140619
TOTAL		8,500	7,910	

* Enero - Noviembre

Fuente: SHCP

Sindicación de Deuda

La sindicación de deuda es un proceso de colocación entre un número importante de inversionistas que se ha vuelto común entre la mayoría de los países de la Zona Euro con el fin de acelerar el proceso de creación de las nuevas emisiones de referencia. Algunas de las ventajas de utilizar este método de colocación son las siguientes:

- Se asegura que las nuevas emisiones tengan un monto en circulación inicial importante.
- Se logra que éstas sean elegibles desde el inicio en los índices globales de renta fija en los que participa nuestro país.

- Se logra una distribución amplia entre inversionistas locales y extranjeros.
- Se garantizan mejores condiciones de liquidez en el mercado secundario.

Respecto a las medidas instrumentadas para mejorar la eficiencia del mercado de deuda, en el PAF2010 se anunció que se evaluaría la posibilidad de utilizar el método de colocación sindicada para las nuevas emisiones de los Bonos a Tasa Fija de 5 y 10 años así como para el Udibono a 30 años. Las colocaciones realizadas a través de este método fueron las siguientes:

1. Durante el mes de febrero se realizó la colocación sindicada de un Bono a Tasa Fija a 10 años en los mercados locales de deuda por un monto total de 25,000 millones de pesos. La emisión del nuevo bono se realizó con vencimiento en junio del 2020 y un pago de cupón de 8.0 por ciento. El rendimiento al vencimiento que recibirán los inversionistas es de 7.66 por ciento. La transacción tuvo una demanda de 3 veces el monto convocado distribuyéndose entre más de 60 inversionistas institucionales, locales y extranjeros. La participación de Afores y fondos de pensión fue de 44.3 por ciento, bancos y casas de bolsa 17.6 por ciento, fondos de inversión 13.1 por ciento, aseguradoras 7.4 por ciento y otros 17.7 por ciento.
2. Posteriormente, durante el mes de marzo se realizó la colocación sindicada de un Udibono en los mercados locales de deuda por un monto total de 3,500 millones de udís. El nuevo Udibono con vencimiento en noviembre del 2040 se colocó con un plazo al vencimiento de 30 años y un cupón de 4.0 por ciento. El rendimiento al vencimiento que recibirán los inversionistas que participaron en esta colocación es de 4.27 por ciento. La transacción tuvo una demanda de 3.5 veces el monto convocado distribuyéndose entre cerca de 60 inversionistas institucionales, locales y extranjeros. La participación de Afores y fondos de pensión fue de 65 por ciento, bancos y casas de bolsa 21 por ciento, fondos de inversión 9 por ciento y aseguradoras 5 por ciento.
3. Finalmente durante el mes de julio de 2010, se realizó la segunda operación sindicada de bonos a tasa fija en pesos, la cual involucró a la nueva referencia de bonos al plazo de 5 años. El nuevo bono con vencimiento en junio de 2015 y cupón fijo de 6.00 por ciento fue colocado a una tasa de rendimiento de 6.13 por ciento. Se colocaron 25,000 millones de pesos y la operación tuvo una demanda de 2.2 veces el monto convocado, asignando en Afores 28 por ciento, bancos y casas de bolsa 35 por ciento, fondos de inversión 9 por ciento, inversionistas extranjeros 13 por ciento y el resto entre aseguradoras, fondos de pensión públicos y privados y tesorerías públicas.

La implementación del método de colocación sindicada de deuda representó un paso adicional en la modernización del mercado local, al complementar de manera adecuada el esquema de subastas semanales de valores gubernamentales a través del Banco de México.

Programa de Venta de Títulos en Directo (cetesdirecto)

Durante 2010, la SHCP puso en marcha el programa de colocación de títulos en directo denominado *cetesdirecto*, cuyo origen se encuentra en el Plan Nacional de Desarrollo y en el Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo (PRONAFIDE), así como dentro de los Planes Anuales de Financiamiento 2009 y 2010. Los objetivos y estrategias del programa están orientados a incrementar la penetración de los servicios financieros entre la población, particularmente la de menores ingresos, así como fomentar el desarrollo del sistema financiero mexicano.



Con *cetesdirecto*, las personas pueden comprar y vender los instrumentos gubernamentales emitidos de manera regular por el Gobierno Federal, tales como Cetes, Udibonos, Bonos M y Bondes D. Por otra parte, es importante señalar que *cetesdirecto* es el primer servicio de intermediación financiera que las personas físicas pueden contratar con su Firma Electrónica Avanzada (FIEL) sin la necesidad de tener que ir a una sucursal bancaria.

El programa de *cetesdirecto* incentiva una mayor competencia, profundidad y eficiencia en el sector financiero mediante la reducción de barreras de entrada, mayor transparencia en costos de manejo de cuenta y comisiones por operación y reducción de márgenes de intermediación. Lo anterior se logra al brindar la posibilidad de invertir desde 100 pesos, manejar las inversiones desde la seguridad de la computadora, así como eliminar el pago de comisiones a terceros. Este esquema coadyuva a mitigar la percepción de que la inversión a través de títulos gubernamentales es sólo factible para los grandes inversionistas.

Para la operación de *cetesdirecto*, la SHCP cuenta con el apoyo de Nacional Financiera (NAFIN) en el manejo del sistema de cuentas individuales y del Banco del Ahorro Nacional y Servicios Financieros (BANSEFI) proporcionando el servicio de ventanilla de atención al público para el registro de los interesados. Además, NAFIN, como mandatario del Gobierno Federal, se encarga de la consolidación de las posturas de compra acumuladas a lo largo de la semana para presentar la orden de compra general ante el Banco de México en el esquema de subasta no competitiva.

Esquemas de colocación en directo de deuda ya son utilizados en diversos países, llegando en algunos casos a registrar una participación importante dentro del total de la Deuda Pública colocada.

Cuadro 1. Operación del programa cetesdirecto

A través de la página www.cetesdirecto.com, los clientes pueden realizar operaciones de compra y venta de valores gubernamentales, además de reinvertir las ganancias derivadas de sus inversiones y consultar sus estados de cuenta.

La contratación del programa se puede realizar de forma electrónica en el portal del programa (www.cetesdirecto.com) o bien, de manera autógrafa acudiendo a alguna de las sucursales BANSEFI autorizadas. Los requisitos de contratación son los siguientes:

- Ser mayor de edad.
- Ser residente de México, es decir, personas de nacionalidad mexicana y extranjera radicando en el territorio nacional. En caso de ser residente de nacionalidad extranjera, se requiere documento probatorio de su estancia legal en el país.
- Contar con una cuenta bancaria y la Clave Bancaria Estandarizada (CLABE).
- Contar con su RFC (Registro Federal de Contribuyentes) y, en caso de que el cliente desee registrarse a través de la página Web, será necesario que cuente con la FIEL (Firma Electrónica Avanzada).
- Contar con su CURP (Clave Única de Registro de Población).

Concluido el proceso de contratación, el cliente obtendrá una cuenta **cetesdirecto** radicada en NAFIN. Por medio de esta cuenta se podrán hacer operaciones de compra de valores gubernamentales, ya sea en el portal de internet o en el Centro de Atención Telefónica (CAT), al que también se puede acudir para cualquier duda o aclaración.

Las órdenes de compra deberán realizarse antes de las 13 horas del día hábil inmediato anterior de la subasta. Para poder adquirir valores gubernamentales, es necesario transferir recursos a la cuenta de **cetesdirecto**. Esta transferencia de recursos puede ser a través de las siguientes vías:

- Traspaso desde la cuenta bancaria proporcionada por el cliente mediante el Sistema de Pagos Electrónicos Interbancarios (SPEI).
- Cargo automático a la cuenta bancaria, mejor conocido como Domiciliación.
- Depósito con cheque.

Semanalmente NAFIN consolidará las posturas de compras acumuladas a lo largo de la semana para presentar la orden de compra general ante Banco de México. El precio a pagar por los títulos será el resultante de dicha subasta. Únicamente se harán efectivas las órdenes de compra de instrumentos después de que se haya validado que ya fueron transferidos los recursos del cliente a la cuenta de **cetesdirecto** y que éstos cubren dichas órdenes de compra.

Los valores gubernamentales no son transferibles a otras cuentas.



Incorporación de México al WGBI

El pasado mes de octubre se formalizó la incorporación del mercado mexicano local de bonos gubernamentales a tasa fija en el Índice Global de Bonos Gubernamentales a Tasa Fija (WGBI por sus siglas en inglés). De esta forma México se convirtió en el primer país latinoamericano y una de las pocas economías emergentes en ser incorporado al mencionado índice. Este índice está integrado por bonos de deuda gubernamental emitidos en los mercados locales de 23 de las principales economías del orbe. Como se analiza más a detalle en la siguiente sección, con la incorporación de México en el WGBI se continúan fortaleciendo las perspectivas de desarrollo del mercado de deuda mexicano, ya que se amplía la base de inversionistas institucionales, se incrementa la demanda por instrumentos gubernamentales a lo largo de la curva de tasas de interés, y se mejoran las condiciones de liquidez y profundidad del mercado mexicano al contar con una mayor cantidad de inversionistas potenciales.

II.1.2. Deuda Externa

Conforme a lo establecido en el PAF2010 la estrategia de financiamiento externo ha estado dirigida a obtener el financiamiento requerido en condiciones de eficiencia buscando ampliar las fuentes y la base de inversionistas en mercados no tradicionales. Al mismo tiempo, se ha utilizado el financiamiento con Organismos Financieros Internacionales y con Agencias de Crédito a la Exportación aprovechando las ventajas que presentan estos tipos de financiamientos en proyectos específicos.

En lo que se refiere a la deuda externa de mercado es importante resaltar que a pesar de que en los mercados financieros internacionales todavía se observan periodos de volatilidad y el proceso de su recuperación no está aún consolidado, los rendimientos obtenidos en las colocaciones realizadas por el Gobierno Federal han resultado en niveles históricamente bajos. Durante 2010 se realizaron 6 colocaciones en los mercados de Norteamérica, de Europa y Asia en donde se fortalecieron los bonos de referencia y se logró una ampliación y diversificación de la base de inversionistas. Las colocaciones realizadas permitieron aprovechar las condiciones actuales de liquidez en la economía mundial que están favoreciendo tasas de interés históricamente bajas. De esta forma se logrará seguir disminuyendo el costo financiero de la deuda externa.

Colocaciones en dólares

- Durante el mes de enero el Gobierno Federal realizó la colocación de un Bono Global en los mercados internacionales de capital por un monto total de 1,000 millones de dólares. El bono se colocó con un plazo al vencimiento de 10 años, un cupón de 5.125 por ciento y un rendimiento al vencimiento estimado de 5.25 por ciento, lo que equivale a un diferencial

con respecto a los Bonos del Tesoro Norteamericano (BTN) de 142 puntos base, dicho diferencial fue el nivel más bajo desde el principio de la crisis financiera internacional. Es importante señalar, que el Gobierno Federal logró colocar este nuevo bono de referencia en niveles de costo cercanos a los mínimos registrados en emisiones del mismo plazo.

- Durante el mes de marzo, el Gobierno Federal realizó una emisión en los mercados de capital por un monto total de 1,000 millones de dólares, mediante la reapertura del Bono Global con vencimiento en 2020, originalmente colocado en enero de 2010. El bono se colocó a un plazo de cerca de diez años, un cupón de 5.125 por ciento y rendimiento al vencimiento estimado de 5 por ciento, lo que representó un diferencial con respecto a los BTN de aproximadamente 139 puntos base. Este diferencial fue el más bajo que haya obtenido el Gobierno Federal en emisiones con plazos de 10 años.
- En el mes de abril el Gobierno Federal realizó una emisión en los mercados de capital por un monto total de 1,000 millones de dólares, mediante la reapertura del Bono Global con vencimiento en 2040, originalmente colocado en enero de 2008. El bono se colocó con un plazo de treinta años, un cupón de 6.05 por ciento y un rendimiento al vencimiento estimado de 6.218 por ciento, lo que representó un diferencial con respecto a los BTN de 137.5 puntos base. Este diferencial fue el segundo más bajo que se haya obtenido en emisiones con plazos de 30 años.
- En el mes de octubre el Gobierno Federal realizó una emisión en los mercados de capital por un monto total de 1,000 millones de dólares, mediante la colocación de un Bono Global con vencimiento en 2110. Esta operación representó la mayor colocación de que se tenga registro a plazo de 100 años, convirtiendo además a México en el primer país latinoamericano en poder realizar una transacción a este plazo y el segundo emisor soberano en hacerlo (China emitió 100 millones de dólares en 1996 a un rendimiento de 9 por ciento).

La emisión se llevó a cabo en condiciones de costo favorables para el Gobierno Federal, toda vez que el bono fue emitido con un rendimiento al vencimiento de 6.10 por ciento y un cupón de 5.75 por ciento. Es importante mencionar que el rendimiento de este instrumento se ubicó incluso por debajo de la última colocación que se realizó a plazo de 30 años en abril de 2010 de 6.22 por ciento. Con la emisión del Bono a 100 años el Gobierno Federal logró acceso a recursos a este plazo con un costo favorable, tomando ventajas del entorno de tasas de interés históricamente bajas que prevalecen en el mundo y además logró ampliar la base de inversionistas del Gobierno Federal con la inclusión de algunos inversionistas cuyo horizonte de inversión es compatible con esta emisión en particular y que normalmente no participan en las transacciones tradicionales de dólares, poniendo además de manifiesto la calidad crediticia del país.

Colocaciones en Euros

- En el mes de julio el Gobierno Federal realizó una emisión de deuda en el mercado europeo por un monto total de 850 millones de euros, equivalente aproximadamente a 1,107.8 millones de dólares, con vencimiento en el 2017 y con un rendimiento al vencimiento de 4.29 por ciento. Con esta transacción se lograron varios beneficios ya que se complementaron las operaciones regulares de financiamiento del Gobierno Federal a través del acceso a fuentes de financiamiento no tradicionales en condiciones de costo favorables, además se logró acceder a una nueva y amplia base de inversionistas en el mercado europeo y sentar los fundamentos para futuras colocaciones de bonos de referencia denominados en euros por parte del sector público y privado mexicano.

Colocaciones en Yenes

- En el mes de octubre el Gobierno Federal colocó un Bono Samurai en el mercado japonés por un monto total de 150,000 millones de yenes, equivalente aproximadamente a 1,800 millones de dólares, con vencimiento en el 2020 y con un rendimiento al vencimiento de 1.51 por ciento.

La evolución favorable del mercado japonés así como una mayor demanda por parte de los inversionistas, permitieron al Gobierno Federal mejorar el costo de la operación con respecto a la tasa de 2.22 por ciento alcanzada en la emisión de diciembre de 2009. La operación tuvo una demanda de 2 veces el monto emitido con una participación principalmente de inversionistas institucionales de Japón. Esta transacción fue el resultado de un acuerdo entre el Gobierno Federal y el *Japan Bank for International Cooperation* (JBIC), mediante el cual, esta institución japonesa garantiza hasta el 94 por ciento de la colocación a través de un programa de garantías que facilita al Gobierno Federal el acceso a los mercados de capitales en Japón.

Emisiones del Gobierno Federal Durante 2010

Fecha	Monto	Plazo (años)	Rendimiento al Vencimiento	Diferencial sobre BTN*	Observaciones
Enero	1,000 mdd	10	5.25%	142	El diferencial representó el nivel más bajo desde el principio de la crisis financiera.
Marzo	1,000 mdd	10	5%	139	Al momento de su colocación el rendimiento logrado fue el más bajo que haya obtenido el Gobierno Federal en este plazo.
Abril	1,000 mdd	30	6.22%	137.5	El diferencial con respecto a los BTN logrado al momento de la colocación representó el segundo más bajo que se haya obtenido en emisiones con plazo de 30 años.
Julio	850 md€	7	4.29%	-	Emisión en el mercado Europeo que permite ampliar y diversificar la base de inversionistas del Gobierno Federal.
Octubre	1,000 mdd	100	6.10%	-	Al momento de su colocación representó el mayor plazo de deuda emitida por México.
Octubre	150,000 md¥	10	1.51%	-	El rendimiento al vencimiento de esta colocación fue 71 puntos base menor al rendimiento al vencimiento del Bono emitido en el 2009.

* Bonos del Tesoro Norteamericano

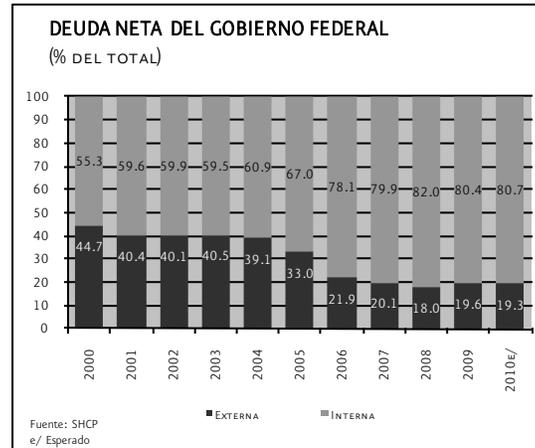
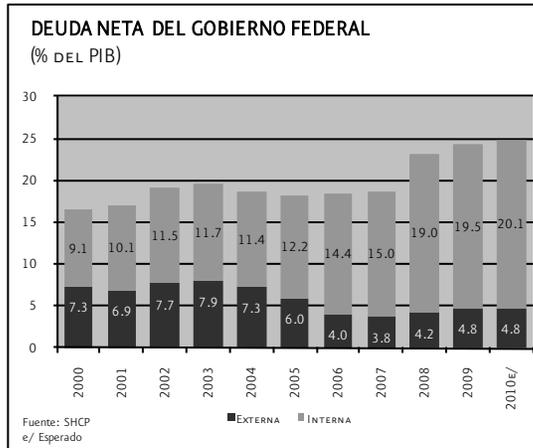
Fuente: SHCP.

Créditos Multilaterales y Bilaterales

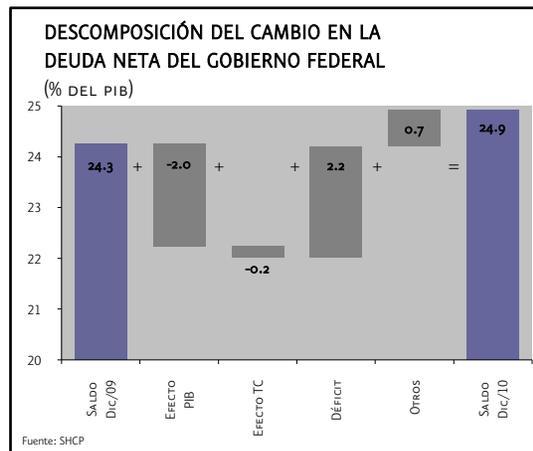
En el PAF2010 se anunció que el Gobierno Federal mantendría con los Organismos Financieros Internacionales (OFIs) un nivel de endeudamiento neto similar al observado en el 2009 estimándose este nivel de endeudamiento neto en un monto de hasta 5,000 mdd. En este sentido, la mejoría de las condiciones de liquidez en los mercados financieros internacionales ha permitido empezar a disminuir gradualmente el endeudamiento con los OFIs. Se estima que durante el 2010 el endeudamiento neto con estos organismos será cercano a los 3,500 millones de dólares. Asimismo, en el PAF 2010 se anunció la contratación de créditos con Agencias de Crédito a la Exportación (ACEs) aprovechando las ventajas de este tipo créditos en el financiamiento de proyectos del Gobierno Federal. Conforme a lo anterior se estima un endeudamiento neto en 2010 cercano a los 300 mdd en créditos con las ACEs.

II.2. Indicadores de Costo y Riesgo

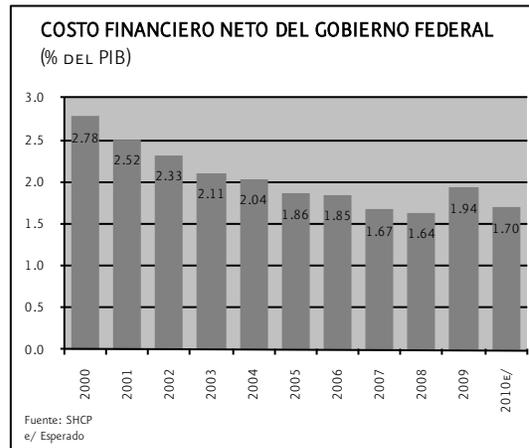
Como resultado de la política de crédito público implementada a lo largo de 2010 se estima que la deuda neta del Gobierno Federal como proporción del PIB se ubicará al cierre del año en 24.9 por ciento, nivel 0.6 puntos porcentuales mayor al observado al cierre de 2009. Dentro de la deuda total se estima que la deuda externa representará el 4.8 por ciento del PIB y el 19.3 por ciento de la deuda total.



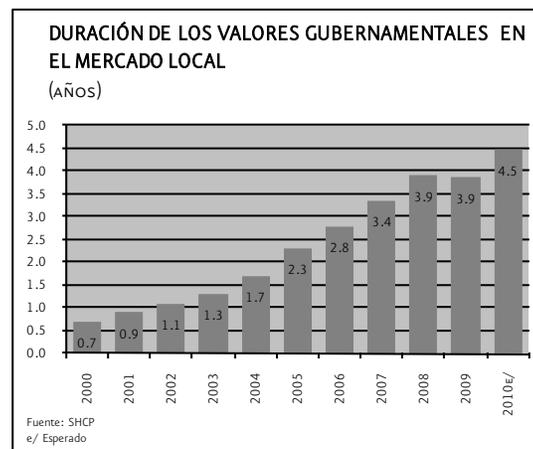
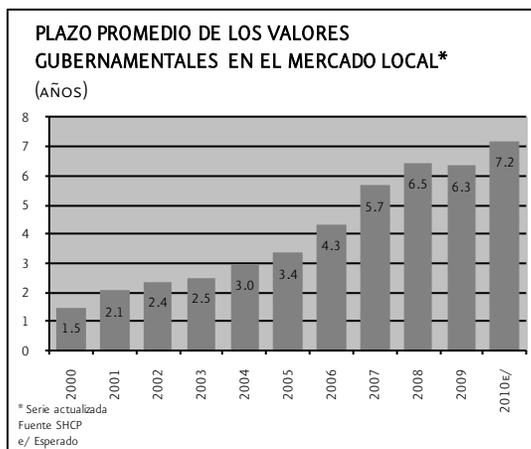
El incremento estimado en la deuda neta del Gobierno Federal de 0.6 puntos porcentuales del PIB del cierre de 2010 respecto al cierre de 2009 se explica principalmente por los siguientes factores: el efecto del incremento del PIB el cual representa -2.0 puntos del PIB, el financiamiento del déficit estimado del Gobierno Federal explica 2.2 puntos del cambio, el efecto de la apreciación el tipo de cambio que explica -0.2 puntos y 0.7 puntos del PIB por otros conceptos.



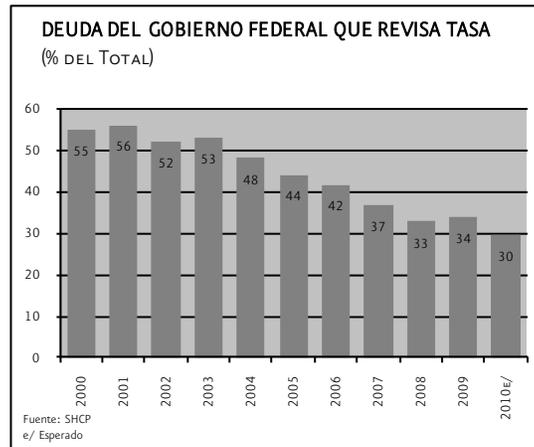
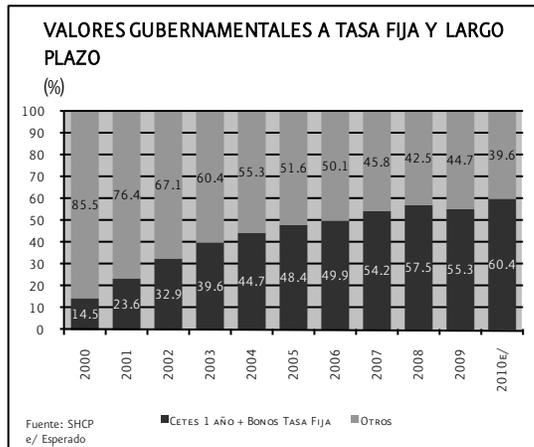
Por su parte, el costo financiero del Gobierno Federal, que incluye el pago de intereses y comisiones de la deuda pública, así como las erogaciones asociadas a los programas de apoyo a ahorradores y deudores de la banca, se estima en 1.70 por ciento del PIB al cierre de 2010, nivel inferior al cierre observado en el 2009 que fue de 1.94 por ciento.



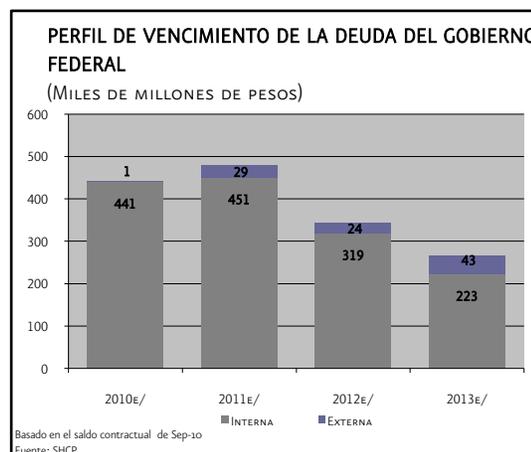
La recuperación de los mercados financieros nacionales después de la crisis financiera internacional ha permitido que durante 2010 se incremente la captación a través de instrumentos de largo plazo. Lo anterior ha permitido que el plazo promedio de la deuda interna así como su duración aumenten, revirtiendo la disminución observada en 2009. Así, el plazo promedio de vencimiento y la duración de los valores gubernamentales se estima que pasarán de 6.3 años y 3.9 años en 2009 a 7.2 años y 4.5 años al cierre de 2010.



Asimismo, el aumento en la colocación de instrumentos a largo plazo también ha permitido que se incremente la participación de los valores gubernamentales a tasa fija a plazo mayor a un año en el saldo de los valores gubernamentales pasando este indicador de 55.3 por ciento en 2009 a 60.4 por ciento en 2010. Respecto a la deuda externa en plazo mayor o igual a un año, se estima que al cierre de 2010 se ubique en 97.1 por ciento del total, menor que el 97.5 por ciento observado en 2009. Por otra parte, la deuda total del Gobierno Federal que revisa tasa se estima pasará de 33.8 por ciento en 2009 a 29.9 por ciento en 2010.



En lo que se refiere al perfil de vencimientos, la política de deuda ha buscado mantener un perfil suave de amortizaciones para disminuir el riesgo de refinanciamiento. Para los próximos años se observa un perfil de vencimiento estable tanto de la deuda interna como de la externa del Gobierno Federal.

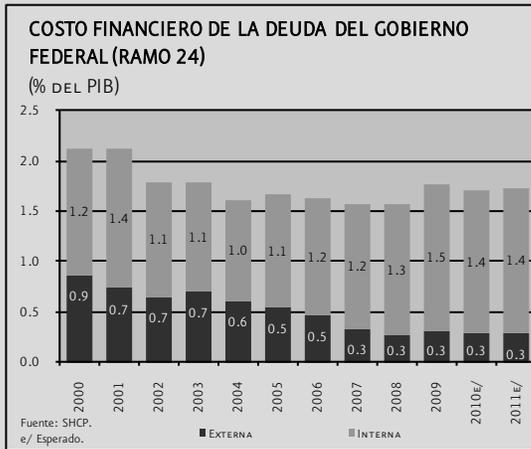


Respecto al Costo en Riesgo (CaR) de la deuda del Gobierno Federal, se estima que en 2010 éste presentará una disminución en relación con el 2009.



Cuadro 2. Evolución del Costo Financiero 2000 – 2011

Uno de los objetivos fundamentales de la Política de Crédito Público es el de minimizar el costo financiero de la deuda pública manteniendo un nivel de riesgo compatible con la sana evolución de las finanzas públicas. Conforme a este objetivo, en los últimos 10 años se puede observar una disminución en el costo financiero bruto de la deuda pública (Ramo 24) el cual se estima pasará de 2.1 por ciento del PIB en el año 2000 a 1.7 por ciento del PIB para el cierre del 2011.



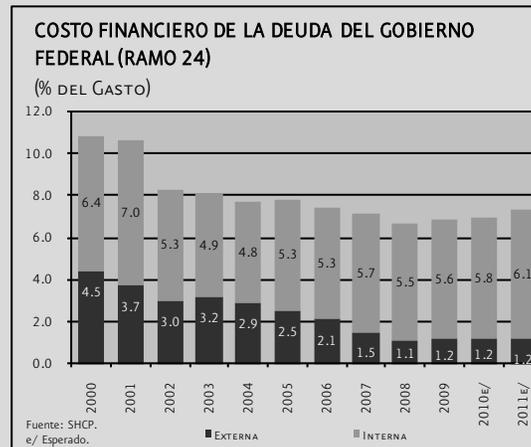
Las acciones realizadas dentro de la estrategia de manejo de pasivos han incidido de manera directa en la disminución del costo financiero de la deuda pública. Dentro de estas acciones destacan las siguientes: i) En los últimos años el financiamiento del déficit del Gobierno Federal se ha realizado principalmente en el mercado interno, ii) el financiamiento interno ha privilegiado la colocación de instrumentos a tasa nominal fija y a largo plazo y iii) en el manejo de la deuda externa se ha llevado a cabo una política proactiva tendiente a mejorar las condiciones de los pasivos externos.

El financiamiento del déficit en el mercado interno ha permitido mejorar la composición de la deuda pública disminuyendo la importancia de la deuda externa dentro de la deuda total. Esto ha permitido disminuir la sensibilidad del costo financiero a variaciones en las tasas de interés internacionales y el tipo de cambio. En este sentido a partir del año 2001 el techo de endeudamiento externo autorizado al sector público fue de cero e inclusive desde el año de 2004 hasta el 2007 fue negativo en 500 millones de dólares.

Debido a que el financiamiento interno se ha realizado privilegiando la colocación de valores de largo plazo se ha logrado un importante desarrollo del mercado de deuda local y una ampliación de la curva de rendimientos del Gobierno Federal. Actualmente el Gobierno Federal emite instrumentos tanto a tasa nominal fija como a tasa real con un plazo de vencimiento de hasta 30 años en contraste con el año 2000 en donde el instrumento de mayor plazo con tasa nominal fija era de 5 años. La colocación de valores de largo plazo ha permitido también ampliar el plazo promedio de vencimiento y duración de la deuda pública y además ha permitido suavizar el perfil de vencimientos lo cual ha reducido los riesgos en el manejo del portafolio de deuda gubernamental y la sensibilidad del costo financiero a movimientos adversos en las variables financieras.

En el ámbito externo la política de crédito público ha buscado mejorar los términos y condiciones de la deuda externa. Las acciones en esta materia se han orientado a desarrollar y fortalecer los bonos de referencia así como ampliar y diversificar la base de inversionistas buscando disminuir el costo de la deuda externa. Conforme a estos objetivos durante estos años se han realizado operaciones de recompra, opciones de intercambio de deuda externa por interna, reapertura de bonos, pagos anticipados y diversas operaciones que han permitido mejorar las características de los pasivos externos.

Gracias a todo lo anterior se han liberado recursos que ahora se pueden destinar al gasto social y de inversión. Se estima que en el 2011 de cada 100 pesos de gasto 7.3 pesos se destinarán al pago de la deuda pública del Gobierno Federal mientras que en el año 2000 se destinaron 10.9 pesos.



III. POLÍTICA DE CRÉDITO PÚBLICO EN 2011

La política de deuda para 2011 se orientará a seguir fortaleciendo la estructura de la deuda pública y fomentar un mayor desarrollo y eficiencia en los mercados financieros locales. La estrategia de endeudamiento para 2011 estará dirigida a financiar la mayor parte del déficit del Gobierno Federal en el mercado local de deuda, recurriendo al endeudamiento externo de manera complementaria, tanto en los mercados internacionales de capital como con los Organismos Financieros Internacionales (OFIs) y las Agencias de Crédito a la Exportación.

En 2011, en materia de financiamiento doméstico, se continuará con una política de reapertura de emisiones y cuando las condiciones de mercado lo permitan se realizarán operaciones de permuta y recompra. De igual forma, se tiene planeado seguir utilizando métodos complementarios de colocación de valores como la Colocación Sindicada. Estas medidas permitirán al Gobierno Federal generar condiciones adecuadas en el funcionamiento del mercado de deuda gubernamental ante la reciente inclusión de México en el Índice Global de Bonos Gubernamentales (WGBI por sus siglas en inglés).

Además, se seguirán realizando acciones encaminadas a lograr un mayor desarrollo de la curva de tasas de interés reales, mediante una política de emisión que se adapte a la creciente demanda por este tipo de instrumentos derivada de la reforma al sistema de pensiones del ISSSTE.

Finalmente, durante 2011 se realizarán acciones encaminadas a consolidar y dar un mayor impulso a los esquemas de colocación directa de títulos gubernamentales *cetesdirecto* buscando promover el ahorro, mejorar las condiciones de acceso y oferta de servicios financieros para una amplia gama de ahorradores pequeños y medianos y generar un canal adicional para la distribución de la deuda pública.

Por su parte, la política de financiamiento externo del Gobierno Federal para 2011 plantea refinanciar la totalidad de sus vencimientos de deuda pública de mercado y complementar las emisiones regulares que se llevan a cabo en el mercado local a través del financiamiento en los mercados internacionales. Se seguirá de cerca la evolución de los mercados de Norteamérica, Europa y Asia, para aprovechar condiciones de financiamiento favorables y al mismo tiempo desarrollar los bonos de referencia del Gobierno Federal en las distintas monedas, así como ampliar y diversificar la base de inversionistas. De la misma forma se evaluará la posibilidad de ejecutar operaciones de manejo de pasivos, encaminadas a mejorar la eficiencia de las curvas de rendimiento de la deuda del Gobierno Federal.

En lo que se refiere a la política de endeudamiento con OFIs para 2011, se buscará, conforme a la evolución de las condiciones de los mercados, reducir de forma gradual el endeudamiento con estos organismos para mantener un margen de endeudamiento que pudiera ser utilizado en el futuro en caso de que se presenten nuevos eventos de inestabilidad financiera internacional.

Adicionalmente, se contempla continuar con la contratación de financiamientos con las Agencias de Crédito a la Exportación para programas y proyectos de las dependencias del Gobierno Federal que son susceptibles de ser financiados por estos organismos, aprovechando las facilidades y condiciones preferenciales en los créditos que otorgan estas agencias en el financiamiento de proyectos prioritarios.

III.1. Requerimientos Financieros del Gobierno Federal y Estrategia de Financiamiento para 2011

III.1.1. Requerimientos Financieros del Gobierno Federal

Conforme a las metas fiscales delineadas en el Presupuesto de Egresos de la Federación para el Ejercicio Fiscal 2011, en el cual se estableció un déficit del Sector Público presupuestario, que resulta de un déficit del Gobierno Federal de 347,127.6 mdp y un déficit de los organismos y entidades del Sector Público por un monto de 9,386.4 mdp, se autorizó un monto de endeudamiento neto externo para el sector público de 5 mil millones de dólares, el cual incluye el monto de endeudamiento neto externo que se ejercería con OFIs. Adicionalmente, se aprobó un monto de endeudamiento interno neto del Gobierno Federal por 375,000 millones de pesos.

Cabe notar que, al igual que en años anteriores, el monto de endeudamiento interno neto requerido para el Gobierno Federal es mayor a su déficit presupuestario, pues el flujo de efectivo que se obtiene por la colocación de valores gubernamentales resulta generalmente menor a su valor nominal, que corresponde a su registro. Ello implica que para obtener el flujo necesario para financiar el déficit se requiere de la emisión de deuda por un monto nominal superior.

Las necesidades de financiamiento derivadas del endeudamiento neto del Gobierno Federal programado para 2011 como proporción del PIB, se estiman en 2.5 por ciento. De esta forma, las necesidades brutas de financiamiento del Gobierno Federal en 2011, las cuales cubren tanto los vencimientos como el endeudamiento neto, se estiman en 7.3 por ciento del PIB, lo cual se compara favorablemente con las necesidades de 2010 de 8.3 por ciento del PIB.

Lo anterior, aunado al entorno de mercados previsto para 2011, el cual se espera que sea más favorable al que ha prevalecido en 2009 y 2010, brindarán un marco de referencia para el manejo de la deuda pública con mayores márgenes de holgura de los que se han tenido en los últimos 24 meses.

NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO DEL GOBIERNO FEDERAL*

	2010		2011	
	% del PIB	% del Total	% del PIB	% del Total
1. Endeudamiento neto ^{1_/ 2_/}	2.3	27.3	2.5	34.3
2. Amortizaciones	6.0	72.7	4.8	65.7
Deuda Externa	0.3	3.5	0.2	2.8
Bonos	0.2	2.7	0.1	1.9
OFIS	0.1	0.6	0.1	0.8
Otros	0.0	0.1	0.0	0.0
Deuda Interna	5.7	69.2	4.6	63.0
Valores	5.8	69.4	4.5	61.6
Cetes ^{3_/}	3.8	46.0	2.8	38.5
Bondes	0.2	1.9	-	-
Bondes D	0.6	7.2	0.1	1.4
Bonos TF	0.9	10.5	1.4	19.2
Udibonos	0.3	3.9	0.2	2.4
Otros pasivos ^{4_/}	0.0	-0.2	0.0	-0.2
LISSTE	0.0	0.0	0.1	1.6
3. TOTAL (1+2)	8.3	100.0	7.3	100.0

*/ Cifras estimadas

1_/ Los totales pueden no coincidir debido al redondeo.

2_/ Se refiere al endeudamiento neto necesario para el financiamiento del déficit

3_/ Las necesidades de financiamiento a corto plazo se calculan sumando el saldo de los Cetes en cada uno de sus plazos al inicio del año.

4_/ Dentro de este rubro se encuentran las necesidades por el SAR, las cuales se expresan en términos del flujo neto.

Fuente: SHCP.

III.1.2. Estrategia de Financiamiento en 2011

III.1.2.1 Endeudamiento Interno

Durante 2011, la política de crédito público estará dirigida a continuar promoviendo la liquidez y el buen funcionamiento del mercado de deuda local, a través de una estrategia de colocación que satisfaga los requerimientos de financiamiento del Gobierno Federal y la demanda de valores gubernamentales por parte de inversionistas locales y extranjeros. Asimismo, se realizarán acciones encaminadas a mejorar la liquidez de estos instrumentos en el mercado secundario y facilitar el proceso de descubrimiento de precios. Además, se continuará con el mejoramiento del programa de venta de títulos gubernamentales en directo a personas físicas.

De manera específica, el PAF2011 comprende las siguientes líneas de acción:

1. Obtener el financiamiento requerido garantizando la eficiencia y el buen funcionamiento de los mercados locales.
2. Fortalecer la liquidez y eficiencia de los instrumentos del Gobierno Federal en sus distintos plazos.
3. Fortalecer el desarrollo del mercado de instrumentos a tasa real.
4. Permitir el acceso directo de personas físicas al mercado primario de valores gubernamentales a través del programa de [cetesdirecto](#).

Los aspectos más importantes de la política de endeudamiento interno se detallan a continuación:

Política de Endeudamiento con Instrumentos Denominados en Pesos a Tasa Fija

En 2011, el Gobierno Federal continuará instrumentando una política de reapertura de emisiones encaminada a mantener un número reducido de referencias con un monto en circulación importante en cada una de ellas, con el fin de promover la liquidez y eficiencia a lo largo de la curva de rendimientos.

Esta política se utilizará en las referencias a 3 y 30 años al reabrir instrumentos existentes. Por su parte para los instrumentos con plazos de 5, 10 y 20 años se emitirá una nueva referencia a través del proceso de colocación sindicada de deuda.

Con los ajustes realizados al calendario de colocaciones del cuarto trimestre de 2010, el Gobierno Federal regresó al patrón de colocaciones prevalecientes antes de la crisis de finales de 2008. La política de colocación para el próximo año buscará orientar la oferta de valores gubernamentales tanto a las necesidades de financiamiento del Gobierno Federal como a la demanda de los distintos participantes en el mercado.

El Gobierno Federal mantendrá un contacto muy cercano con los distintos participantes del mercado de deuda gubernamental, en particular con los involucrados en la figura de Formadores de Mercado, para conocer las necesidades específicas sobre cada uno de los valores gubernamentales en sus distintos plazos con el fin de asegurar que el programa de colocaciones sea congruente con la demanda para cada uno de ellos. Asimismo, cabe recordar que la participación de extranjeros en el mercado de deuda local ha sido un componente importante de la demanda de títulos de mediano y largo plazo.

La política de reapertura de Bonos a Tasa Fija denominados en pesos consiste en emitir un nuevo instrumento y reabrirlo durante las subastas subsecuentes, reduciendo el número de emisiones e incrementando el monto en circulación de cada una con el fin de facilitar la operatividad de estas nuevas emisiones. La estrategia del Gobierno Federal contempla sólo dos vencimientos por año (mayo/junio y noviembre/diciembre), lo cual también permite la fungibilidad de los cupones para el caso de la segregación y reconstitución de los instrumentos. Asimismo, con el paso del tiempo las emisiones colocadas en periodos anteriores se convertirán en emisiones de referencia para plazos más cortos, con lo cual se mejora la liquidez en el mercado secundario y se contribuye a un proceso eficiente de formación de precios.

Política de Endeudamiento con Instrumentos Denominados en Udis

Para el 2011, se realizarán acciones encaminadas al fortalecimiento de la curva de tasas de interés reales instrumentando una política de emisión que se adapte a la creciente demanda de instrumentos indexados a la inflación originada a partir de la reforma de pensiones del ISSSTE. Lo anterior ha permitido la acumulación de recursos en las cuentas individuales y la adquisición de rentas vitalicias por parte de los jubilados.

La colocación de Udibonos seguirá siendo un componente importante de la estrategia de manejo de deuda pública. El Gobierno Federal se ha dado a la tarea de diseñar una política de emisión que se adapte mejor a la demanda esperada por títulos indexados a la inflación y al mismo tiempo contribuya a mejorar el funcionamiento de este mercado.

Hoy en día, el peso específico de estos instrumentos en el portafolio total de deuda interna es de 20 por ciento; sin embargo, es previsible que dicha participación continúe aumentando de manera gradual, dado el plazo y ritmo actual de colocación.

Actualmente, estos instrumentos se colocan a tres distintos plazos: 3, 10 y 30 años, con una frecuencia de cada 4 semanas. De esta manera, el mercado cuenta regularmente con una referencia de precios sólida de estos instrumentos, fortaleciendo la liquidez de los Udibonos en el mercado secundario y al mismo tiempo se crea una referencia para otros emisores de deuda indexada a la inflación, fomentando el desarrollo de mercados relacionados.

El patrón de emisión y colocación de estos instrumentos sigue el mismo principio que el descrito para el caso de los Bonos a Tasa Fija, es decir, emitir valores con vencimientos a mediados y finales de cada año y posteriormente reabrir éstos en las subastas subsecuentes. En ese sentido, durante el 2011 se reabrirán emisiones existentes para las referencias a 3 y 30 años, mientras que para el plazo de 10 años en principio se tiene contemplado emitir una nueva referencia, cuya primera colocación podría llevarse a cabo a través del proceso de colocación sindicada de deuda.

Por otro lado, se continuará impulsando el programa de Formadores de Mercado de Udibonos, implementado en diciembre de 2008, con el fin de procurar una evolución ordenada en el mercado primario y mejorar las condiciones de liquidez en el mercado secundario.

Adicionalmente, se tiene previsto fomentar una mayor actividad en el mercado de cupones segregados (Strips) de estos instrumentos, con la finalidad de facilitar el calce entre activos y pasivos de las compañías aseguradoras que están participando en el mercado de rentas vitalicias.

Medidas para Continuar Mejorando la Eficiencia del Mercado de Deuda

El uso de las operaciones sindicadas como complemento a las subastas semanales de valores gubernamentales ejecutadas a través del Banco de México ha probado ser una herramienta útil para que las nuevas emisiones de referencia alcancen un monto importante desde el inicio y con ello faciliten la liquidez del instrumento en el mercado secundario, al contar con una base de inversionistas más amplia.

Tomando en consideración lo anterior, el Gobierno Federal tiene contemplado colocar a través de este método las nuevas emisiones de referencia de bonos denominados en pesos y udis. Los días de ejecución de estas operaciones serán dados a conocer con debida anticipación a través de los anuncios trimestrales.

Durante el 2011, el Gobierno Federal prevé continuar con el uso regular de las operaciones de permuta con tres propósitos fundamentales:

1. Suavizar el perfil de vencimientos y manejar de una manera ordenada y eficiente la parte corta de la curva de rendimientos.
2. Acelerar el proceso de creación de bonos de referencia, permitiendo que las emisiones alcancen rápidamente un volumen suficiente para convertirse en referencias líquidas.
3. Evitar posibles distorsiones derivadas de la elevada concentración en algunas emisiones; al tiempo que se favorece el uso de las mejores prácticas entre los intermediarios financieros y los distintos participantes del mercado.

De manera adicional, el Gobierno Federal analizará la posibilidad de instrumentar permutas en la parte corta de la curva en las que se reciban Bonos a Tasa Fija de corto plazo y se entreguen Cetes, con el objetivo de manejar de una forma más eficiente el perfil de vencimientos y corregir posibles distorsiones en la curva de rendimientos.

Por otro lado, en la medida que las condiciones del mercado lo permitan, durante el 2011 se continuará con el programa regular de recompras, como una estrategia complementaria a las permutas de valores gubernamentales para el manejo de la parte corta de la curva.

Los tiempos de ejecución para las operaciones de permuta y recompra serán dados a conocer con anticipación a través de los anuncios trimestrales de colocación de valores gubernamentales.

Segregación y Reconstitución de Instrumentos (Strips)

A partir del 2005 ha sido posible la segregación y reconstitución de bonos (Strips, por sus siglas en inglés) denominados en pesos y udis, con el fin de contar con instrumentos cupón cero de largo plazo.

El desarrollo del mercado de instrumentos segregables es un elemento de suma importancia que asegura mayor profundidad del mercado local de valores gubernamentales y que ofrece a los inversionistas una opción de inversión que les permite hacer una gestión más eficiente de sus portafolios.

Durante el 2011, el Gobierno Federal evaluará, la implementación de medidas que permitan continuar con el desarrollo ordenado del mercado de instrumentos segregables. En específico y ante el potencial crecimiento del mercado de rentas vitalicias se evaluarán esquemas que permitan a los participantes del mercado hacer un manejo más eficiente de sus portafolios mediante el uso de la segregación de instrumentos.

Programa de Venta de Títulos en Directo (cetesdirecto)

La venta de títulos en directo incentiva la cultura del ahorro entre la población, facilitando los servicios financieros a pequeños y medianos ahorradores. Con base a lo anterior, en 2011 se prevé lanzar un programa de promoción del ahorro recurrente en *cetesdirecto* vía descuento nómina, primero para los trabajadores de la Administración Pública Federal a través del SIRI (Sistema de Recepción de Información), y posteriormente a los trabajadores del sistema privado a través del SUA (Sistema Único de Autodeterminación).

Asimismo, se está diseñando un mecanismo de conectividad para que los intermediarios enfocados a captar el ahorro de las personas físicas (particularmente Casas de Bolsa y Fondos de Inversión) puedan dar acceso desde sus portales al programa y ofrezcan este servicio como uno más de los que hoy ofrecen al público inversionista.

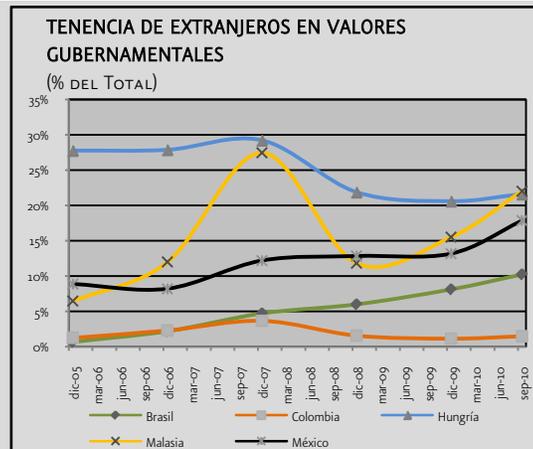
Con esta estrategia, el Gobierno Federal reafirma su compromiso en incrementar la penetración de los servicios financieros entre la población, así como el desarrollo del sistema financiero mexicano.

Cuadro 3. Evolución de la Participación de Inversionistas Extranjeros en el Mercado de Deuda Local.

La tenencia de extranjeros en valores gubernamentales ascendía a 1.6 por ciento (8,986mdp) en 2000 y se ha incrementado de manera progresiva, conforme el desarrollo del mercado local ha creado una nueva alternativa de inversión que antes no existía para diversificación global de portafolios. Esta dinámica se ha visto favorecida por la inclusión de México en diversos índices de deuda gubernamental. En noviembre de 2010, esta participación alcanzó un nivel histórico de 21.2 por ciento (565mmdp invertidos en valores gubernamentales, de los cuales 456mmdp correspondieron a Bonos M y representaron alrededor de 31 por ciento del portafolio en circulación).



Durante 2009 la tenencia de extranjeros en valores gubernamentales de algunos países emergentes disminuyó debido a que la crisis financiera provocó una mayor aversión al riesgo entre los inversionistas. En la siguiente gráfica se puede observar que la participación de extranjeros en el mercado local de diversas economías emergentes registró una ligera caída durante 2009 (0.1 por ciento en México), misma que se ha recuperado a lo largo de 2010.



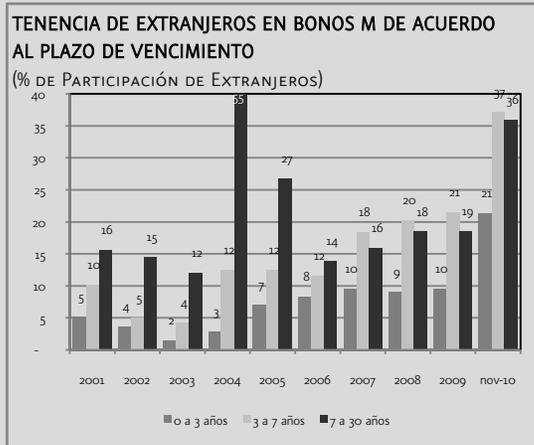
Inclusión de México en los Índices Globales	Año
Government Bond Index Broad (JP Morgan GBI - Broad)	2003
Universal Government Inflation-Linked Bond Index (Barclays)	2003
Government Bond Index – EM (JP Morgan GBI–EM)	2005
Global Aggregate Index (Lehman/Barclays)	2005
Global Government Bond Index (ML - GGBI)	2006
EM Government Inflation-Linked Bond Index (Barclays)	2007
Global Government Inflation-Linked Index (ML)	2007
Global Emerging Markets (GEMX)	2008
World Government Bond Index (Citi – WGBI)	2010

Demanda por Instrumentos de largo Plazo

El incremento en la participación de extranjeros en el mercado local ha sido acompañado de un aumento en la demanda por instrumentos de mediano y largo plazo, lo cual ha consolidado el desarrollo de la curva en el mercado local.

Mientras que en 2001 la tenencia de instrumentos de largo plazo (Bonos M, Udibonos y Bondes) por extranjeros era de 60.1 por ciento, en noviembre de 2010 ésta se ha incrementado a 85.0 por ciento. De manera específica, analizando la participación de extranjeros en los distintos segmentos de la curva de Bonos M para el mismo periodo se observa que:

- *0 a 3 años.* La participación pasó de 5 a 21 por ciento.
- *3 a 7 años.* La tenencia de extranjeros en este segmento se incrementó 10 a 37 por ciento.
- *Mayor de 7 años.* La participación de extranjeros aumenta de 16 a 36 por ciento del total de Bonos M en circulación.



World Government Bond Index (WGBI)

El 1 de octubre de 2010 México fue incluido en el World Government Bond Index (WGBI). Es muy probable que los flujos de inversionistas extranjeros se anticiparon al anuncio formal, por lo que de enero a septiembre de 2010, ingresaron alrededor de 10,200mdd en Bonos M. Una vez realizado el anuncio formal de la adhesión de México al WGBI, del 1 de octubre al 29 de noviembre ingresaron alrededor 3,000mdd en Bonos M. Con ello, los flujos acumulados durante el año en Bonos M totalizaron 13,200mdd, de los cuales el 38.4 por ciento se colocó a plazos mayores de 7 años, 24.8 por ciento a plazos de 3 a 7 años, y el resto en plazos menores a 3 años.

En los últimos 5 años se han procesado flujos por alrededor de 400,000mdp de manera ordenada. Esto se ha llevado a cabo gracias a la solidez en el sistema financiero mexicano, así como a la amplia base de inversionistas institucionales mexicanos que han permitido incrementar la capacidad de absorción de la inversión extranjera al mercado local.

Aunado a lo anterior, la relativa estabilidad que han mostrado los flujos de inversionistas extranjeros demuestra que cuando se tienen condiciones macroeconómicas adecuadas, es posible disfrutar de los beneficios de los flujos de cartera sin que se generen distorsiones en las variables financieras de nuestro país. Además, dicha estabilidad es muestra de que la mayor parte de la composición de la tenencia de extranjeros son inversores institucionales de largo plazo.

Se considera que por las condiciones macroeconómicas descritas anteriormente existe espacio adicional para continuar incrementando la participación de inversionistas extranjeros, en un ambiente de desarrollo ordenado del mercado de deuda mexicana.

III.1.2.2 Endeudamiento Externo

La estrategia de manejo de deuda externa implementada durante los últimos años ha permitido que ésta no sea un factor de vulnerabilidad para las finanzas públicas del país. Asimismo, ha contribuido positivamente a través de la diversificación de las fuentes de financiamiento y el fortalecimiento de la estructura de pasivos del Gobierno Federal.

En este sentido, la estrategia implementada permitió enfrentar la crisis financiera internacional desde una posición más sólida que en el pasado, ya que el monto vigente de la deuda externa del Gobierno Federal no representa un factor de riesgo relevante para la economía nacional. Además, permite que la deuda externa pueda ser utilizada como un elemento que aporte mayor flexibilidad en el financiamiento de las necesidades del Gobierno Federal durante 2011.

Por lo anterior, tanto la deuda externa de mercado como la deuda con Organismos Financieros Internacionales son consideradas elementos estratégicos en el manejo de la deuda pública, toda vez que han servido como una valiosa fuente de financiamiento, complementaria a las fuentes internas, lo cual continuará contribuyendo con mayor flexibilidad para el financiamiento del déficit público durante 2011.

La estrategia de deuda externa para 2011 tendrá los siguientes objetivos:

1. Obtener el financiamiento requerido en los mercados financieros internacionales en condiciones de eficiencia.
2. Ampliar las fuentes de financiamiento y la base de inversionistas del Gobierno Federal en condiciones favorables, consolidando la presencia del Gobierno Federal en los mercados no tradicionales.
3. Continuar con el uso de productos de financiamiento de Organismos Financieros Internacionales y otras instituciones de desarrollo.

Con el fin de buscar una mayor diversificación de las fuentes de financiamiento del Gobierno Federal durante 2011, se continuarán llevando transacciones con Organismos Bilaterales, como un instrumento adicional a la deuda de mercado y con los Organismos Financieros Internacionales.

Deuda de Mercado

A pesar de la reducción de la deuda externa de mercado en los últimos años, el Gobierno Federal ha mantenido un nivel de deuda que ha permitido la diversificación adecuada de los pasivos públicos así como el acceso a los mercados internacionales.

De esta manera, se ha puesto especial atención en procurar el adecuado comportamiento de la curva de rendimientos en dólares, misma que sirve como referencia indispensable para emisiones del Sector Público y Privado, y que además otorga a los inversionistas la oportunidad para manifestar su perspectiva del riesgo de crédito asociado a nuestro país.

En este contexto, durante 2011 las actividades de financiamiento en los mercados internacionales se basarán en los siguientes objetivos:

1. Desarrollar y fortalecer los bonos de referencia del Gobierno Federal.
2. Mejorar los términos y condiciones de la deuda externa de mercado.
3. Ampliar y diversificar la base de inversionistas del Gobierno Federal consolidando la presencia en mercados no tradicionales tales como el europeo y asiático.

4. Mantener una comunicación clara y constante con los distintos participantes en los mercados financieros internacionales.

En este sentido, durante el 2011, el Gobierno Federal buscará complementar de manera estratégica las necesidades de financiamiento externas en los mercados de capital tratando con ello de obtener un costo de financiamiento adecuado.

Asimismo, la presencia del Gobierno Federal en los mercados externos buscará asegurar el funcionamiento ordenado y eficiente de la curva de rendimientos en dólares a través de operaciones de financiamiento y operaciones de manejo de pasivos.

Se procurará que las emisiones de nuevas referencias alcancen el volumen suficiente para proveer una curva de rendimientos sólida. El contar con bonos de referencia con el volumen y la liquidez necesarios, facilitará el proceso de descubrimiento de precios, así como la valuación precisa de los distintos portafolios de inversión, además de promover la participación de diferentes tipos de inversionistas institucionales con diversos requerimientos y horizontes de inversión.

Cabe señalar, que las operaciones de financiamiento se continuarán orientando principalmente al mercado estadounidense, dada su profundidad y nivel de desarrollo respecto al de otros mercados. Complementariamente y dadas las condiciones prevaletientes en los mercados internacionales, el Gobierno Federal buscará consolidar oportunidades en el mercado europeo y asiático, así como en otros mercados.

Con respecto al mercado europeo y asiático, el Gobierno Federal podría continuar llevando a cabo operaciones de financiamiento en euros y yenes japoneses siempre y cuando las condiciones de costo y eficiencia sean iguales o mejores que las condiciones que prevalezcan en el mercado de dólares, de tal manera que se pueda continuar con la ampliación y diversificación de la base de inversionistas en condiciones favorables.

Asimismo, se continuará evaluando otras alternativas que se pudieran presentar en otros mercados, siempre y cuando las condiciones de costo y eficiencia sean las adecuadas.

Con respecto a las operaciones de manejo de pasivos, el Gobierno Federal mantendrá como objetivo principal optimizar el costo financiero de la deuda externa de mercado. En este sentido el Gobierno Federal, podría retomar operaciones de manejo de pasivos similares a las realizadas en el pasado, por medio de recompras, intercambios o emisión de warrants. En particular, se espera que a través de este tipo de operaciones se disminuya la importancia relativa de aquellos bonos cuyo rendimiento no refleje adecuadamente el costo de financiamiento del Gobierno Federal, y que por lo tanto, distorsionen la percepción del riesgo país.

Dado que las actividades de financiamiento del Gobierno Federal en los mercados externos no son determinantes para explicar la evolución de los mismos, es importante conservar suficiente flexibilidad para tomar ventaja de oportunidades puntuales que se presenten en los mercados para contribuir a la reducción del costo de financiamiento del Gobierno Federal en el 2011.

El Gobierno Federal evaluará la utilización de instrumentos derivados con el objetivo de mejorar las condiciones de financiamiento y optimizar el costo financiero de la deuda en el mediano y largo plazo.

Deuda con Organismos Financieros Internacionales

En el Plan Anual de Financiamiento 2010 se tenía contemplado un nivel de endeudamiento neto con Organismos Financieros Internacionales (OFIs) para el Gobierno Federal similar al de 2009, por hasta 5,000 millones de dólares. Sin embargo, durante 2010, al mejorar las condiciones de los mercados internacionales de capital, las necesidades de financiamiento proveniente de los OFIs disminuyeron, por lo que el endeudamiento neto con estos organismos se ubicó en 3,500 millones de dólares.

Durante los últimos años, los créditos con los OFIs han mostrado ser una importante alternativa de financiamiento para el Gobierno Federal cuando ha habido restricciones de liquidez en los mercados, por lo que para 2011, la estrategia con OFIs consistirá en seguir reduciendo el endeudamiento neto con estos organismos hasta alcanzar un nivel de 2,500 millones de dólares, cifra que permitirá mantener espacio disponible de fondeo con estas instituciones para cuando las condiciones de mercado no sean lo suficientemente propicias para acceder a otras fuentes de financiamiento.

Con esta estrategia, el Gobierno Federal ratifica su compromiso por seguir disminuyendo la importancia relativa del endeudamiento externo dentro de su portafolio de pasivos y por mejorar gradualmente los términos y condiciones del mismo.

Cuadro 4. Evolución del Endeudamiento Neto con Organismos Financieros Internacionales.

La evolución del endeudamiento con OFIs, durante el periodo 2000–2005, se mantuvo en niveles comparativamente bajos y estables. Esto debido a que el monto promedio de desembolso anual con estos organismos era alrededor de 1,500 millones de dólares, reflejando un saldo promedio de los créditos del Gobierno Federal con OFIs de aproximadamente 14,700 millones de dólares (27 por ciento de la deuda externa), durante este mismo periodo.

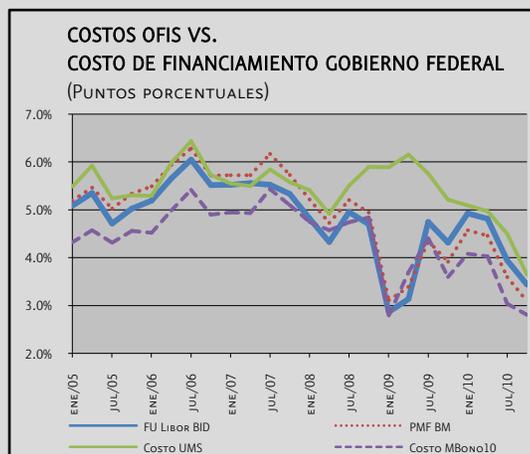
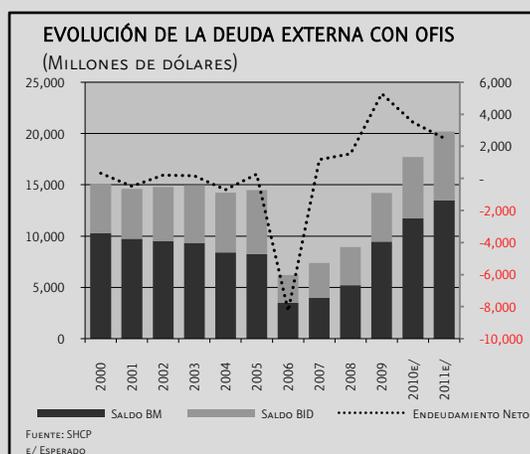
Conforme se fue desarrollando el sistema financiero, en particular, el mercado de deuda local y ampliando la curva de rendimientos del Gobierno Federal; las fuentes de fondeo externo fueron disminuyendo y el atractivo relativo del financiamiento proveniente de OFIs también disminuyó. Por lo que el Gobierno llevó a cabo amortizaciones anticipadas de créditos contratados por un monto aproximado de 10,000 millones de dólares con fondeo local, ubicando el saldo con OFIs en alrededor de 6,000 millones de dólares, al cierre de 2006; pero con la crisis financiera internacional nuevamente regresaron a ser atractivos.

Por lo tanto, en ese momento el costo de financiamiento que representaban los OFIs se ubicaba para préstamos representativos a 5 años en 5.65 por ciento con el Banco Mundial y 5.45 por ciento con el BID. Sin embargo, con una calificación crediticia para México con grado de inversión se incrementó el universo de inversionistas potenciales, tanto con portafolios dedicados a mercados emergentes, como a instrumentos con grado de inversión. Así, el Gobierno Federal podía acceder a recursos en el mercado de Bonos Globales a tasas más competitivas de 5.20 por ciento.

Sin embargo, durante 2008 y a raíz de la crisis financiera internacional derivada de los problemas hipotecarios en los Estados Unidos, se presentaron periodos de extrema volatilidad en los mercados financieros, generando ajustes importantes en los mercados emergentes. Este entorno de volatilidad se alargó durante 2009, reflejando un menor dinamismo en la actividad económica a nivel global acompañada de una restricción en los flujos de crédito.

Aunado a lo anterior, la reducción de la deuda con OFIs en 2006 permitió al Gobierno Federal generar un margen amplio de maniobra durante la crisis para incrementar de manera importante su nivel de endeudamiento con estos organismos en 2009 y 2010.

Actualmente, la deuda con OFIs es considerada como un elemento estratégico en el manejo de la deuda pública, alcanzando niveles de hasta 5,000 millones de dólares en disposiciones anuales y un saldo estimado en alrededor de 20,200 millones de dólares para el cierre de 2011 (34 por ciento de la deuda externa). Sin embargo, en los siguientes años se reducirá el endeudamiento neto de esta fuente para tener nuevamente flexibilidad en caso de futuros periodos de incertidumbre financiera.



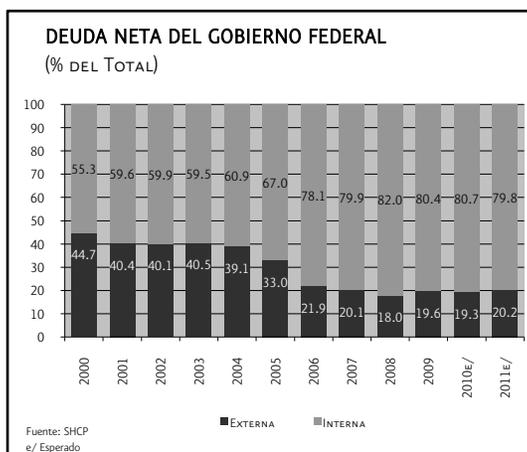
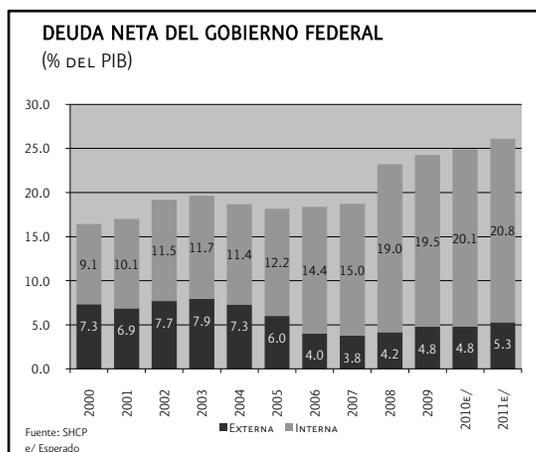
Deuda con Organismos Bilaterales

Para el 2011, la política de deuda contempla continuar con la contratación de financiamientos con Organismos Bilaterales. Principalmente se evaluará la posibilidad de utilizar las Agencias de Crédito a la Exportación para el financiamiento de programas y proyectos de las dependencias del Gobierno Federal que son susceptibles de ser financiados por estos organismos. De esta forma se busca aprovechar las facilidades de crédito que otorgan estos organismos en el financiamiento de proyectos prioritarios y eficientar el uso de los recursos externos.

El financiamiento mediante Organismos Bilaterales le permitirá al Gobierno Federal tener una mayor flexibilidad para hacer frente a sus necesidades de financiamiento para el 2011.

III.1.3. Indicadores de Costo y Riesgo

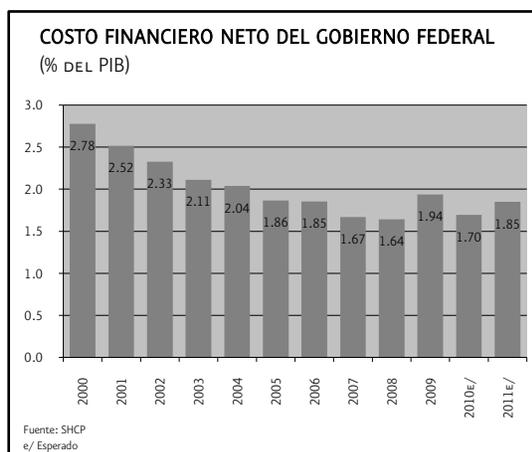
De acuerdo con los lineamientos de política de crédito público para 2011, se contempla que para el cierre del año la deuda neta del Gobierno Federal será equivalente a 26.1 por ciento del PIB, 1.2 puntos porcentuales mayor que el observado en 2010. A su interior, la deuda externa neta del Gobierno Federal como porcentaje del PIB representará 5.3 por ciento y 20.2 por ciento de la deuda total.



En términos de porcentaje del PIB, la deuda externa se encontrará todavía en un nivel por debajo al observado en 2005 y 2000 en 0.7 y 2.0 puntos porcentuales. Esto permitirá que el Gobierno Federal mantenga una posición sólida y de fortaleza con respecto a la estructura de su deuda pública.

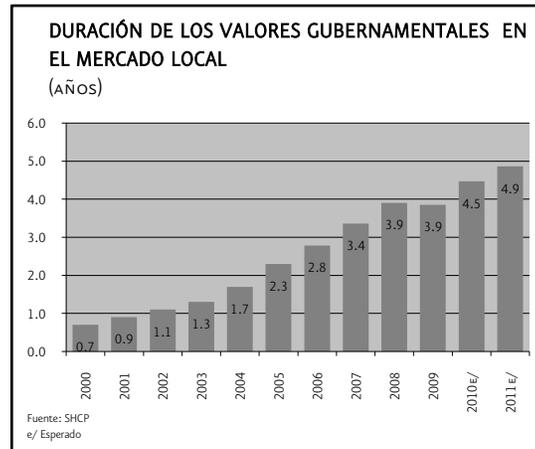
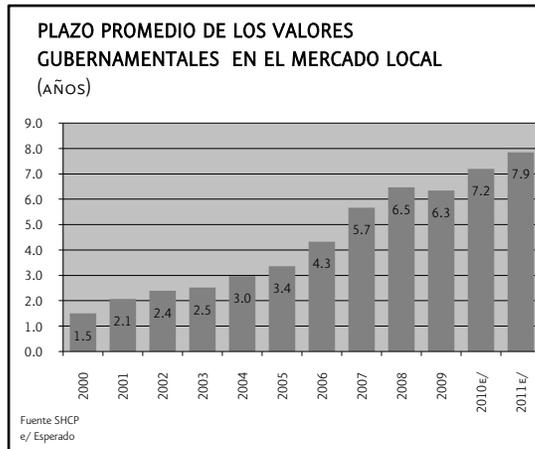
El costo financiero neto del Gobierno Federal en 2011 como proporción del PIB, será superior a la estimación de cierre de 2010, pasando de 1.70 a 1.85 por ciento del PIB. Este incremento se explica fundamentalmente por los siguientes factores:

1. El incremento del PIB reduce el costo financiero en 0.15 puntos del PIB.
2. El incremento esperado en las tasas de interés incrementa el costo financiero en 0.14 puntos del PIB.
3. El incremento en los saldos de la deuda asociados al financiamiento neto implica un aumento de 0.14 puntos del PIB.
4. Otros factores incrementan el costo financiero en 0.02 puntos del PIB.

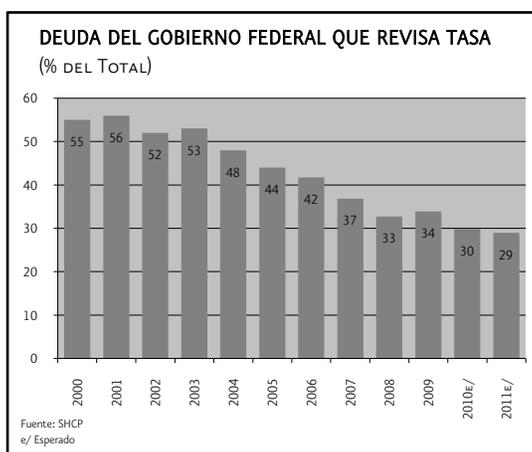
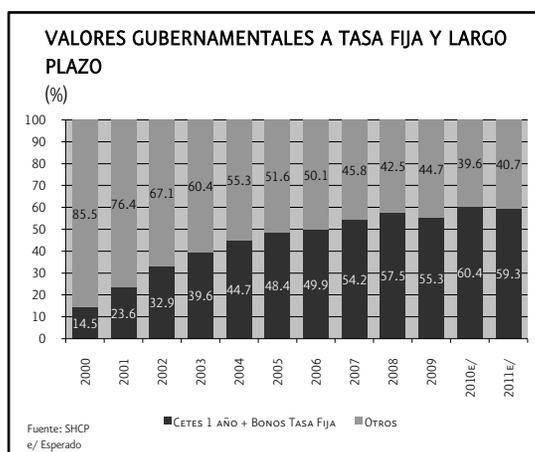


Deuda Interna

La estrategia de financiamiento público planteada para 2011 mantendrá su atención en dos indicadores importantes de riesgo: el plazo promedio ponderado y la duración de los valores gubernamentales en circulación. Respecto al primero, éste pasará de 7.19 años al cierre de 2010 a 7.85 años al cierre de 2011 y la duración de estos instrumentos pasará de 4.47 a 4.86 años a lo largo de dicho periodo. El incremento esperado en estos indicadores responde a la mayor colocación de valores de mediano y largo plazo dada la mayor demanda de estos instrumentos.



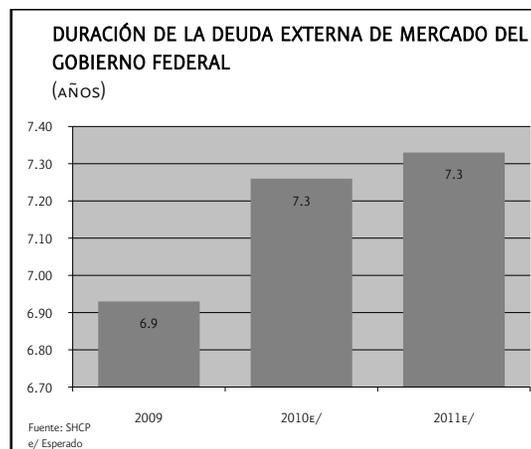
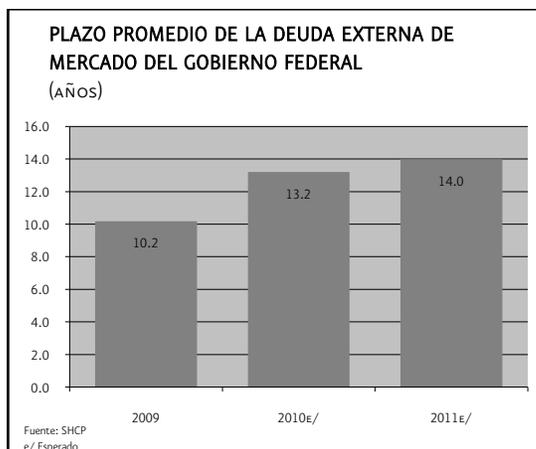
Por otro lado, la política de colocación de deuda en 2011 implica que la proporción de instrumentos de largo plazo a tasa fija en el portafolio de deuda pública interna ha alcanzado los niveles de colocación observados antes de la crisis. Dichos instrumentos representarán el 60.4 por ciento al cierre de 2010 y se estima que se ubiquen en 59.3 por ciento a finales de 2011. Además, se estima que el porcentaje de la deuda total del Gobierno Federal que revisa tasa disminuirá de 29.9 por ciento en 2010 a 28.8 para 2011.



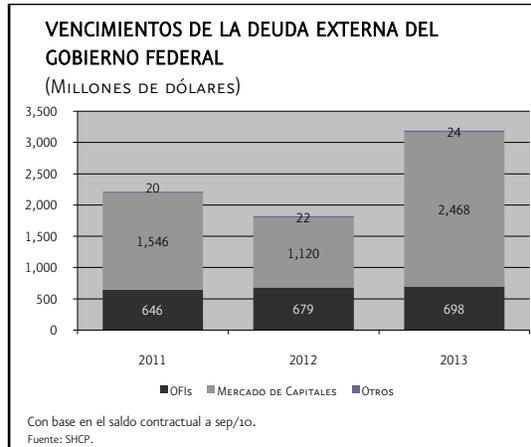
Deuda Externa

Cabe recordar que del año 2004 hasta el año 2007 el techo de endeudamiento externo aprobado para el Sector Público fue negativo, lo que implicaba una reducción de la deuda externa. Sin embargo, a partir de 2008 se decidió volver a acceder a préstamos provenientes de Organismos Financieros Internacionales. Estos créditos usualmente son contratados a plazos de hasta 30 años, por lo que, si bien se ha incrementado el endeudamiento interno de corto plazo, en la parte externa se ha privilegiado el de largo plazo.

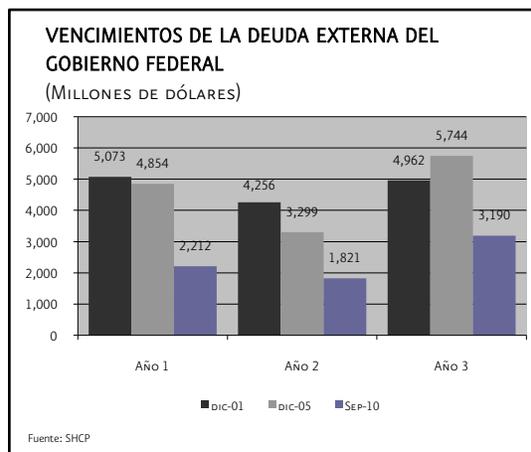
En lo concerniente al plazo promedio ponderado y la duración de la deuda externa del Gobierno Federal, se estima que el primer indicador pasará de 13.21 años al cierre de 2010 a 13.99 años para el cierre de 2011, mientras que su duración pasará de 7.26 a 7.33 años durante dicho periodo. En lo que respecta a la proporción de la deuda externa de mercado con un plazo residual de vencimiento mayor o igual a un año, ésta se ubicará en alrededor de 97.3 por ciento para el cierre del ejercicio 2011.



Con base en el saldo contractual de septiembre de 2010 se estima que el Gobierno Federal tendrá vencimientos de deuda externa por 2,212 millones de dólares en 2011; de los cuales 1,546 mdd corresponde a deuda de mercado, 646 mdd a OFIs y 20 mdd a otros conceptos.



Estos vencimientos son menores a los observados en años anteriores. Por ejemplo en 2002 y 2006, se tenía una presión de refinanciamiento de 2,356 y 2,225 millones de dólares mayor por año en promedio.



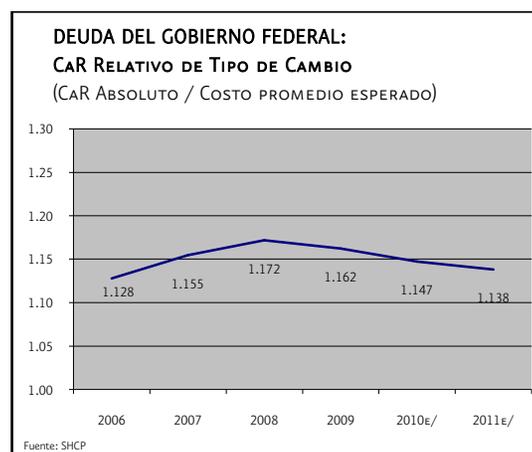
En 2011 el financiamiento a través de OFIs seguirá siendo una fuente importante de recursos, y dadas las características de mediano y largo plazo de este tipo de empréstitos, se espera un incremento en la duración del portafolio correspondiente al rubro de OFIS, dicho incremento será proporcional al producto del porcentaje que representan estas nuevas contrataciones en el portafolio total multiplicado por la duración de los propios instrumentos. En 2010, el saldo de la deuda con OFIs se estima ascenderá a 17,704 mdd y se proyecta que para el cierre de 2011 se ubique alrededor de los 20,204 mdd.

Costo en Riesgo

El Costo en Riesgo (CaR) es un indicador importante de riesgo asociado al costo financiero, definido como el costo financiero máximo con un grado de confianza estadística del 95 por ciento. El CaR relativo es derivado del indicador anterior, y se calcula como el cociente entre el CaR y el costo financiero esperado del portafolio de deuda del Gobierno Federal. Esta medida de riesgo refleja el incremento máximo que podría presentarse en el costo financiero esperado para 2010 para dicho grado de confianza estadística, dada la estructura de la deuda y el comportamiento estadístico de las tasas de interés y el tipo de cambio.

Se estima que el CaR relativo de tasa de interés pasará de 1.047 en 2010 a 1.038 en 2011, esta disminución tiene relación con la disminución en la volatilidad de las tasas de interés. Por lo anterior, en el caso del costo financiero asociado a los instrumentos de deuda del Gobierno Federal, se espera una menor desviación del costo financiero esperado en 2011.

En lo referente al CaR relativo de tipo de cambio, se estima que en 2007 registraba un nivel de 1.155. En 2008 se incrementó a 1.172, toda vez que se materializaron las condiciones que iniciaron la crisis financiera internacional. Durante 2010 se tomaron diversas medidas fiscales y monetarias, tanto locales como externas, cuyo efecto en la volatilidad cambiaria han resultado en una disminución de este indicador para ubicarse en 1.147 al cierre de 2010. Finalmente, ante la expectativa de una mayor estabilidad del tipo de cambio durante 2011, se espera que el CaR relativo del tipo de cambio sea de 1.138, nivel similar al estimado antes de la crisis.



Cuadro 5. Metodología del Cálculo del CaR.

A fin de estimar la distribución de los costos financieros futuros, la Unidad de Crédito Público ha desarrollado e implementado un modelo del Costo en Riesgo (CaR) que permite calcular el riesgo asociado al pago de intereses de la deuda del Gobierno Federal.

Definición del CaR

El CaR mide el peor escenario de costo por intereses del portafolio de deuda del Gobierno Federal con un nivel de probabilidad predefinido. En particular, se toma el percentil 95 de la simulación del costo financiero, por lo que el CaR es la medida de costo por intereses de la deuda para un periodo de tiempo que satisface $Pr[CI_{t+T} \leq CaR] = 0.95$, donde CI_{t+T} es el costo por intereses simulado a partir de la fecha inicial t hasta la fecha final T . Es por esta razón que al CaR se le puede considerar como una medida de riesgo de los costos por intereses de la deuda.

Modelado del CaR

Para realizar la simulación del costo financiero se parte de la siguiente información:

- Tasas históricas de los instrumentos que componen el portafolio de deuda.
- Características del portafolio de deuda actual: tipos de instrumentos, tasas, estructura temporal del pago de intereses, etc.
- Proyecciones de emisión futuras.

Dada la información anterior se modela la curva de rendimientos a través de simulaciones que obedecen al siguiente modelo estocástico de evolución de la tasa de interés con reversión a la media, llamado en la literatura modelo Cox-Ingersoll-Ross (CIR):

$$dr(t) = \alpha(\mu - r(t))dt + \sigma\sqrt{r(t)}dW(t)$$

Donde $r(t)$ es la tasa de interés al tiempo t , μ es la tasa de equilibrio de largo plazo, α es la velocidad del proceso de reversión a la tasa μ , $\sigma\sqrt{r(t)}$ es la volatilidad implícita del modelo y $W(t)$ es un proceso estocástico de Wiener.

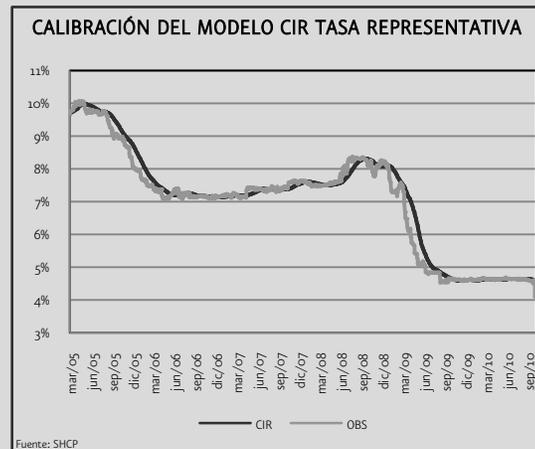
A partir de una transformación del modelo anterior de tipo continuo en uno de tipo discreto, se estiman los parámetros a partir de las tasas históricas. Posteriormente se realizan simulaciones para estimar las curvas de rendimiento asociadas a distintos grados de probabilidad para periodos futuros. De esta manera es posible asignar un costo por intereses con una probabilidad asociada para un periodo de análisis dado. El CaR es el costo asociado al percentil 95 de dichas simulaciones de costo financiero y el costo esperado es el costo financiero asociado al promedio.

CaR Relativo

El CaR relativo es el cociente entre el CaR y el costo esperado. Por lo que el CaR relativo es una normalización del costo en riesgo por tasa de interés cuya interpretación es la máxima desviación esperada (a un nivel de 95%) del costo por tasa de interés de la deuda respecto al costo esperado.

Calibración del modelo CIR

Para realizar las simulaciones de tasas requeridas para obtener las curvas de rendimiento futuras se realizó la estimación dinámica de los parámetros del modelo CIR por el método de Máxima Verosimilitud a la tasa representativa (CETES 91). Para verificar que los estimadores fueran apropiados se simula la ruta de la tasa hacia atrás y se compara con la tasa observada, los resultados de la calibración se muestran a continuación para el periodo marzo 2005 a octubre 2010:



Como puede constatare, el modelo CIR describe muy aceptablemente la dinámica de la tasa representativa.

Dinámica del CaR

El comportamiento variacional del CaR se explica en parte por la volatilidad dinámica implícita $\sigma_t \sqrt{r(t)}$, debido a su carácter de medida de dispersión. A continuación se presenta el comportamiento de la volatilidad implícita de la tasa representativa para el periodo enero 2008 a octubre 2010:

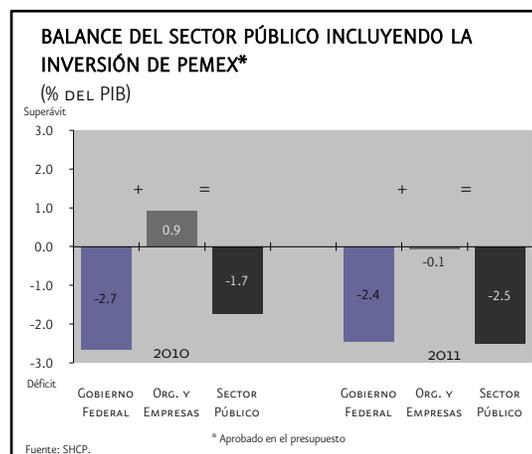
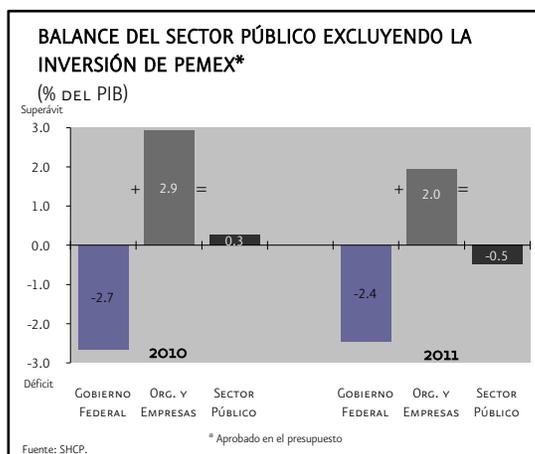


A partir de la gráfica anterior se puede inferir que el comportamiento de la volatilidad implícita para el periodo observado sigue una trayectoria promedio cualitativamente similar a la del CaR para el mismo periodo (ver gráfico del CaR de tasa de interés en sección de Indicadores de Costo y Riesgo). Esto indica que la volatilidad implícita es un factor explicativo de significancia de las variaciones del CaR. Para 2011 se espera que la volatilidad implícita tenga un comportamiento ligeramente menos disperso que en 2010, lo que explica parcialmente la reducción esperada del CaR de tasa de interés para 2011.

III.1.4. Sector Público

Déficit del Sector Público para 2011

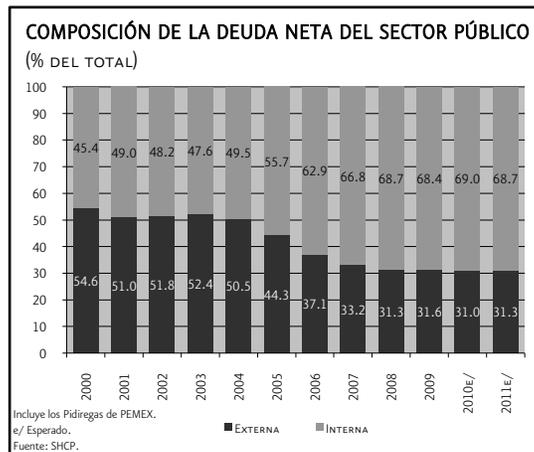
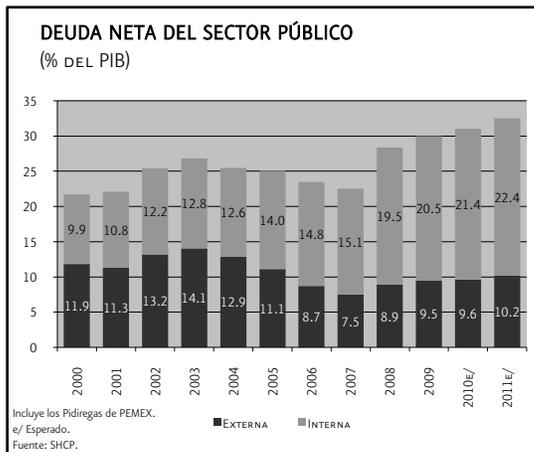
El balance del Sector Público presupuestario es el resultado de la suma del balance del Gobierno Federal y el balance de las entidades paraestatales de control presupuestario directo (PEMEX, CFE, IMSS e ISSSTE). Para 2011, conforme a lo establecido en la Ley de Ingresos de la Federación y el Presupuesto de Egresos de la Federación para el ejercicio fiscal 2011, el Sector Público presupuestario presentará un déficit fiscal de 356.5 mmdp equivalente al 2.5 por ciento del PIB (incluye la inversión física de PEMEX), el cual se compone por un déficit del Gobierno Federal de 347.1 mmdp equivalente al 2.4 por ciento del PIB y por un pequeño déficit de los Organismos y Empresas de 9.4 mmdp (0.1 por ciento del PIB). Cabe señalar que estos balances implican una desviación de la meta de balance por 0.5 por ciento del PIB para 2011.



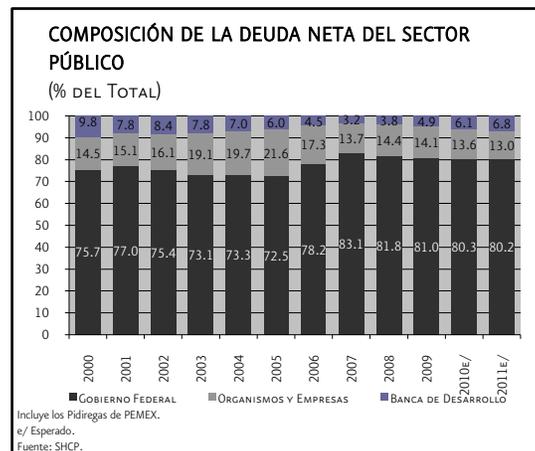
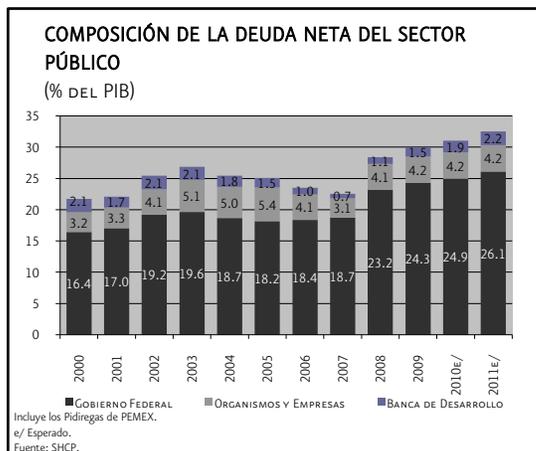
Evolución de la Deuda Neta del Sector Público

Para el 2011 se estima que la deuda neta del Sector Público se ubicará en 32.5 por ciento del PIB, lo que representará un incremento de 1.5 puntos porcentuales con respecto al cierre estimado para 2010. Este incremento se compone de la siguiente manera: la deuda neta del Gobierno Federal se incrementa en 1.2 por ciento del PIB, la deuda neta de los Organismos y Empresas no se incrementa como proporción del producto y la deuda de la banca de desarrollo se incrementa en 0.3 por ciento del PIB.

Para 2011 se estima que el componente interno de la deuda neta del Sector Público representará 68.7 por ciento y el 31.3 por ciento restante corresponderá a la parte externa.



Por su parte, la deuda neta del Gobierno Federal representará aproximadamente el 80.21 por ciento del total, mientras que la deuda de los Organismos y Empresas Controladas significará el 12.95 por ciento y el 6.84 por ciento restante corresponderá a la deuda de la Banca de Desarrollo.



IV. CONSIDERACIONES FINALES

A lo largo de los últimos 10 años la política de crédito público ha transitado por varias etapas. En cada una de ellas se han enfrentado desafíos particulares para lograr fortalecer la estructura de la deuda pública. Desde el inicio de la década, la política de crédito público orientó sus esfuerzos a mejorar la composición de la deuda en cuanto a su estructura de plazos, tasas y moneda; buscando disminuir la vulnerabilidad de las finanzas públicas a cambios adversos en el entorno económico. En este contexto, el fortalecimiento de la estructura de los pasivos públicos requirió de la implementación de medidas orientadas a desarrollar el mercado interno de deuda.

El desarrollo del mercado local de deuda y la reducción en la importancia relativa de las fuentes externas de financiamiento, se tradujeron en mejoras en la percepción de riesgo de la deuda soberana de México, las cuales permitieron reducir de manera simultánea el costo financiero y el riesgo del portafolio de deuda. Sin embargo, la mayor eficiencia alcanzada en el portafolio de deuda, llevó a la política de crédito público a una etapa en la cual se enfrentó con mayor incidencia la necesidad de evaluar la relación de intercambio existente entre el costo esperado y el riesgo. No obstante lo anterior, se continuó fortaleciendo la estructura de la deuda y mejorando los indicadores de riesgo del portafolio, manteniendo un proceso constante de transformación del marco institucional para el manejo de la deuda pública.

Posteriormente, las condiciones favorables del mercado permitieron que el papel de la política de crédito público transitara a una etapa orientada al fortalecimiento del desarrollo de los mercados financieros nacionales. De esta forma, la política de deuda pública pasó de estar exclusivamente enfocada al manejo de riesgos a ser un agente estratégico para el desarrollo financiero en México. A través de acciones dirigidas a perfeccionar el funcionamiento de los mercados financieros, mejorar sus condiciones de liquidez y promover su eficiencia, la política de crédito público se convirtió en un poderoso elemento para aumentar el volumen y mejorar la eficiencia en la asignación del crédito dentro de la economía.

Recientemente, como consecuencia de la crisis financiera internacional, la política de crédito público se transformó en una variable importante para el mantenimiento de la estabilidad financiera. En este periodo se logró satisfacer en condiciones competitivas las necesidades de financiamiento del Gobierno Federal, manteniendo la liquidez y el buen funcionamiento de los mercados locales mediante la instrumentación de una política de deuda flexible y proactiva. Las acciones realizadas permitieron sortear las dificultades que se presentaron durante la crisis, aunque si bien el complejo entorno financiero impidió que algunos indicadores de deuda mantuvieran una evolución favorable, durante 2010 estos indicadores han vuelto a mostrar la misma tendencia positiva observada en años anteriores.

Actualmente, una vez que los momentos más adversos dentro de los mercados se han superado, la política de crédito público se encuentra en una nueva etapa en donde se ha retomado una agenda dirigida a seguir impulsando el desarrollo del mercado financiero nacional y apuntalar el fortalecimiento de la estructura de la deuda pública. Para 2011 la política de crédito público se orientará a seguir fortaleciendo la estructura de la deuda pública y fomentar un mayor desarrollo y eficiencia en los mercados financieros locales buscando en todo momento mantener un portafolio de pasivos con las características de costo y riesgo adecuadas a las necesidades de las finanzas gubernamentales.

No obstante, es importante no soslayar que dentro de esta nueva etapa que abarcará los próximos años, el éxito en el manejo de la deuda pública estará inexorablemente ligado con el fortalecimiento de los ingresos del Sector Público. De modo que si se logra incrementar los ingresos del Gobierno Federal, el déficit del Sector Público se podrá mantener dentro de un nivel que permita mantener una trayectoria estable de los pasivos públicos como proporción de la producción y con ello garantizar la sostenibilidad de la deuda y la viabilidad de las finanzas públicas.