

PLAN ANUAL DE FINANCIAMIENTO

2012



Unidad de Crédito Público

SHCP

CONTENIDO

I. INTRODUCCIÓN.....	3
II. POLÍTICA DE CRÉDITO PÚBLICO EN 2011	5
II.1. Estrategia General	5
<i>II.1.1. Deuda Interna.....</i>	<i>5</i>
<i>II.1.2. Deuda Externa</i>	<i>14</i>
II.2. Indicadores de Costo y Riesgo	20
III. POLÍTICA DE CRÉDITO PÚBLICO EN 2012.	27
III.1. Requerimientos Financieros del Gobierno Federal y Estrategia de Financiamiento para 2012	28
<i>III.1.1. Requerimientos Financieros del Gobierno Federal</i>	<i>28</i>
<i>III.1.2. Estrategia de Financiamiento en 2012</i>	<i>30</i>
<i>III.1.2.1 Endeudamiento Interno</i>	<i>30</i>
<i>III.1.2.2 Endeudamiento Externo.....</i>	<i>34</i>
<i>III.1.3. Indicadores de Costo y Riesgo.....</i>	<i>37</i>
IV. CONSIDERACIONES FINALES.....	48

I. INTRODUCCIÓN

Durante la presente administración el manejo de la deuda pública ha sido un elemento fundamental para consolidar la fortaleza de las finanzas públicas y contribuir a la estabilidad macroeconómica. La estrategia para el manejo de la deuda ha tenido como objetivo principal el satisfacer las necesidades de financiamiento del Gobierno Federal al menor costo posible considerando un horizonte de largo plazo, manteniendo a la vez un nivel de riesgo compatible con la sana evolución de las finanzas públicas y con el desarrollo de los mercados financieros internos. Como parte de esta estrategia general se considera el fortalecimiento institucional en el manejo de los pasivos públicos siguiendo las mejores prácticas internacionales. En este contexto, se ha venido instrumentando una estrategia integral de comunicación de los objetivos, acciones y resultados en el manejo del crédito público.

El Plan Anual de Financiamiento (PAF) ha sido un elemento fundamental dentro de la estrategia de comunicación y transparencia de la política de crédito público. Desde el primer PAF publicado en 2006, éste se ha consolidado como uno de los principales medios para comunicar a los inversionistas y al público en general, la estrategia, objetivos y acciones en el manejo de la deuda pública. De esta manera, el propósito del presente Plan Anual de Financiamiento 2012 (PAF 2012) es presentar la estrategia, metas y principales líneas de acción para el manejo de la deuda pública del Gobierno Federal en 2012.

El comportamiento reciente de los mercados financieros internacionales pone de manifiesto que el manejo de la deuda pública para el 2012 se desarrollará bajo un entorno incierto y complejo. Durante 2012 destacan dos factores de riesgo que podrían incidir sobre los mercados financieros internacionales: i) la incertidumbre sobre el comportamiento de la actividad económica global, y en particular en Estados Unidos; y ii) la evolución de la crisis financiera en Europa y sus repercusiones sobre el crecimiento y la intermediación financiera global. Al respecto, es importante destacar que en algunos países de Europa las políticas fiscales adoptadas y el manejo de deuda utilizado han propiciado un aumento en la percepción de riesgo de crédito, lo cual ha generado una mayor aversión al riesgo global y un aumento en la probabilidad de contagio al sistema financiero y a otras economías.

Si bien la volatilidad en los mercados financieros internacionales tiene repercusiones a nivel global, es importante destacar las diferencias entre las condiciones fundamentales que guardan las economías europeas más afectadas y las que prevalecen en la economía mexicana. En particular, la fortaleza de las finanzas públicas y el manejo prudente de la deuda en México han reducido considerablemente los canales de contagio que pueden afectar a nuestra economía ante el complicado entorno internacional.

En este contexto, la política de crédito público para 2012 se orientará a cubrir las necesidades de financiamiento del Gobierno Federal, proponiendo un balance de deuda interna y externa que reduzca los costos de financiamiento considerando un horizonte de largo plazo y con bajo riesgo, para lo cual es fundamental contar con acceso a diversas fuentes de financiamiento y fortalecer el mercado local de deuda. Por ello, la política de crédito público para 2012 seguirá manteniendo una estructura de pasivos públicos que permita mantener un portafolio de instrumentos con características de bajo costo, que sea sostenible a lo largo del tiempo y que permita cubrir las necesidades de financiamiento del sector público ante un entorno internacional incierto y volátil.

Conforme a lo anterior, el PAF 2012 se estructura de la siguiente manera. En la sección II se enumeran las principales acciones realizadas durante los meses transcurridos de 2011 en el manejo de la deuda interna y deuda externa. En dicha sección se presenta la evolución de los principales indicadores de costo y riesgo de los pasivos del Gobierno Federal y su cierre esperado para 2011. En la sección III, se presentan los principales elementos de la política de crédito público para 2012. En primer término se cuantifica el monto de las necesidades de financiamiento del Gobierno Federal y se presenta la estrategia general para su financiamiento. Posteriormente, se delimitan 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 interno y la distribución de los títulos gubernamentales entre las 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 (OFIs) y con las Agencias de Crédito a la Exportación (ACEs). Con base en esta estrategia se presenta la estimación de los principales indicadores de costo y riesgo de deuda para el cierre de 2012.¹ 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 2012 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 2011

II.1. Estrategia General

Conforme a lo establecido en el Plan Anual de Financiamiento 2011 (PAF 2011), la política de deuda pública se ha orientado a seguir fortaleciendo la estructura de la deuda pública y al mismo tiempo fomentar un mayor desarrollo y eficiencia en los mercados financieros locales. La estrategia de financiamiento para 2011 ha estado 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 y las Agencias de Crédito a la Exportación.

II.1.1. Deuda Interna

La política de deuda interna seguida durante 2011 ha estado dirigida a continuar promoviendo la liquidez y el buen funcionamiento del mercado de deuda local, a través de una estrategia de colocación orientada a hacer compatible la demanda de valores gubernamentales por parte de los inversionistas con las necesidades de financiamiento del Gobierno Federal. De igual forma se han realizado acciones encaminadas a fortalecer la liquidez de los instrumentos de deuda del Gobierno Federal en el mercado secundario así como a mejorar el proceso de descubrimiento de precios.

De manera específica, en el PAF 2011 se establecieron las siguientes líneas de acción:

1. Obtener el financiamiento requerido con eficiencia y promoviendo 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*.

A continuación se detallan las acciones y los aspectos más relevantes de la estrategia de endeudamiento interno.

Estructura de Colocación de Valores Gubernamentales

La estrategia de colocación de valores gubernamentales durante 2011 ha estado dirigida a continuar fortaleciendo la diversificación de la deuda, con una tendencia al alza en su plazo promedio al vencimiento y su duración. Entre los aspectos más importantes de las colocaciones de valores durante 2011 se encuentran los siguientes:

- En el primer trimestre de 2011 se realizaron colocaciones sindicadas al plazo de 10 años del Bono a Tasa Fija (M Bono) y del Udibono.
- A partir del segundo trimestre se aumentó el monto a subastar de los Cetes en todos sus plazos y se incrementó el monto a subastar de Bondes D al plazo de 5 años.
- Para el tercer trimestre del año se realizaron colocaciones sindicadas de los Bonos a Tasa Fija en sus plazos de 5 y 20 años y se incrementó el monto a subastar de los Cetes en sus plazos de 6 meses y 1 año.
- Para el calendario de subasta de valores para el cuarto trimestre del año se incrementó el monto a subastar de los Cetes en todos sus plazos y se incrementó el monto mensual a subastar de los Bonos a Tasa Fija y Udibonos al plazo de 3 años al mismo tiempo que se incrementó la colocación de Bondes D al plazo de 5 años. Por otra parte, se redujo el monto a colocar de los Bonos a Tasa Fija a 20 y 30 años así como los Udibonos al plazo de 30 años.
- La captación neta de recursos a través de la colocación de valores durante 2011 se realizó principalmente en los M Bonos y los Udibonos, los cuales representan el 77 por ciento de la captación neta total de valores.

SUBASTA DE VALORES GUBERNAMENTALES

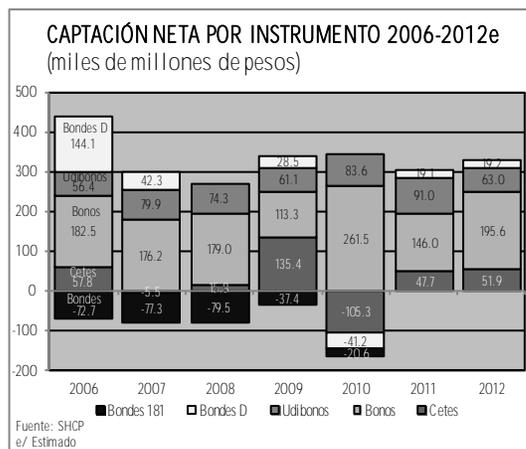
Montos Ofrecidos por Subasta en millones de pesos

Instrumento	Periodicidad	2008	2009	2010	2011			
		Subasta 3er. Trimestre	Subasta 4to. Trimestre	Subasta 4to. Trimestre	Subasta 1er. Trimestre	Subasta 2do. Trimestre	Subasta 3er. Trimestre	Subasta 4to. Trimestre
Cetes								
28 días	Semanal	4,500	8,000	4,500	4,500	5,500	5,500	6,500
91 días	Semanal	6,000	9,000	6,000	6,000	6,500	6,500	7,500
182 días	Semanal	5,400	7,500	5,500	5,500	6,500	7,000	8,000
364 días	Cada 4 semanas	5,900	7,500	6,000	6,000	6,500	7,000	8,000
Bonos a Tasa Nominal Fija								
Bonos 3 años	Cada 4 semanas	3,100	5,000	4,500	4,500	4,500	4,500	5,500
Bonos 5 años	Cada 4 semanas	4,500	5,000	4,500	4,500	4,500	25,000*	4,500
Bonos 10 años	Cada 6 semanas	7,650	4,500	7,500	25,000*	7,500	7,500	7,500
Bonos 20 años	Cada 6 semanas	4,650	2,500	4,500	4,500	4,500	25,000*	4,000
Bonos 30 años	Cada 6 semanas	4,000	2,000	4,000	4,000	4,000	4,000	3,500
Udibonos (millones de uds)								
Udibonos 3 años	Cada 4 semanas	400	400	450	450	450	450	550
Udibonos 10 años	Cada 4 semanas	550	500	550	3,500*	550	550	550
Udibonos 30 años	Cada 4 semanas	550	500	600	600	600	600	500
Bondes D								
Bondes D 5 años	Cada 2 semanas	1,000	2,250	1,000	1,000	1,250	1,250	1,500

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

Fuente: SHCP

En promedio, en los primeros tres trimestres del año el plazo promedio de la colocación realizada aumentó 0.9 años comparado con la colocación realizada en el mismo periodo del año anterior. Por su parte, la duración de la colocación valores colocados en los primeros tres trimestres del año aumentó 0.51 años con respecto al mismo periodo de 2010. El incremento de la duración en el portafolio de deuda del Gobierno Federal permite disminuir el costo asociado a posibles incrementos en las tasas de interés en el costo de la deuda. Una mayor duración se traduce en que los cambios en las tasas de interés tardan más tiempo en reflejarse en el costo financiero de la deuda.



Colocaciones Sindicadas

En 2010 se introdujo el esquema de la sindicación de deuda como un mecanismo complementario para colocar deuda en el mercado primario. Este esquema está diseñado para colocar un monto inicial importante de los nuevos bonos de referencia entre una base de inversionistas amplia, lo que contribuye decididamente a mejorar la liquidez de estos bonos en el mercado secundario. Además, se logra que los nuevos bonos de referencia sean elegibles desde su colocación inicial en los índices globales en los que participan los valores mexicanos.

Cabe señalar que en el PAF 2011 el Gobierno Federal anticipó que seguiría utilizando el método de colocación sindicada para las nuevas emisiones de bonos de referencia denominados en pesos y en udis. Conforme a lo anterior, durante el 2011 se realizaron 4 colocaciones sindicadas que involucraron Bonos a Tasa Fija y Udibonos en los meses de febrero, marzo, julio y septiembre. Adicionalmente, es importante mencionar que a partir de la colocación realizada en julio se ha venido utilizando el mecanismo de subasta sindicada para mejorar el proceso de descubrimiento de precios del nuevo bono de referencia, manteniendo una distribución adecuada de dicho bono entre una amplia base de inversionistas.

Las colocaciones sindicadas realizadas durante 2011 fueron las siguientes:

1. Durante el mes de febrero el Gobierno Federal 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 (mdp). La emisión del nuevo bono se realizó con vencimiento en junio de 2021 y un pago de cupón de 6.5 por ciento. El rendimiento al vencimiento que recibirán los inversionistas que participaron en esta colocación fue de 7.44 por ciento, lo cual representa un rendimiento menor a la colocación sindicada del instrumento al mismo plazo llevada a cabo en febrero de 2010 (7.66 por ciento). La colocación se distribuyó entre 61 inversionistas institucionales, locales y extranjeros. La participación de Afores y fondos de pensión fue de 43 por ciento, bancos y casas de bolsa 28 por ciento, fondos de inversión 20 por ciento y aseguradoras 9 por ciento.
2. Durante el mes de marzo el Gobierno Federal realizó la colocación sindicada de un Udibono en los mercados locales de deuda por un monto total de 3,500 millones de udis. El nuevo Udibono con vencimiento en diciembre de 2020 se colocó con un plazo al vencimiento de 10 años y un cupón de 2.5 por ciento. El rendimiento al vencimiento en udis que recibirán los inversionistas que participaron en esta colocación fue de 3.5 por ciento. La colocación se distribuyó entre 51 inversionistas institucionales, locales y

extranjeros. La participación de Afores y fondos de pensión fue de 36 por ciento, bancos y casas de bolsa 32 por ciento, fondos de inversión 24 por ciento y aseguradoras 8 por ciento.

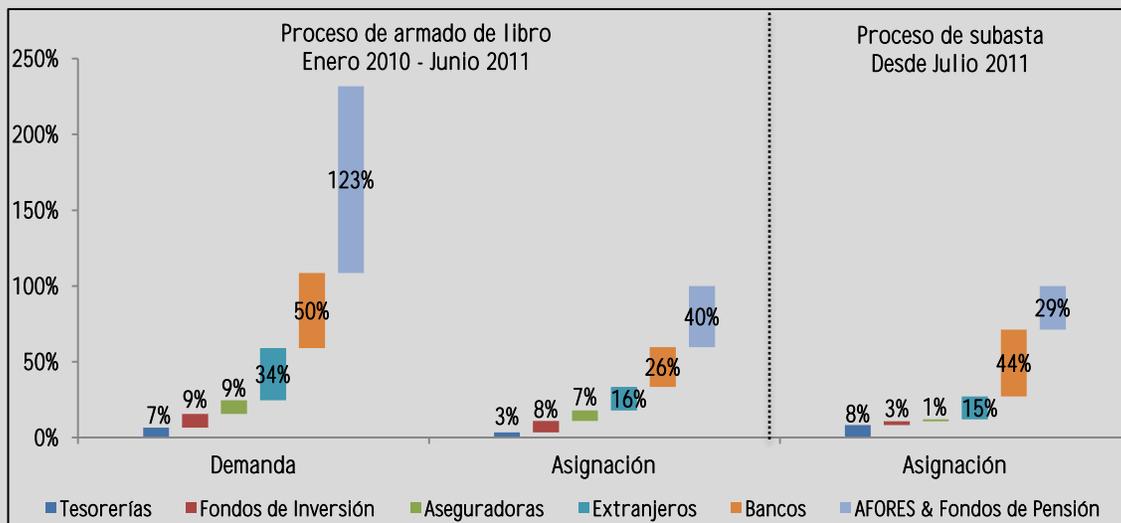
3. En el mes de julio se realizó la primera colocación sindicada con el mecanismo de subasta (ver cuadro 1). En esta operación, se colocó un Bono a Tasa Fija con vencimiento en el año 2016 por un monto total de 25,000 mdp. El nuevo Bono con un plazo de vencimiento a 5 años se colocó con un cupón de 6.25 por ciento. El rendimiento al vencimiento que recibirán los inversionistas que participaron en esta colocación fue de 6.0 por ciento, lo cual representa un rendimiento menor al observado en la colocación sindicada del instrumento del mismo plazo llevada a cabo en julio de 2010 (6.13 por ciento). La colocación se distribuyó entre 45 inversionistas institucionales, locales y extranjeros. La participación de Afores y fondos de pensión fue de 7 por ciento, bancos y casas de bolsa 61 por ciento, fondos de inversión 30 por ciento, y aseguradoras 2 por ciento.
4. Asimismo, durante el mes de septiembre, utilizando nuevamente el mecanismo de subasta sindicada, el Gobierno Federal colocó 25,000 mdp en Bonos a Tasa Fija con vencimiento en 2031. El nuevo Bono se colocó con un plazo de vencimiento a 20 años, con un cupón de 7.75 por ciento. El rendimiento al vencimiento que recibirán los inversionistas que participaron en esta colocación fue de 7.11 por ciento. La operación se distribuyó entre 39 inversionistas. La participación de Afores y fondos de pensión fue de 51 por ciento, bancos y casas de bolsa 47 por ciento, y tesorerías gubernamentales y fondos de inversión 2 por ciento.

Las colocaciones sindicadas realizadas durante 2011 a través del método de subasta permitieron mejorar el proceso de descubrimiento de precios y mantener una adecuada distribución de los títulos entre una amplia base de inversionistas, el mecanismo de subasta fue impulsado aprovechando la fuerza de ventas de los formadores de mercado. Cabe señalar que el mecanismo ha propiciado una buena dinámica de precios para los nuevos bonos de referencia, mejorando su liquidez en el mercado secundario.

Cuadro 1. Colocación Sindicada a través del Mecanismo de Subasta

Características de la Colocación

- Tres días hábiles antes de la subasta (T-3), el Banco de México publica el anuncio de la subasta a través de su página de internet. El anuncio contiene las características del valor a ser colocado, la fecha y la hora para el envío de las posturas, el monto máximo a colocar en la transacción y la fecha de liquidación.
- La subasta se realiza a tasa única.
- En el día de la subasta (T) y a la hora en que el periodo de recepción de posturas comienza (10:00 am), la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), anuncia el rendimiento máximo a aceptar y el monto máximo a asignar para cada inversionista, lo cual se establece como un porcentaje del monto máximo a colocar en la transacción.
- El periodo para la recepción de las posturas es de una hora.
- Los inversionistas pueden enviar sus posturas a través de uno o varios de los distribuidores (Formadores de Mercado).
- Las posturas deben ser a un rendimiento igual o menor que el máximo rendimiento a aceptar.
- Para la asignación, se ordenarán todas las posturas de manera ascendente en tasa de rendimiento (de menor a mayor). En primer lugar, se asignarán los montos de las posturas con la tasa de rendimiento más baja, continuando con los montos de las posturas con la siguiente tasa y así sucesivamente hasta alcanzar el monto máximo a colocar. En caso de haber posturas empatadas en un mismo nivel y que el monto acumulado de estas posturas rebasara el monto máximo a colocar, éstas se atenderán a prorrata. La tasa de rendimiento única a la que se colocará la subasta será la que corresponda a la última postura que reciba asignación.



Nota: Se considera el promedio de las tres colocaciones sindicadas llevadas a cabo desde enero 2010 y hasta junio de 2011 bajo el proceso de armado de libro; así como el promedio de las dos colocaciones sindicadas realizadas desde julio de 2011 usando el mecanismo de subasta.

La implementación del mecanismo de colocación sindicada de deuda constituye un paso adicional en la modernización del mercado local, al complementar el esquema de subastas semanales de valores gubernamentales a través del Banco de México. Con las operaciones sindicadas se garantizan mejores condiciones de liquidez en el mercado secundario de los instrumentos involucrados, se logra que las nuevas emisiones tengan un monto en circulación inicial importante, que éstas sean elegibles desde el inicio en los índices globales de renta fija en los que participa nuestro país y que estos bonos cuenten con una amplia distribución entre inversionistas locales y extranjeros. Estos beneficios se ven claramente reflejados en menores costos de financiamiento para el Gobierno Federal.

El resultado de estas operaciones pone de manifiesto el avance que se ha logrado en el desarrollo del mercado local de deuda, el cual se ha establecido como una fuente de financiamiento eficiente para el Gobierno Federal y otros emisores.

Reaperturas y Permutas

En el PAF 2011 se anunció que se continuaría instrumentando una política de reapertura de emisiones. De esta manera se busca mantener un número reducido de referencias con montos de circulación importantes, con el fin de promover la liquidez y eficiencia a lo largo de la curva de rendimientos. Durante 2011 se realizaron reaperturas en los Bonos a Tasa Fija (M Bonos) y en los Udibonos y se han emitido nuevas referencias a través de las colocaciones sindicadas.

En el PAF 2011 se anunció que se continuaría con el uso regular de las 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 convertirse en referencias líquidas, iii) evitar posibles distorsiones derivadas de la elevada concentración en algunas emisiones; al tiempo que se promueve el uso de las mejores prácticas entre los intermediarios financieros y los distintos participantes del mercado. De manera adicional se anunció que se analizaría la posibilidad de instrumentar permutas en la parte corta de la curva en las que se reciban Bonos a Tasa Fija de corto plazo entregando Cetes, con el objetivo de manejar de una forma más eficiente el perfil de vencimientos y corregir posibles distorsiones en la curva de rendimientos.

Conforme a lo anterior, durante los primeros 11 meses del año se han realizado operaciones de permuta por un monto aproximado de 51,689.6 mdp². Estas operaciones se realizaron durante los meses de febrero, marzo, mayo, junio, agosto y septiembre e involucraron Bonos a Tasa Fija, Udibonos y Cetes.

² Monto asignado a valor nominal.

RESUMEN PERMUTAS*

FECHA SUBASTA	MONTO MÁXIMO OBJETIVO (MDP o MDU)	EMISIÓN OBJETIVO	MONTO COMPRADO A VALOR NOMINAL (MDP o MDU)	MONTO ASIGNADO A VALOR NOMINAL (MDP o MDU)	EMISIÓN LIQUIDACIÓN
16-feb-11	10,000	M 161215 M 171214 M 181213 M 200611 M 231207	224 1,230 514 5,191 1,748	10,000	M 210610
TOTAL			8,906	10,000	
30-mar-11	10,000	M 110623	10,000	10,553 0	BI 110922 BI 120308
TOTAL			10,000	10,553	
11-may-11	10,000	M 110623	5,500	5,934 0	BI 120308 BI 120503
TOTAL			5,500	5,934	
18-may-11	2,000	S 171214 S 190613	751 720	1,647	S 201210
TOTAL			1,472	1,647	
29-jun-11	10,000	M 151217 M 161215 M 171214 M 181213 M 200611	0 75 452 435 8,000	10,000	M 210610
TOTAL			8,962	10,000	
17-ago-11	10,000	M 141218 M 150618 M 151217 M 161215	734 9,201 73 0	10,000	M 160616
TOTAL			10,008	10,000	
31-ago-11	2,000	S 171214 S 190613	67 118	205	S 201210
TOTAL			185	205	
28-sep-11	10,000	M 150618 M 161215 M 171214	2,722 621 0	3,350	M 160616
TOTAL			3,343	3,350	

*Enero –Septiembre, Fuente: SHCP.

Nota: Algunas sumas pueden no coincidir debido al redondeo.

Programa de Venta de Títulos en Directo (cetesdirecto)

Con el fin de promover un mayor acceso y uso de servicios financieros por parte de la población, en noviembre de 2010 se lanzó el programa de *cetesdirecto*. Uno de sus objetivos es ofrecer a amplios segmentos de la población la oportunidad de ahorrar y acrecentar su patrimonio, a través de la inversión en instrumentos gubernamentales de manera sencilla, segura y con montos accesibles. El programa de *cetesdirecto* representa una herramienta para formar un patrimonio, al tiempo que permite que los ahorradores puedan hacer frente a necesidades de liquidez.

El programa *cetesdirecto* permite a las personas físicas adquirir con un monto de inversión de sólo 100 pesos los instrumentos de deuda pública que ofrece el Gobierno Federal de manera regular. El ahorro se puede realizar en instrumentos de corto plazo como los Cetes, que van de 28 días a un año, y los M Bonos y Udibonos que van desde 3 y 5 años hasta el plazo de 30 años. El programa de *cetesdirecto* ofrece importantes beneficios, entre los que destacan: seguridad y ahorro con un monto inicial de inversión de sólo 100 pesos, sin costo de apertura, sin comisiones y además, con acceso a los mismos rendimientos que obtienen los grandes inversionistas.

Gracias a *cetesdirecto* se ha desarrollado una herramienta de educación e inclusión financiera para segmentos de la población que antes no eran atendidos adecuadamente. Desde su lanzamiento, el programa *cetesdirecto* ha recibido más de 3 millones 800 mil visitas en su portal; 38 mil personas se han registrado como usuarios y la inversión total en instrumentos financieros gubernamentales es cercana a los 500 mdp.

Durante 2011 se ha continuado con el esfuerzo para acercar el esquema de *cetesdirecto* a la población, así como con el mejoramiento de los servicios de *cetesdirecto*. Se adicionaron las opciones de Reinversión Automática y Ahorro Recurrente, además de la puesta en operación de una plataforma por medio de la cual los usuarios pueden ingresar al portal y operar desde sus teléfonos móviles, facilitando con ello el acceso al programa.

Adicionalmente, destaca por su importancia que desde el mes de octubre se presentó el esquema de Contratación Exprés, el cual permite a las personas abrir sus cuentas en *cetesdirecto* de manera simplificada, con montos de ahorro máximos de 3,000 udis mensuales por cliente. Con la Contratación Exprés se facilita considerablemente el acceso al ahorro a través de *cetesdirecto* ya que no es necesario contar con la Firma Electrónica Avanzada (FIEL), ni acudir personalmente a una sucursal. Con la Contratación Exprés, la gente que desee contratar *cetesdirecto* puede hacerlo a través del portal cetesdirecto.com y únicamente necesita proporcionar sus datos y los de su cuenta bancaria para empezar a ahorrar.

Cuadro 2. Contratación en el Programa de *cetesdirecto*

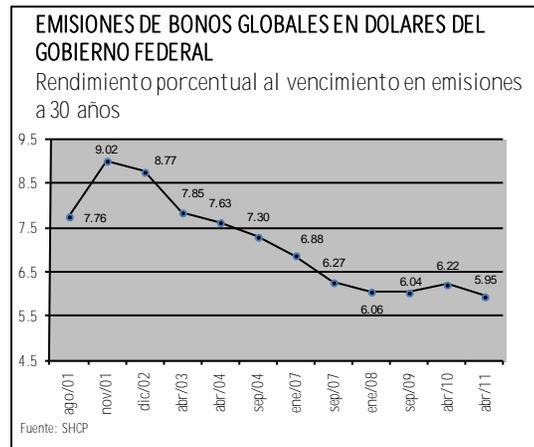
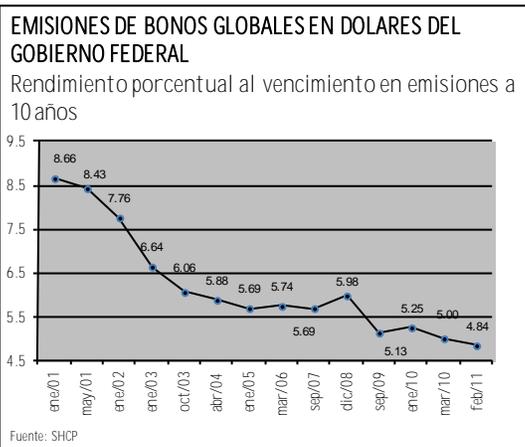
Actualmente existe la posibilidad de contratarse a través de tres vías:

1. **Firma Electrónica Avanzada (FIEL).** Ingresando información personal, de manera similar como se hace para cualquier otro servicio bancario, y a través de internet firmar el contrato electrónicamente utilizando la FIEL, expedida entre otros por el Servicio de Administración Tributaria (SAT). Cuando las personas se contraten vía FIEL, es necesario que digitalicen (escaneen) un estado de una cuenta bancaria, el cual deberá corresponder a la cuenta de banco ingresada durante el registro en el sistema. El archivo electrónico se deberá adjuntar al momento de realizar su registro.
2. **Sucursal de Bansefi.** El primer paso es el pre-llenado de la solicitud, ya sea vía internet o a través del Centro de Atención Telefónica. Posteriormente, en la sucursal se imprime el contrato y se firma de manera presencial.
3. **Contratación Exprés.** Por medio del portal *www.cetesdirecto.com*, proporcionando únicamente datos y teniendo una cuenta bancaria, las personas pueden contratar y obtener todos los beneficios del programa *cetesdirecto*, siguiendo únicamente los tres siguientes pasos:
 - a) Ingresar al portal de internet y accionar (dar click) en la leyenda “¡Regístrate aquí!” para crear un usuario y una contraseña.
 - b) Iniciar sesión desde el portal con su nuevo usuario y contraseña y seguir los pasos indicados para llenar los campos con sus datos personales.
 - c) Seleccionar Contratación Exprés, leer el contrato, accionar (dar click) en “Firma electrónica exprés” y finalizar la contratación.

II.1.2. Deuda Externa

Conforme a lo establecido en el PAF 2011, la estrategia de endeudamiento externo ha estado dirigida a complementar las fuentes locales de financiamiento, buscando ampliar las fuentes de financiamiento y la base de inversionistas del Gobierno Federal en condiciones favorables. En este esfuerzo se busca financiamiento tanto en los mercados financieros internacionales como a través de Organismos Financieros Internacionales y otras instituciones de desarrollo.

En lo que se refiere a la deuda externa de mercado, es importante resaltar los rendimientos obtenidos en las colocaciones realizadas por el Gobierno Federal, que en 2011 resultaron en niveles históricamente bajos. Las colocaciones realizadas permitieron aprovechar las condiciones de liquidez que prevalecieron en los mercados internacionales para emisores de alta calidad crediticia y buenas perspectivas económicas.



Colocaciones en los mercados internacionales

- Durante el mes de febrero, el Gobierno Federal colocó un Bono Global en los mercados internacionales de capital por un monto total de 1,000 millones de dólares (mdd), con un plazo al vencimiento de 10 años, un cupón de 5.125 por ciento y un rendimiento al vencimiento de 4.84 por ciento, lo que representó un diferencial con respecto a los Bonos del Tesoro Norteamericano (BTN) de 123 puntos base. La reapertura de este bono se llevó a cabo en condiciones favorables para el Gobierno Federal, toda vez que el costo de financiamiento logrado con esta colocación de deuda es el más bajo que se haya obtenido en la historia para este plazo.
- Durante el mes de abril, el Gobierno Federal realizó una emisión en los mercados de capital por un monto total de 1,000 mdd, mediante la reapertura del Bono Global con vencimiento en 2040, originalmente colocado en enero de 2008. El bono se colocó con un cupón de 6.05 por ciento y un rendimiento al vencimiento de 5.95 por ciento, lo que representó un diferencial con respecto a los BTN a 30 años de 135 puntos base. Es importante señalar que el costo del financiamiento logrado con esta colocación de deuda es el más bajo que haya obtenido el Gobierno Federal en la historia de este plazo.
- En el mes de agosto, el Gobierno Federal realizó una emisión en los mercados de capital por un monto total de 1,000 mdd, mediante la reapertura del Bono Global con vencimiento en 2110 y cupón del 5.75 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 5.96 por ciento con lo cual el costo del financiamiento logrado con esta colocación de deuda es menor al obtenido por el Gobierno Federal en la colocación inicial de este título en octubre de 2010 que fue de 6.1

por ciento. Lo anterior pone de manifiesto la confianza de los inversionistas en la política económica instrumentada y en particular en las medidas para fortalecer los elementos fundamentales de la economía nacional. Cabe señalar que esta colocación se realizó tres días después de que la calificadora *Standard & Poor's* revisara a la baja la calificación soberana de los Estados Unidos, lo que provocó una alta volatilidad en los mercados financieros internacionales. Esto ilustra la perspectiva positiva que tienen los inversionistas sobre el riesgo de crédito del Gobierno Federal.

Emisiones del Gobierno Federal Durante 2011

Fecha	Monto	Plazo (años)	Rendimiento al Vencimiento	Diferencial sobre BTN*	Observaciones
Febrero	1,000 mdd	10	4.84%	123	El costo del financiamiento logrado en esta colocación es el más bajo que se haya obtenido en la historia de este plazo.
Abril	1,000 mdd	30	5.95%	135	El costo del financiamiento logrado en esta colocación es el más bajo que se haya obtenido en la historia de este plazo.
Agosto	1,000 mdd	100	5.96%	-	Es la segunda colocación a este plazo, su costo de financiamiento resultó menor al obtenido en su colocación inicial en octubre de 2010.

Fuente: SHCP

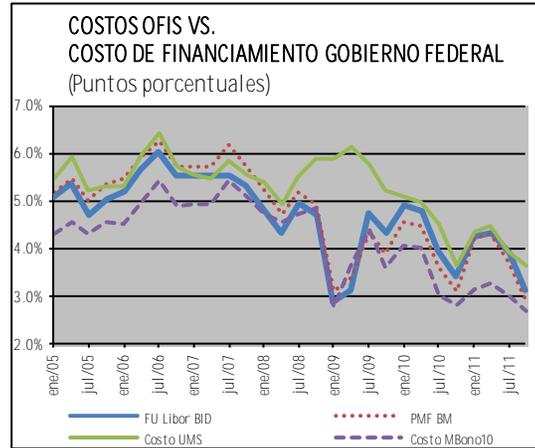
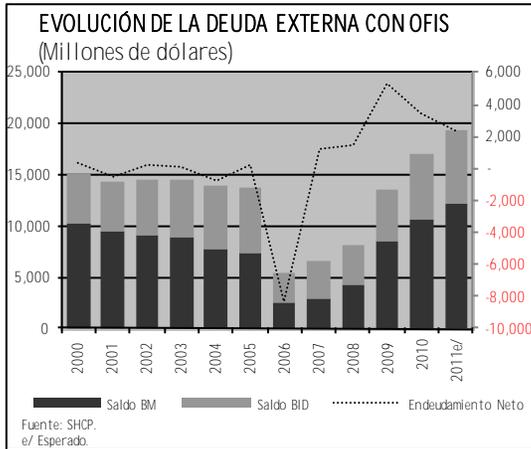
* BTN: Bonos del Tesoro Norteamericano.

Créditos Multilaterales y Bilaterales

En el PAF 2011 se anunció que el endeudamiento neto con los Organismos Financieros Internacionales sería de 2,500 mdd, cifra que permite mantener espacio disponible de fondeo con estas instituciones. Este endeudamiento tiene la característica de puede ser utilizado cuando las condiciones de mercado no sean propicias para acceder a otras fuentes de financiamiento.

En el periodo enero – noviembre de 2011 el endeudamiento neto del Gobierno Federal con los Organismos Financieros Internacionales será de 1,032.5 mdd, se estima un endeudamiento adicional durante diciembre de 1,268.6 mdd con lo cual el endeudamiento neto en el año será de 2,301.1 mdd. Los proyectos apoyados por los Organismos Financieros Internacionales durante 2011 son los siguientes: educación, agricultura, financiero, vivienda, medio ambiente, de conocimiento e innovación tecnológica, combate a la pobreza, apoyo a la pequeña y mediana empresa y fortalecimiento de estados y municipios; destacando los apoyos a los programas de Oportunidades, Seguro Popular y Sustitución de Focos y Electrodomésticos.

Se estima que al cierre del 2011 el saldo de la deuda con los Organismos Financieros Internacionales será de 19,296.3 mdd. La deuda con OFIs es considerada como un elemento estratégico en el manejo de la deuda pública ya que en periodos de volatilidad en los mercados financieros internacionales, en donde se restringe el flujo de crédito, el crédito de los OFIs es una fuente estable de recursos con un costo moderado.

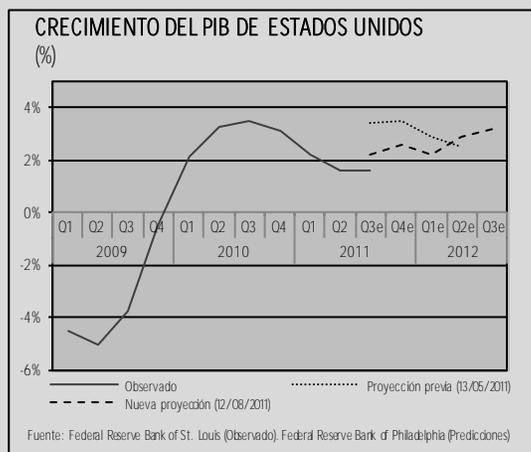


Asimismo, en el PAF 2011 se anunció la contratación de créditos con Agencias de Crédito a la Exportación (ACEs) aprovechando las ventajas de este tipo de créditos para el financiamiento de proyectos del Gobierno Federal. Conforme a lo anterior, se estima un endeudamiento neto con las ACEs de 287.8 mdd durante 2011.

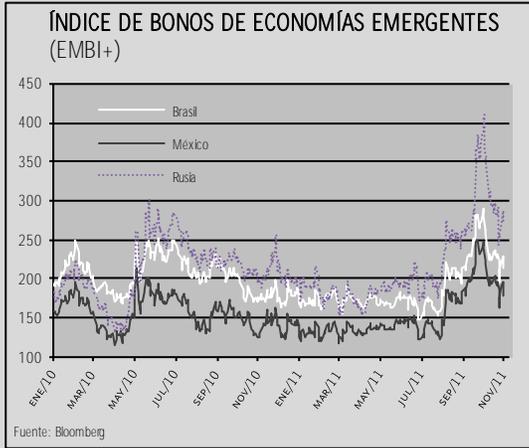
Cuadro 3. Evolución del Riesgo de Crédito de México

El escenario base sobre el que se ha desarrollado la estrategia de financiamiento para 2012 considera un entorno de crecimiento en la economía de los Estados Unidos por debajo del potencial y está sujeto a diversos factores de riesgo. En particular, el comportamiento de los mercados internacionales y las condiciones de acceso al financiamiento han estado afectados por:

1. Un deterioro en las perspectivas de crecimiento mundial. Para México es particularmente relevante el menor ritmo de actividad económica que se prevé en los Estados Unidos. En la medida en la que la economía global se ajuste de manera ordenada a un posible escenario de desaceleración, se anticipa que el costo del financiamiento se ubicaría en niveles bajos y acordes con el ajuste cíclico de la economía.



2. La incertidumbre asociada a la crisis de deuda soberana en Europa, que ha propiciado importantes fluctuaciones en el apetito por riesgo en los mercados financieros internacionales y ajustes de portafolio considerables. Si bien el epicentro de la volatilidad se ubica en torno a los mercados europeos y la solvencia de sus instituciones de crédito, sus efectos sobre el resto de los mercados internacionales se han intensificado. En particular, el índice de riesgo país EMBI+ de los países emergentes ha mostrado un deterioro (ver gráfica del EMBI+ en distintas regiones). Al respecto, el costo por protección de incumplimiento de crédito soberano (CDS) de países latinoamericanos ha aumentado en las últimas semanas. En el caso de México cabe señalar que en fechas recientes dicho costo se ha ubicado en niveles inferiores a los de otros países con calificación crediticia superior, como Francia.

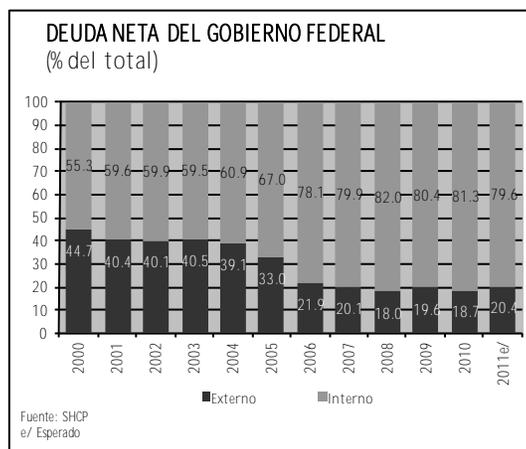
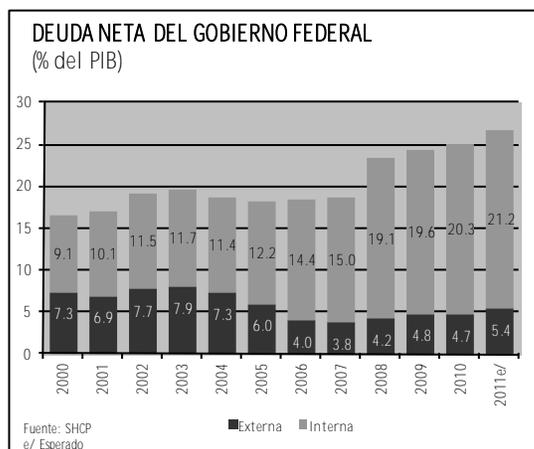


La crisis de deuda soberana que atraviesan varios países de Europa ha incrementado la volatilidad en los mercados financieros internacionales. Esta volatilidad se ha reflejado en la evolución de algunas variables financieras del país. Sin embargo, la disciplina en el manejo de las finanzas públicas, la estabilidad macroeconómica y las acciones de política adoptadas en México han permitido disminuir los efectos de la reciente inestabilidad financiera internacional.

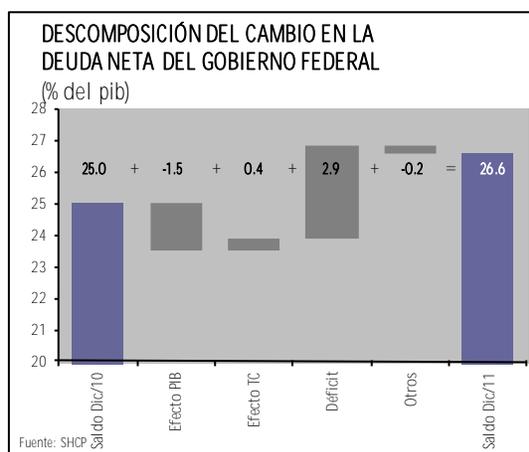


II.2. Indicadores de Costo y Riesgo

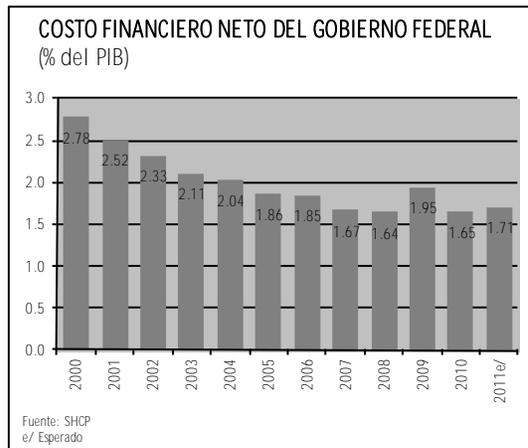
Como resultado de la postura de finanzas públicas aprobada por el Congreso y de la política de crédito público adoptada, se estima que la deuda neta del Gobierno Federal como proporción del PIB se ubicará al cierre del año en 26.6 por ciento. Dentro de la deuda total se estima que la deuda externa representará el 5.4 por ciento del PIB y el 20.4 por ciento de la deuda total.



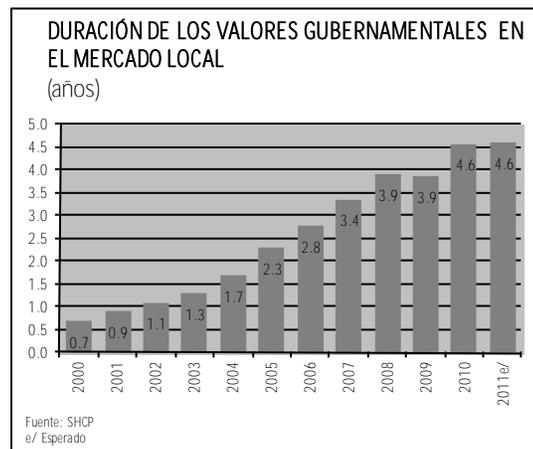
El incremento estimado en la deuda neta del Gobierno Federal de 1.6 puntos porcentuales del PIB del cierre de 2011 respecto al cierre de 2010 se explica principalmente por el financiamiento del déficit del Gobierno Federal estimado y el efecto de la depreciación del tipo de cambio.



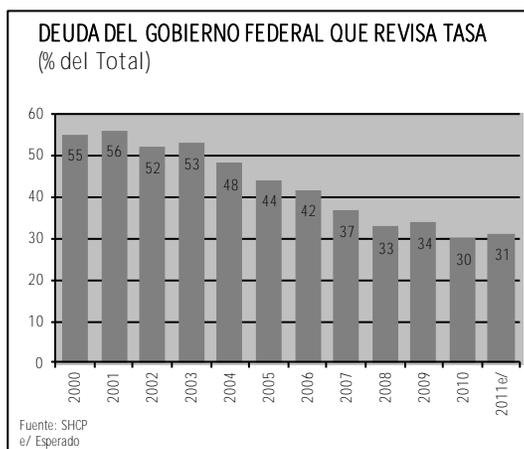
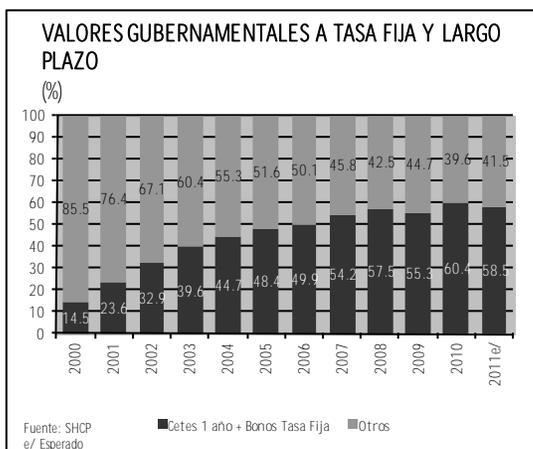
Por su parte, el costo financiero del Gobierno Federal, que incluye el pago de intereses y comisiones de la deuda pública, así como las erogaciones asociadas a los programas de apoyo a ahorradores y deudores de la banca, ha mantenido una tendencia estable en los últimos años y se estima que al cierre de 2011 será de 1.71 por ciento del PIB.



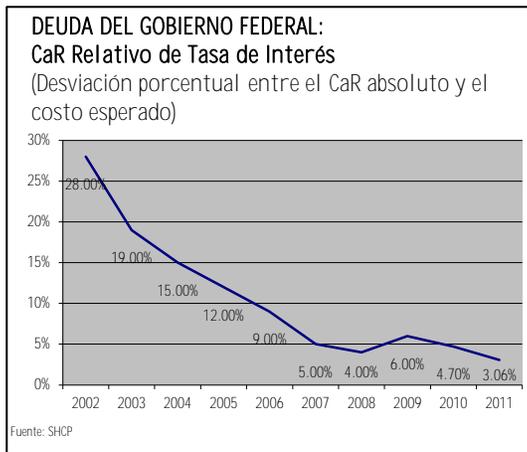
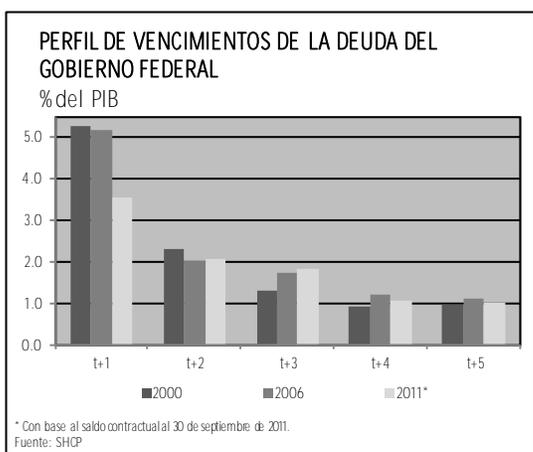
El plazo promedio de la deuda interna así como su duración han mostrado una tendencia estable y gradual al alza en los últimos años, debido a la mayor importancia de los instrumentos de largo plazo dentro de la captación. En este sentido, se espera que el plazo promedio del portafolio sea de 7.6 años mientras que la duración se mantenga en niveles de 4.6 años al cierre de 2011.



Asimismo, se ha mantenido la estrategia de aumentar la colocación de instrumentos a largo plazo, lo que ha dado como resultado una mayor participación de los valores gubernamentales nominales a tasa fija a plazo mayor a un año en el saldo de los valores gubernamentales. Este indicador representará el 58.5 por ciento del total de valores para el cierre de 2011. Por su parte, los valores denominados en Udis representarán 22.3 por ciento. La suma de los Bonos a Tasa Fija y Udibonos explica el 77.0 por ciento del total. Por otra parte, la deuda total del Gobierno Federal que revisa tasa se estima pasará de 30 por ciento en 2010 a 31 por ciento en 2011.



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 deuda externa del Gobierno Federal. Respecto al Costo en Riesgo (CaR) de la deuda del Gobierno Federal, éste se redujo en 2011 respecto al de 2010 (ver Cuadro 4).



Cuadro 4. Metodología del Cálculo del CaR.

Definición del CaR

El Costo en Riesgo (CaR) mide el costo por intereses de un portafolio de deuda con un nivel de confianza predeterminado. En particular, para el ejercicio presentado se considera el costo del portafolio de deuda del Gobierno Federal al 95% de confianza. El CaR utilizado es la medida de costo por intereses de la deuda para un periodo de doce meses 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 ¹. El CaR Relativo es una medida de estrés sobre el costo financiero esperado y se reporta como la desviación porcentual entre el costo máximo con cierto grado de confianza (al 95%, en este caso) y el costo medio esperado. A su vez, el CaR Relativo Extremo se define como la desviación porcentual entre un *costo extremo superior* y el costo medio esperado de la distribución completa (el costo superior para el caso presentado es el valor medio dentro del rango de 5% de costos más altos de la distribución).

Metodología del CaR

El cálculo del CaR se realiza con dos metodologías. La primera es una metodología paramétrica, es decir, hace uso de un modelo explícito y estiman parámetros que permiten pronosticar tanto las curvas de rendimientos como los tipos de cambio. La segunda, es una metodología no paramétrica, la cual simula las curvas de rendimientos y tipos de cambio únicamente con información histórica empírica de estas variables. Para el portafolio de deuda del Gobierno Federal se estima el CaR Relativo de tasa de interés para la deuda interna y el CaR Relativo de tipo de cambio para la deuda externa, ambos para los mismos doce meses y para ambas metodologías.

1. Metodología Paramétrica del CaR

Esta metodología tiene tres elementos esenciales:

- Se estima un modelo que permite estimar la curva de rendimientos, para lo cual se utiliza el modelo de Cox, Ingersoll y Ross (1985)².
- Con base en la estimación del CIR se simulan 10,000 escenarios de curvas de rendimientos para cada punto del tiempo. Esto permite obtener 10,000 simulaciones de los costos por intereses futuros, y por lo tanto una distribución de probabilidad de los mismos.
- Con la distribución de costos estimada se obtiene un valor del costo al 95% de confianza.
- El CaR Relativo de tasa de interés es la diferencia porcentual entre el costo resultante en el percentil 95 de la distribución y el costo esperado (media de la distribución).

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

- i) las tasas de rendimiento históricas de los instrumentos que componen el portafolio de deuda actual,
- ii) las características del portafolio de deuda actual y
- iii) las proyecciones de emisión para el periodo de medición del costo.

CaR Relativo de Tasa de Interés

Dentro de la metodología paramétrica, el CaR relativo de tasa de interés para la deuda interna del Gobierno Federal se calcula mediante los siguientes pasos:

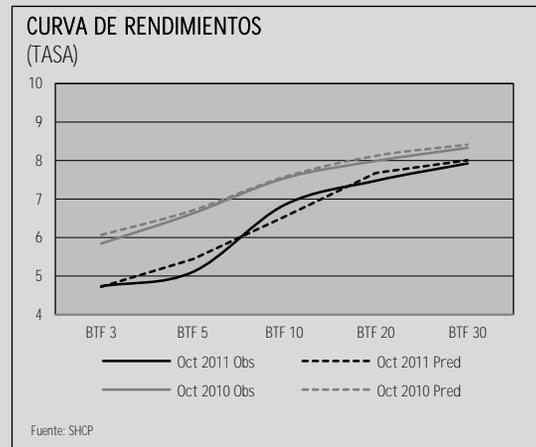
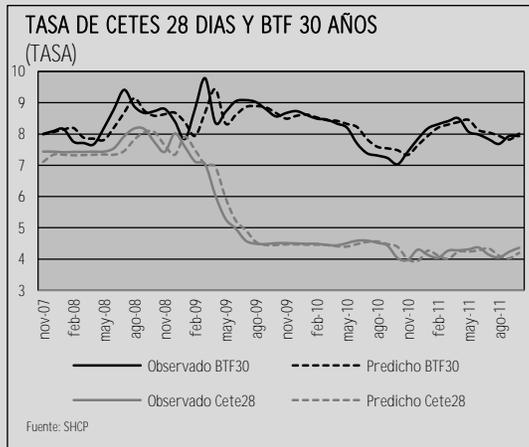
- De forma independiente, se simulan las tasas de interés mediante el Modelo de Cox, Ingersoll y Ross (1985), el cual modela las tasas de interés de acuerdo con la siguiente ecuación:

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

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

- Se estiman los parámetros del modelo siguiendo la tecnología utilizada en Overbeck y Rydén (1997)³.
- Con los parámetros estimados del Modelo CIR, se estima la evolución de la curva de tasas de interés de forma mensual (una curva por cada mes) para los 12 meses siguientes, lo que representa un escenario de tasas y por lo tanto, al considerar el portafolio de deuda del Gobierno Federal, un costo esperado para los próximos 12 meses.
- Este procedimiento se simula 10,000 veces para obtener una distribución completa de costos que podrían enfrentarse ante diferentes realizaciones del componente aleatorio del modelo CIR.

Para ilustrar la capacidad de ajuste del modelo de tasas y tipos de cambio, a continuación se presentan gráficas del ajuste de las predicciones de las curvas de rendimientos y los tipos de cambio.

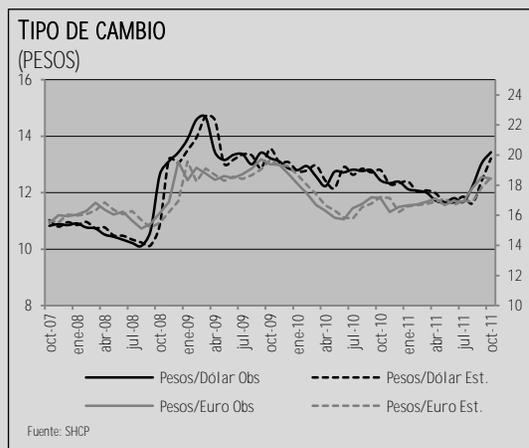
*CaR Relativo para la Deuda Externa*

Dentro de la metodología paramétrica, el CaR relativo de tipo de cambio para la deuda externa del Gobierno Federal, medida en pesos, se calcula mediante los siguientes pasos:

- El valor futuro de los tipos de cambio pesos/dólar, pesos/euro, pesos/dólar-canadiense y pesos/yen se estima ajustando modelos ARIMA (*Autorregressive Integrated Moving Average*). Estos modelos utilizan la serie de tiempo observada en cada moneda para pronosticar los valores futuros.

- Los parámetros del modelo estimado para cada moneda permiten pronosticar la trayectoria observada de la misma para los próximos 12 meses.
- Utilizando el componente aleatorio del modelo se simulan 10,000 escenarios distintos para cada conjunto de tipos de cambio.
- Cada escenario implica un costo asociado al portafolio de deuda externa del Gobierno Federal. Con los 10,000 escenarios es posible calcular una distribución simulada de costos.
- El CaR Relativo de tasa de interés es la diferencia porcentual entre el costo resultante en el percentil 95 de la distribución y el costo esperado (media de la distribución).

El ajuste de las predicciones de los modelos ARIMA se presenta en la siguiente gráfica.



2. Metodología No Paramétrica del CaR

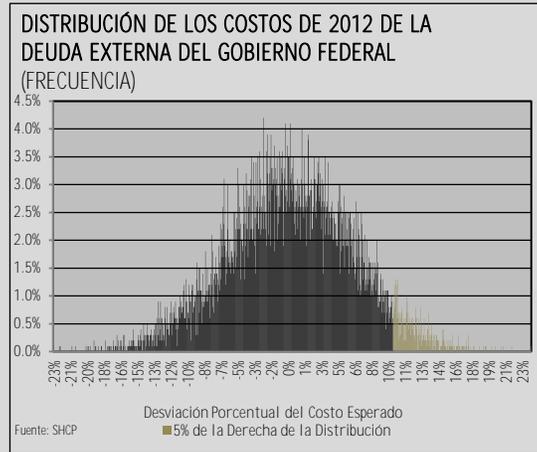
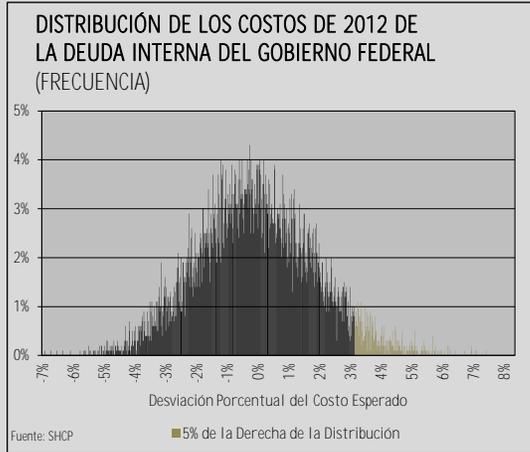
A diferencia de la metodología paramétrica, esta metodología no hace uso de un modelo explícito para la estimación de las curvas de rendimiento futuras o el tipo de cambio, los cuales se calculan únicamente con información empírica. En particular, esta metodología puede resumirse en los siguientes puntos:

- Se utiliza la información observada histórica de los rendimientos de los bonos y de los tipos de cambio que afectan el portafolio de deuda del Gobierno Federal.
- La información empírica presenta los cambios observados de cada una de las variables (cambio en rendimientos de los bonos, depreciación de las monedas) en cada periodo de tiempo.
- Se utilizan los cambios (choques) observados como fuente de información para seleccionar aleatoriamente nuevos choques (*bootstrapping*), los cuales generarán curvas de rendimientos futuras y los tipos de cambio futuros.
- La obtención de las curvas de rendimientos y los tipos de cambio futuros permiten calcular el costo financiero de la deuda del Gobierno Federal. La medida del costo financiero incluye el portafolio de deuda actual y el programa de emisiones de 2012.
- Simulando este proceso 10,000 veces se obtiene una estimación de la distribución del costo financiero para la deuda interna y externa. Finalmente, se calcula el CaR Relativo con la definición proporcionada anteriormente.

3. Distribuciones de Costo

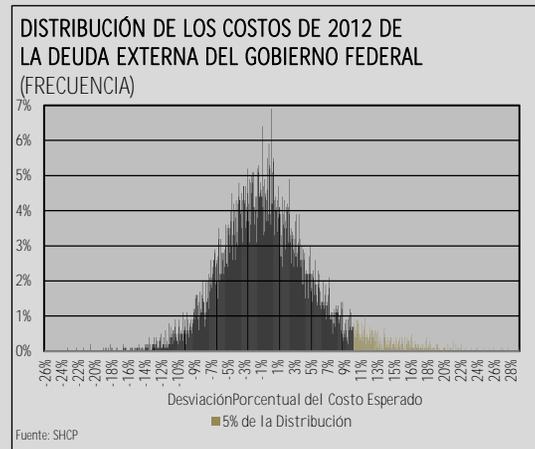
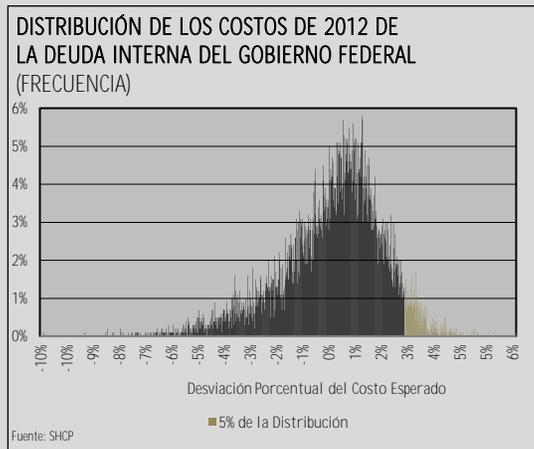
Se presentan a continuación las distribuciones de costo financiero obtenidas bajo ambas metodologías. Este ejercicio ilustra los principales resultados de ambas estimaciones.

Estimación Paramétrica



Estimación No Paramétrica

La distribución empírica de los costos se presenta a continuación. Relativo a la estimación paramétrica se observa que: i) para la deuda interna, la distribución de costos está sesgada a la izquierda, lo cual es resultado de la tendencia a la baja de las tasas de interés en la muestra utilizada (de noviembre 2006 a noviembre de 2011) y ii) para la deuda externa, la distribución está ligeramente sesgada a la derecha, lo cual es resultado de un mayor número de escenarios de depreciación extrema en los tipos de cambio. Estos resultados se describen en la sección de indicadores de costo y riesgo.



¹Se refiere al costo financiero para el periodo enero-diciembre.

²Cox C., J. Ingersoll y S. Ross, (1985). A Theory of the Term Structure of Interest Rates. *Econometrica*. Vol. 53.

³Overbeck L. y T. Rydén, (1997). Estimation in the Cox-Ingersoll- Ross Model. *Economic Theory*. Vol. 13.

III. POLÍTICA DE CRÉDITO PÚBLICO EN 2012.

El marco macroeconómico que se prevé para 2012 ha sido delineado en los Criterios Generales de Política Económica y en la Ley de Ingresos y el Presupuesto de Egresos de la Federación aprobados por el Congreso. Es importante destacar que para 2012 se prevé que se mantenga un entorno internacional caracterizado por una marcada incertidumbre, de la cual destacan dos factores de riesgo. Por un lado, si se profundiza la desaceleración económica global y ésta se presenta de manera ordenada, podría mantenerse la tendencia en los activos de menor riesgo hacia menores tasas de interés. El segundo factor de riesgo está asociado a la evolución de la crisis de deuda soberana en Europa. Actualmente, el manejo de la deuda y de la política fiscal adoptada en diversos países de la zona Euro, así como la falta de una estrategia que el mercado perciba como efectiva para contrarrestar el aumento en el riesgo de crédito de estos países, podría afectar considerablemente a los mercados internacionales, dificultando el acceso al financiamiento.

Tomando como referencia el escenario base y los factores de riesgo descritos, la política de crédito público para el próximo año se orientará a cubrir las necesidades de financiamiento del Gobierno Federal proponiendo un balance de deuda interna y externa que reduzca los costos de financiamiento a lo largo del tiempo con un nivel de riesgo prudente, que considere posibles escenarios extremos, al tiempo que preserve la diversidad de acceso al crédito y fortalezca el mercado local de deuda. Por ello, se seguirá promoviendo una estructura de pasivos públicos que permita mantener un portafolio de instrumentos con características de bajo costo y riesgo, que sea sostenible a lo largo del tiempo y permita cubrir las necesidades de financiamiento del sector público ante un entorno internacional incierto y volátil.

La estrategia de endeudamiento para 2012 contempla financiar la mayor parte del déficit del Gobierno Federal en el mercado interno, privilegiando la emisión de instrumentos de mediano y largo plazo, tanto los nominales como indizados a la inflación, buscando con esto seguir alargando el plazo de la deuda interna. En el ámbito externo se plantea utilizar los mercados internacionales de capital de manera complementaria, cuando las condiciones de acceso al financiamiento sean favorables y permitan ampliar y diversificar la base de inversionistas.

III.1. Requerimientos Financieros del Gobierno Federal y Estrategia de Financiamiento para 2012

III.1.1. Requerimientos Financieros del Gobierno Federal

Conforme a las metas fiscales delineadas en La Ley de Ingresos para el Ejercicio Fiscal 2012, se estableció un déficit del Sector Público presupuestario, que implica un déficit del Gobierno Federal de 413,780.1 mdp y un superávit de los organismos y entidades del Sector Público por un monto de 44,893.6 mdp. Al respecto, el Congreso aprobó un monto de endeudamiento interno neto del Gobierno Federal por 435,000 millones de pesos y autorizó un monto de endeudamiento neto externo para el Sector Público de 7 mil millones de dólares. Es importante mencionar, al igual que en años anteriores, que 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 al 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 2012 como proporción del PIB, se estiman en 2.7 por ciento. De esta forma, las necesidades brutas de financiamiento del Gobierno Federal en 2012, las cuales cubren tanto los vencimientos como el endeudamiento neto, se estiman en 8.1 por ciento del PIB.

NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO DEL GOBIERNO FEDERAL*

	2011		2012	
	% del PIB	% del Total	% del PIB	% del Total
1. Endeudamiento Neto ^{1_/2_/}	2.5	33.1	2.7	33.9
2. Amortizaciones	5.1	66.9	5.3	66.1
Deuda Externa	0.2	3.0	0.1	1.8
Bonos	0.2	2.2	0.1	1.1
OFIS	0.1	0.7	0.1	0.7
Otros	0.0	0.0	0.0	0.1
Deuda Interna	4.9	63.9	5.2	64.3
Valores	4.8	62.0	5.2	64.9
Cetes ^{3_/}	2.8	36.3	3.0	37.7
Bondes	-	-	-	-
Bondes D	0.1	1.4	0.3	3.4
Bonos TF	1.6	21.3	1.4	17.1
Udibonos	0.2	3.0	0.5	6.7
Otros pasivos ^{4_/}	0.0	0.4	0.0	-0.6
LISSTE	0.1	1.5	0.0	0.0
3. TOTAL (1+2)	7.7	100.0	8.1	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 2012

III.1.2.1 Endeudamiento Interno

Durante 2012, la política de crédito público estará dirigida a implementar una estrategia de colocación que satisfaga los requerimientos de financiamiento del Gobierno Federal acorde con la demanda de valores gubernamentales por parte de inversionistas locales y extranjeros, promoviendo la liquidez y el buen funcionamiento del mercado de deuda local. 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 consolidando el programa de venta de títulos gubernamentales en directo a personas físicas.

De manera específica, el PAF 2012 comprende las siguientes líneas de acción:

1. Obtener el financiamiento requerido promoviendo la eficiencia y el buen funcionamiento de los mercados locales.
2. Fortalecer la liquidez y la eficiencia en la operación y en el proceso de descubrimiento de precios de los instrumentos del Gobierno Federal en sus distintos plazos.
3. Fortalecer el desarrollo del mercado de instrumentos a tasa real.
4. Consolidar el acceso directo de personas físicas al mercado primario de valores gubernamentales a través del programa [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 2012, el Gobierno Federal continuará realizando colocaciones sindicadas para introducir nuevos bonos de referencia y se contempla realizar reaperturas de dichas emisiones a fin de tener un monto en circulación importante en cada una de las referencias, con el fin de promover la liquidez y un funcionamiento adecuado de estos instrumentos a lo largo de la curva de rendimientos.

Para los instrumentos con plazos de 5, 10 y 30 años se emitirá una nueva referencia en 2012 a través del proceso de colocación sindicada de deuda. Por otro lado, en las referencias a 3 y 20 años, se utilizará la política de reapertura de los instrumentos existentes.

La política de colocación para el próximo año buscará orientar la oferta de valores gubernamentales a las necesidades de financiamiento del Gobierno Federal y a la demanda de los distintos participantes en el mercado local, inversionistas tanto internos como externos.

La política de reapertura de Bonos a Tasa Fija denominados en pesos consiste en emitir un nuevo instrumento y reabrirlo durante las subastas subsecuentes, 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.

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. 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.

Política de Endeudamiento con Instrumentos Denominados en Udis

Para el 2012, 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 que se anticipa tendrán los instrumentos indizados a la inflación, resultado, en parte, de la reforma de pensiones del ISSSTE. Lo anterior ha propiciado una mayor acumulación de recursos en las cuentas individuales y la adquisición de rentas vitalicias por parte de los pensionados.

La colocación de Udibonos seguirá siendo un componente de gran importancia en la estrategia de manejo de deuda pública. Al 28 de noviembre de 2011, la importancia relativa de estos instrumentos en el portafolio total de deuda interna fue de 25 por ciento. Al respecto, es previsible que dicha participación continúe aumentando de manera gradual, dado el plazo y ritmo de colocación actual.

El Gobierno Federal se ha dado a la tarea de diseñar una estrategia de emisión que se adapte mejor a la demanda esperada por títulos indizados a la inflación y al mismo tiempo contribuya a mejorar el funcionamiento de este mercado y atienda las necesidades de los inversionistas. Actualmente, los Udibonos 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 indizada 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. Durante el 2012 se reabrirán emisiones existentes para las referencias a 3 y 30 años, mientras que para el plazo de 10 años se tiene contemplado emitir una nueva referencia 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 implementar una facilidad que fomentará una mayor actividad en el mercado de instrumentos segregados de Udibonos (Strips, por sus siglas en inglés)³. Ello con el objetivo de facilitar el calce entre activos y pasivos y las necesidades de duración de los inversionistas institucionales que participan activamente en los instrumentos denominados en Udis.

Política de Endeudamiento con Certificados de la Tesorería de la Federación (Cetes)

Los instrumentos de deuda de corto plazo, como son los Cetes cumplen con varias funciones, entre las que destacan: i) ofrecer una referencia de tasa de interés de corto plazo para el mercado y, ii) contar con un instrumento de financiamiento que contribuya a la administración de tesorería y manejo de caja a fin de cubrir las necesidades de recursos de corto plazo. Para poder cumplir cabalmente con el objetivo de administrar de mejor manera la liquidez, en 2012 se pondrá en marcha una nueva mecánica para determinar el monto a subastar de los Cetes a 28 y 91 días. En particular, cada trimestre se anunciará el monto promedio semanal a subastar, esto permitiría que la cantidad de títulos de Cetes a 28 y 91 días pudiera ser mayor o inferior a la cantidad promedio anunciada, cuando así se requiera para el manejo de liquidez de corto plazo.

Adicionalmente, se establecerá un monto mínimo a colocar cada semana a fin de mantener la importancia de la subasta de Cetes a 28 y 91 días como tasa de interés de referencia en el mercado. En particular, la subasta mínima de dichos instrumentos será al menos del 50 por ciento del promedio semanal anunciado.

³ Strips: Separate Trading of Registered Interest and Principal Securities

Debe resaltarse que mediante este mecanismo de colocación, si bien los montos semanales a subastar de los Cetes a 28 y 91 días podrán variar, el monto total a subastar durante el trimestre será fijo y determinado con anticipación en los calendarios trimestrales, preservando con esto el orden de magnitud relativo en la oferta total de títulos a colocar cada trimestre, como se ha realizado durante los últimos años.

Es importante destacar que con el mecanismo descrito mejorará el manejo de la liquidez en el mercado de dinero sin afectar la claridad y transparencia que ha prevalecido en los anuncios de colocación trimestrales y que le han permitido al mercado conocer la oferta de títulos a colocar el trimestre siguiente.

Medidas para Continuar Mejorando la Eficiencia en la Operación y el Descubrimiento de Precios en el Mercado de Deuda

El uso de las operaciones sindicadas como complemento a las subastas semanales de valores gubernamentales ha probado ser una herramienta útil para que las nuevas emisiones de referencia alcancen un monto importante desde su colocación inicial, y con ello se incrementa considerablemente su liquidez en el mercado secundario, al contar con un mayor monto en circulación y con una base de inversionistas más amplia.

Por otro lado, la implementación del mecanismo de subasta sindicada, permite mejorar el proceso de descubrimiento de precios manteniendo una adecuada distribución de los títulos entre la base de inversionistas. Tomando en consideración lo anterior, el Gobierno Federal tiene contemplado colocar a través de este método las nuevas emisiones de referencia de los bonos denominados en pesos y udis. En cada anuncio de colocación trimestral se dará a conocer si en ese periodo se llevará a cabo este tipo de operaciones.

Durante el 2012, el Gobierno Federal prevé continuar con el uso de las operaciones de permuta con tres propósitos fundamentales:

1. Suavizar el perfil de vencimientos y manejar de manera ordenada la parte corta de la curva de rendimientos.
2. Consolidar 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.

Por otro lado, en la medida que las condiciones del mercado lo permitan, durante el 2012 se continuará con el programa de recompras, como una estrategia complementaria a las permutas de valores gubernamentales para el manejo de la parte corta de la curva.

Segregación y Reconstitución de Instrumentos (Strips)

A partir de 2005 ha sido posible la segregación y reconstitución de bonos denominados en pesos y udis, con el fin de contar con instrumentos cupón cero a lo largo de la curva de rendimientos. El desarrollo del mercado de instrumentos segregables es un elemento que ofrece a los inversionistas una alternativa de inversión que les permite hacer una gestión más eficiente de sus portafolios. Durante el 2012, el Gobierno Federal implementará medidas que contribuyan al desarrollo del mercado de instrumentos segregables. En específico, y ante el potencial crecimiento del mercado de rentas vitalicias, se trabajará en una facilidad que permita a los participantes del mercado hacer un manejo más eficiente de sus portafolios mediante el uso de la segregación de estos instrumentos.

Programa de Venta de Títulos en Directo (cetesdirecto)

Durante 2012 se seguirá buscando facilitar la contratación y operación de los clientes de *cetesdirecto*, a través de una plataforma amigable y con mayores funcionalidades. En este sentido, se ofrecerán diversas alternativas de ahorro en valores gubernamentales, por medio de portafolios diseñados para cubrir las necesidades de los principales perfiles de los ahorradores e inversionistas.

III.1.2.2 Endeudamiento Externo

La estrategia de deuda externa en 2012 estará encaminada a alcanzar tres objetivos fundamentales:

- (i) Ampliar y diversificar las alternativas de financiamiento externo y del portafolio de deuda del Gobierno Federal.
- (ii) Mejorar los términos y condiciones del financiamiento externo.
- (iii) Desarrollar y fortalecer los bonos de referencia del Gobierno Federal.

Se prevé evaluar distintas fuentes de financiamiento, incluyendo la posible emisión de bonos en monedas distintas al dólar estadounidense, como yenes japoneses, euros y libras esterlinas para diversificar adecuadamente los pasivos públicos y contar con el acceso a los mercados financieros internacionales en condiciones favorables. Asimismo, se contempla la posibilidad

de realizar las operaciones de manejo de pasivos necesarias para fortalecer la estructura de la deuda pública y asegurar que las condiciones de acceso, costo y liquidez de la deuda sean amplias en un horizonte de mediano y largo plazo.

Deuda de Mercado

En los últimos años el Gobierno Federal ha reducido la importancia relativa de la deuda externa de mercado. No obstante, se ha mantenido un nivel de deuda que permite una adecuada diversificación de los pasivos públicos y mantiene el acceso a los mercados internacionales.

De esta manera, se ha puesto especial atención en procurar un adecuado comportamiento de la curva de rendimientos en dólares, misma que sirve como referencia indispensable para otros emisores del sector público y privado, además de otorgar a los inversionistas internacionales la oportunidad para manifestar su perspectiva del riesgo de crédito asociado a nuestro país.

En este contexto, durante 2012 las actividades de financiamiento en los mercados internacionales tendrán los siguientes objetivos:

1. Mejorar los términos y condiciones de la deuda externa de mercado.
2. Ampliar y diversificar la base de inversionistas del Gobierno Federal, considerando la presencia en los mercados internacionales de mayor importancia y profundidad.
3. Desarrollar y fortalecer los bonos de referencia del Gobierno Federal.
4. Mantener una comunicación clara y constante con los distintos inversionistas en los mercados financieros internacionales a fin de promover su participación en instrumentos de deuda del Gobierno Federal, tanto externos como internos.

En este sentido, durante el 2012 el Gobierno Federal buscará utilizar las fuentes de financiamiento externas en los mercados de capital tratando de obtener un costo de financiamiento adecuado y que contribuya a una mayor diversificación del portafolio total de deuda.

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 de manejo de pasivos, procurando que las emisiones de nuevas referencias alcancen el volumen suficiente para contar con una curva de rendimientos líquida y eficiente. Cabe señalar que las operaciones de financiamiento externo tienen como su principal destino al mercado estadounidense, debido a su profundidad y nivel de desarrollo respecto a otros mercados. Complementariamente, y en atención a las condiciones prevalecientes en los mercados internacionales, el Gobierno Federal buscará consolidar oportunidades de financiamiento en el

mercado europeo y asiático. Con respecto a estos mercados, el Gobierno Federal podría continuar llevando a cabo operaciones de financiamiento en euros y yenes japoneses, cuando el acceso a recursos pueda hacerse en condiciones favorables de costo y eficiencia, considerando los beneficios de diversificar el portafolio de deuda pública y de continuar con la ampliación de la base de inversionistas. Asimismo, se continuarán evaluando otras alternativas que se pudieran presentar en otros mercados, siempre y cuando los términos y condiciones del financiamiento sean adecuados.

En cuanto a las operaciones de manejo de pasivos, el Gobierno Federal mantendrá como objetivo principal optimizar el costo financiero de la deuda externa de mercado a lo largo del tiempo. En este sentido, el Gobierno Federal, podría realizar operaciones de manejo de pasivos, por medio de recompras, intercambios y emisión de warrants, entre otros. En particular, a través de este tipo de operaciones se puede reducir 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 son complementarias a la estrategia de financiamiento interno, es importante conservar suficiente flexibilidad en cuanto a las fechas de ejecución y a los plazos de la deuda a emitir, a fin de aprovechar las oportunidades que se presenten en los mercados internacionales. A su vez, el Gobierno Federal evaluará la utilización de instrumentos derivados con el objetivo de mejorar el perfil del financiamiento externo y optimizar el costo financiero de la deuda en un horizonte de mediano y largo plazo, considerando una amplia gama de escenarios posibles.

Deuda con Organismos Financieros Internacionales

En 2012 el financiamiento a través de OFIs seguirá siendo una fuente importante de recursos. A diferencia del endeudamiento a través del mercado de deuda – que en los ciclos de restricción de liquidez o de volatilidad en los mercados financieros tiende a restringirse y a encarecerse – el crédito con OFIs no presenta este comportamiento cíclico y por lo tanto es una fuente estable de recursos. Uno de los objetivos de estos organismos es precisamente aportar un factor de financiamiento contra-cíclico. Durante la crisis financiera de 2008-2009 los OFIs cumplieron adecuadamente con ser una fuente relativamente estable y barata de financiamiento. Para 2012 se tiene contemplado continuar con el acceso a este tipo de financiamientos. Al cierre de 2011, el saldo de la deuda con OFIs se estima en 19,296.3 mdd y se proyecta que para el cierre de 2012 se ubique alrededor de los 21,295.8 mdd.

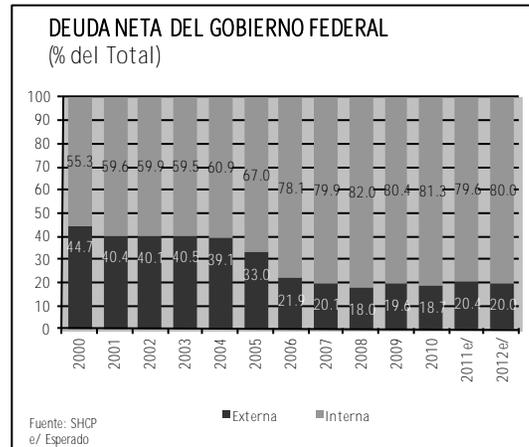
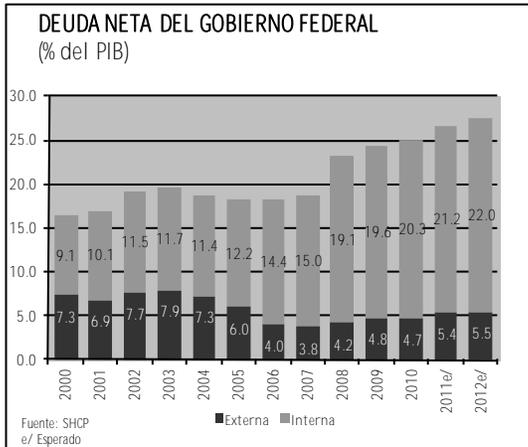
Deuda con Organismos Bilaterales

Las Agencias de Crédito a la Exportación representan una atractiva alternativa de financiamiento que se tiene contemplado utilizar en 2012. Los créditos contratados o garantizados por las Agencias de Crédito a la Exportación facilitan la adquisición de maquinaria y equipo especializado que no es producido en México. Estas agencias son un canal estratégico de financiamiento, que puede ser de utilidad en episodios de volatilidad financiera, ya que pueden jugar un papel contra-cíclico importante. Esto se debe a que diferentes gobiernos ofrecen garantías a través de este tipo de agencias para mantener el flujo de financiamiento y apoyar así al sector exportador de sus economías.

Para 2012 se tiene contemplado continuar contratando créditos para financiar importaciones de dependencias como la Secretaría de la Defensa Nacional (SEDENA), la Secretaría de Marina (SEMAR) o la Secretaría de Comunicaciones y Transportes (SCT). Estos créditos están garantizados fundamentalmente por Agencias como la CESCE de España, la COFACE de Francia y el US Eximbank de los Estados Unidos.

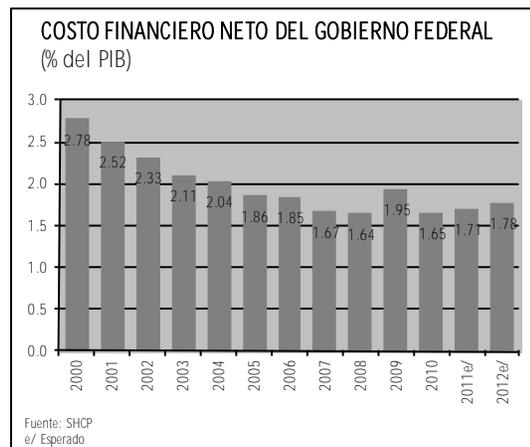
III.1.3. Indicadores de Costo y Riesgo

De acuerdo con los lineamientos de política de crédito público para 2012, se prevé que para el cierre del año la deuda neta del Gobierno Federal será de aproximadamente 27.5 por ciento del PIB. A su interior, la deuda externa neta del Gobierno Federal como porcentaje del PIB representará aproximadamente 5.5 por ciento y 20.0 por ciento de la deuda total.

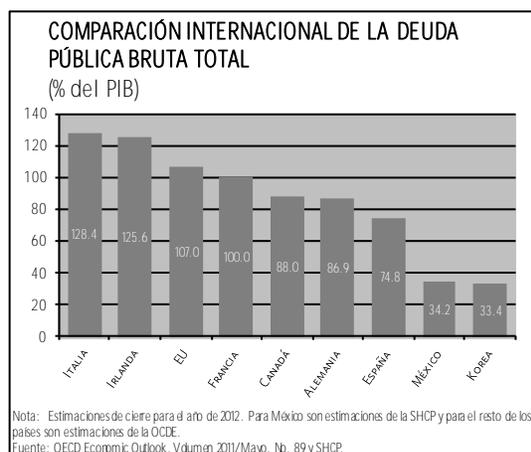


Como porcentaje del PIB, la deuda externa se ha mantenido relativamente estable en los últimos años y representa aproximadamente una quinta parte de toda la deuda neta del Gobierno Federal. Es importante señalar que la estimación de cierre para 2012 de la deuda externa del Gobierno Federal representa menos de la mitad (47.2 por ciento) de las reservas internacionales reportadas al 25 de noviembre de 2011, la proporción histórica más baja para este indicador (en 1996, el monto de la deuda externa era cuatro veces el tamaño de las reservas internacionales).

Con base en el escenario de finanzas públicas aprobado por el Congreso y el escenario central que se prevé para 2012, se anticipa que el costo financiero será de alrededor de 1.78 por ciento del PIB. Dicho costo estará sujeto al posible deterioro del entorno internacional, en los escenarios de riesgo destaca el menor crecimiento global y la posibilidad de contagio por la situación de deuda soberana en Europa. A continuación se presenta la trayectoria histórica del costo financiero para el Gobierno Federal.

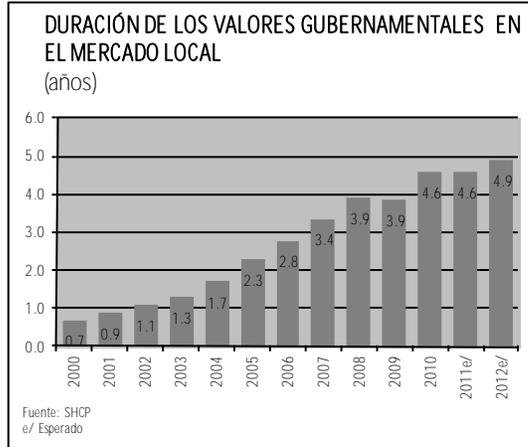


Es importante destacar que la deuda del país se compara favorablemente con los niveles de deuda observados en otros países. En particular, la deuda del sector público estimada para el cierre de 2012 es considerablemente menor a la deuda estimada para las principales economías de la OCDE.

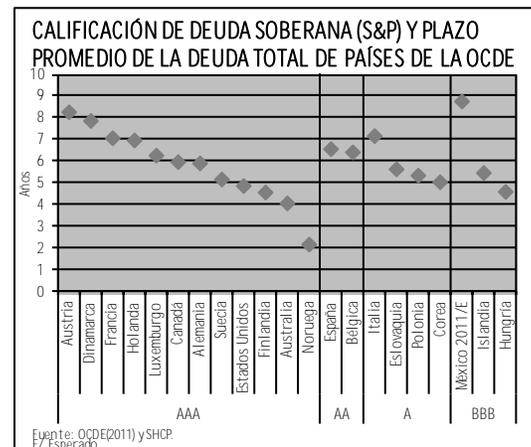
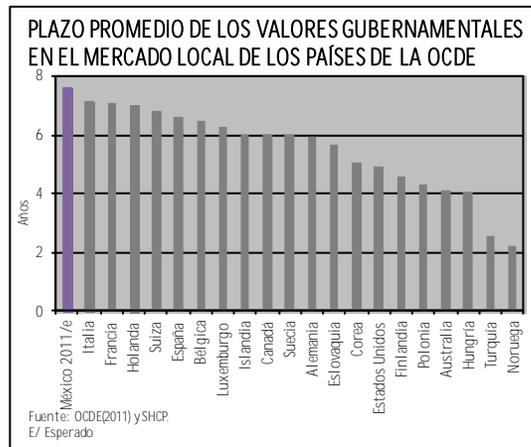


Deuda Interna

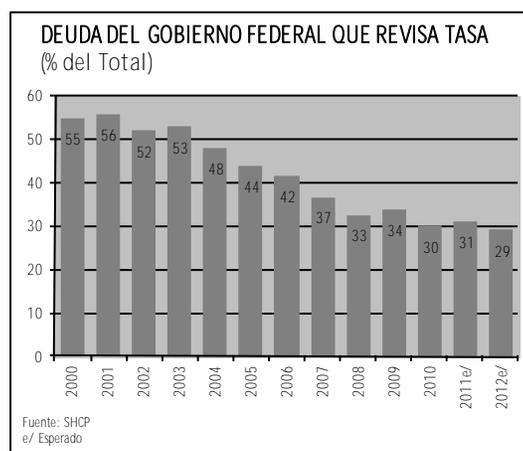
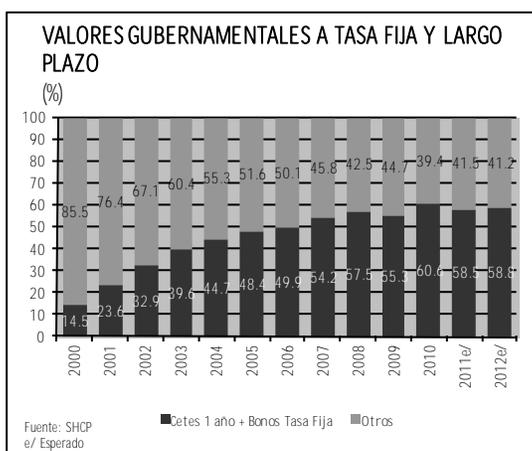
En cuanto a la administración de riesgos en el mercado local de deuda destacan como indicadores relevantes, que reflejan la fortaleza de la estrategia de endeudamiento, tanto el plazo promedio ponderado y la duración de los valores gubernamentales en circulación. Respecto al primero se espera que éste pasará de aproximadamente 7.6 años al cierre de 2011 a cerca de 8 años al cierre de 2012 y la estimación correspondiente a la duración de estos instrumentos se espera lo hará de 4.6 a cerca 4.9 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 que se contempla en el escenario central de colocación de deuda, el cual está sujeto a los factores de riesgo que han afectado a los mercados financieros tanto externos como internos (ver sección II).



Al respecto, cabe destacar que el plazo promedio de la deuda de México se compara favorablemente incluso con algunos países con mejor calificación crediticia.



El escenario central de colocación de deuda en 2012 implica que la proporción de instrumentos de largo plazo a tasa fija que incluye los Cetes a un año y los Bonos a Tasa Fija alcanzarán cerca del 60 por ciento a finales de 2012. Además, se estima que el porcentaje de la deuda total del Gobierno Federal que revisa tasa continuará su trayectoria decreciente durante 2012.



Uno de los elementos que han caracterizado el comportamiento reciente del mercado de deuda local ha sido la creciente participación de los extranjeros, particularmente en los Bonos a Tasa Fija (M Bonos). El aumento en la tenencia de valores gubernamentales por parte de extranjeros es resultado de un proceso que lleva varios años y ha respondido a diversos factores, entre los cuales destacan:

- i) La estabilidad macroeconómica alcanzada, como resultado de una política fiscal prudente y de la consolidación de la política monetaria como ancla nominal en la economía; lo cual ha permitido ampliar el plazo y la duración de los instrumentos de deuda, hasta alcanzar a colocar de manera regular Bonos a Tasa Nominal Fija a 30 años desde octubre de 2006.
- ii) La consolidación del régimen cambiario de libre flotación, con un mercado líquido y profundo que permite hacer transacciones cambiarias sin restricciones.
- iii) El desarrollo de inversionistas institucionales locales, que constituyen un componente importante de la demanda por valores gubernamentales, tanto por la cuantía del ahorro financiero que intermedian como por la estabilidad de su demanda por valores.
- iv) El desarrollo del mercado local de deuda, alcanzando niveles de liquidez y profundidad que hacen atractiva la participación de diversos inversionistas.
- v) En respuesta a los factores anteriores, en los últimos años diversas instituciones financieras internacionales han incluido a los valores gubernamentales emitidos en el mercado local mexicano en diversos índices de renta fija que son seguidos y replicados como referencias del mercado global de renta fija por una amplia gama de inversionistas.

Como se puede apreciar en la gráfica siguiente, la tenencia de extranjeros se mantuvo en niveles bajos hasta 2004, en ese año el cambio en el instrumento de política monetaria hizo más predecible el comportamiento de la parte corta de la curva de rendimiento y los títulos de deuda

empezaron a ser incluidos en los índices de renta fija, lo que propició un aumento en la participación de extranjeros en el mercado de deuda local. En este sentido, destaca por su importancia la participación de los bonos nominales mexicanos en el World Government Bond Index de Citigroup que inició en abril de 2010 y se oficializó en octubre de 2010, lo cual incrementó y aceleró la participación de extranjeros en los títulos internos. Así, al cierre de noviembre del 2011 los no residentes concentran el 40.5 por ciento de la colocación total de Bonos Nominales a Tasa Fija.



TENENCIA DE EXTRANJEROS SOBRE EL TOTAL DE VALORES EN CIRCULACIÓN (%)

Valor	2001	2003	2005	2007	2009	2011*
Cetes	3.0	2.0	1.1	2.6	2.2	23.7
Bondes	0.0	1.5	0.9	0.0	0.0	0.6
Bonos	7.8	4.1	17.6	21.7	23.2	40.5
Udibonos	0.4	0.1	3.0	2.2	2.8	6.0
Total	2.0	2.3	8.5	10.8	11.6	24.4

* Cifras a noviembre
Fuente: SHCP



TENENCIA DE EXTRANJEROS SOBRE EL TOTAL DE VALORES EN CIRCULACIÓN (MILLONES DE PESOS)

Valor	2001	2003	2005	2007	2009	2011*
Cetes	6,041.0	4,265.0	3,513.0	9,358.0	11,589.0	161,372.0
Bondes	146.0	5,185.0	2,464.0	103.0	110.0	4,242.0
Bonos	8,558.0	13,621.0	95,126.0	204,167.0	289,205.0	704,100.0
Udibonos	407.0	100.0	2,839.0	5,203.0	12,276.0	38,235.0
Total	15,152.0	23,171.0	103,942.0	218,831.0	313,180.0	907,949.0

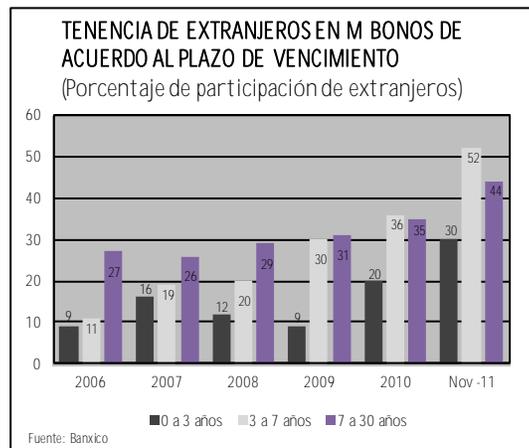
* Cifras a noviembre
Fuente: SHCP

La tenencia de extranjeros de valores gubernamentales locales ha sido mencionada en la literatura como un posible factor de riesgo o vulnerabilidad. No obstante, este suele ser el caso cuando los recursos se invierten en instrumentos de corto plazo y la economía receptora tiene algún régimen de tipo de cambio fijo o predeterminado que puede no ser sostenible bajo algunos escenarios de volatilidad extrema. Al respecto, cabe señalar que estudios recientes han encontrado que no hay

evidencia que la participación extranjera en los mercados de bonos locales, incluyendo México, esté asociada a mayor volatilidad de tasas de interés.⁴

Es importante destacar las características que actualmente tienen los flujos que ha recibido México, ya que éstos han estado direccionados principalmente a la compra de títulos de deuda denominados en pesos, con tasa de interés fija y de largo plazo. Además, la tenencia de estos títulos ha mostrado una notable estabilidad en los episodios de intensa volatilidad en los mercados financieros internacionales en los últimos 3 años.

El argumento anterior se puede apreciar al analizar la tenencia de extranjeros en Bonos Nominales a Tasa Fija (M Bonos) a lo largo del tiempo. Como se puede apreciar en la gráfica siguiente, los ajustes de portafolio que han registrado los extranjeros en los periodos recientes de volatilidad intensa han sido moderados. Adicionalmente, la tenencia de extranjeros en valores gubernamentales se ha concentrado en plazos mayores a 3 años. Lo anterior apunta a que los inversionistas externos con presencia en el mercado de bonos local son principalmente del tipo institucional o con un horizonte de mediano y largo plazo.



El poder desarrollar un mercado de deuda local en el cual puedan concurrir una amplia gama de inversionistas, tanto locales como externos, ofrece importantes ventajas para los emisores de deuda en dicho mercado. Ello se debe a que al ampliar la base de inversionistas interesados en los instrumentos que ahí se colocan se incrementa la liquidez del mercado y su profundidad, al tiempo que se mejora el proceso de descubrimiento de precios, lo que permite a los emisores acceder al financiamiento de largo plazo, en moneda nacional y a un costo menor. Finalmente, es importante destacar que en caso de experimentar un proceso de volatilidad muy intenso, ya sea de índole externa o interna, los ajustes de portafolio que pueden presentarse en el mercado local no son exclusivos para cierto grupo de inversionistas, ya que en dicho escenario los diferentes tipos de inversionistas buscarían resguardo en otros activos.

⁴ Peiris, Shanaka, 2010, *Foreign Participation in Emerging Markets' Local Currency Bond Markets*, IMF Working Paper WP/10/88.

Cuadro 5. Evolución de la Participación de los Extranjeros en el Mercado Local

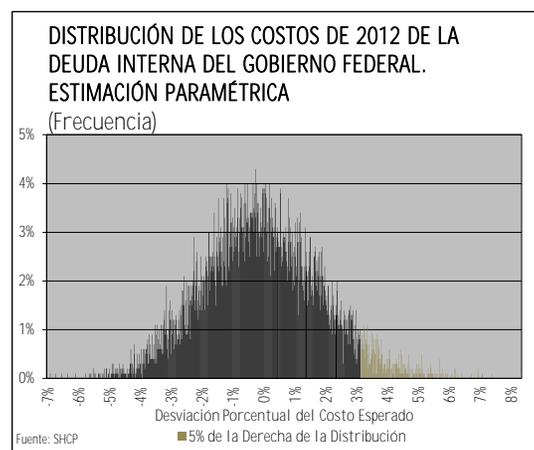
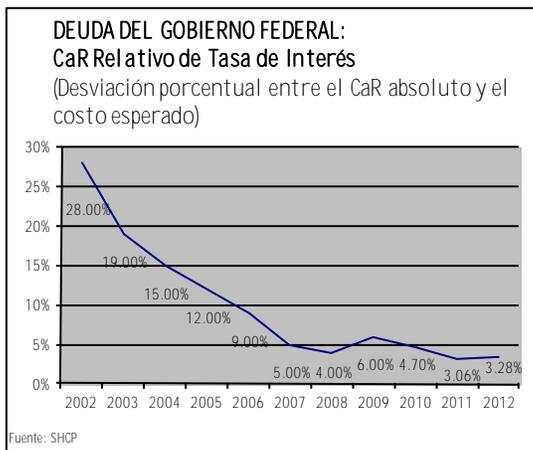
La incorporación de México en el índice global de bonos de renta fija Citi-WGBI tuvo un impacto significativo en la participación de extranjeros en el mercado local. Esto se corrobora a través de pruebas estadísticas que buscan la presencia de un cambio estructural en la tenencia de extranjeros.

Se realizó un ejercicio fijando dos fechas relevantes en los últimos años para la tenencia de M Bonos por parte de los extranjeros: i) abril de 2004, fecha en que el Banco de México decidió sustituir el llamado "corto" como instrumento de política monetaria por el uso directo una tasa de interés objetivo y ii) abril de 2010, fecha en que se dio el anuncio oficial de que México entraría en el índice Citi-WGBI en octubre de 2010.



Se realizó una prueba estándar para evaluar cambio estructural en una serie de tiempo [Chow (1960)], la cual define variables que indican los periodos en los que se puede considerar la aparición de un cambio estructural. Para este caso, se construyeron variables para buscar cambios en el nivel y en la pendiente de la tenencia de M Bonos por parte de los extranjeros. Los ejercicios realizados indican cambios significativos en la trayectoria observada a partir de ambas fechas señaladas.

A continuación, se presentan los resultados de las estimaciones del CaR relativo paramétrico de tasas de interés internas estimado para el 2012, el cual es de 3.28 por ciento (se estima que el CaR relativo no paramétrico para 2012 es de 2.58 por ciento), el cual continúa presentando niveles



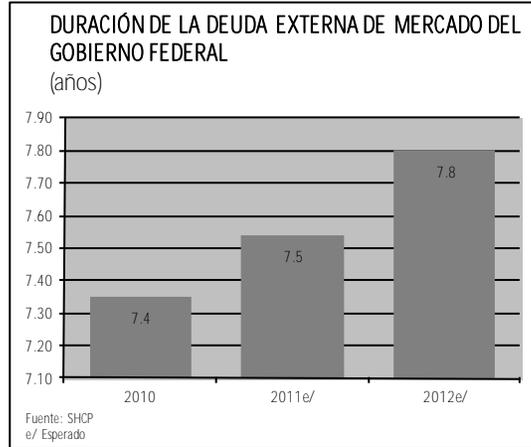
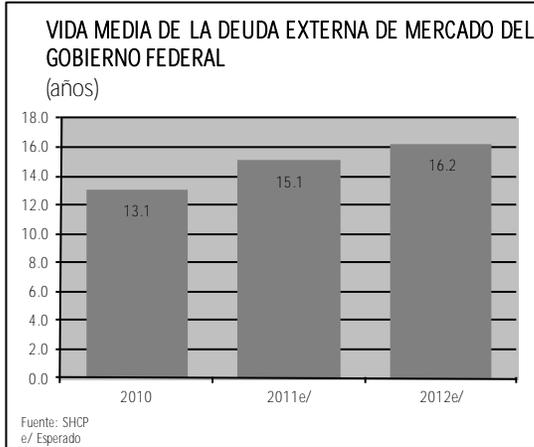
bajos respecto a años previos.

Para evaluar los casos más extremos de deterioro, se estima también el *CaR Relativo Extremo* -que también puede estimarse bajo el método paramétrico o el no paramétrico-, el cual se define como la desviación porcentual entre el costo esperado superior al costo máximo con cierto grado de confianza (para el caso presentado corresponde al costo esperado en el 5 por ciento de mayor costo de la distribución estimada) y el costo medio esperado de la distribución completa. Esta medida toma en cuenta todos los peores escenarios que no entran en la medición del CaR Relativo. Para el CaR Extremo Paramétrico de tasa de interés se estima que su valor fue de 3.86 por ciento para 2011 y de 4.21 por ciento para 2012. Es decir, dentro del 5 por ciento de los peores escenarios, el costo financiero de la deuda interna del Gobierno Federal en promedio se elevaría aproximadamente 3.86 y 4.21 por ciento respecto de su valor esperado para 2011 y 2012, respectivamente.

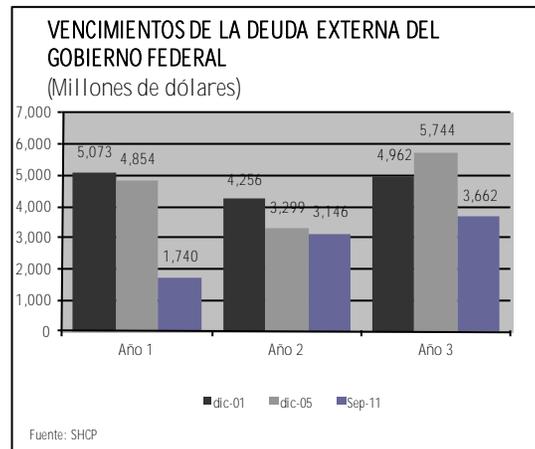
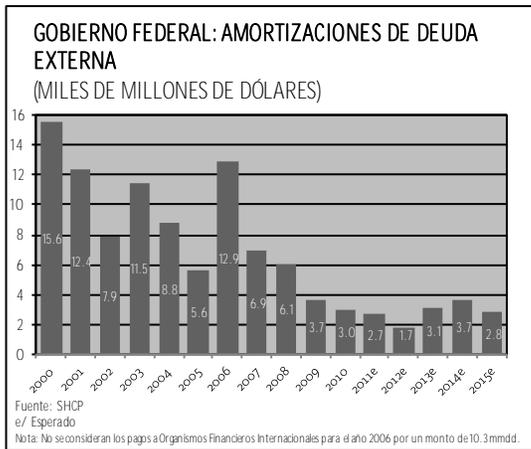
Deuda Externa

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, y como resultado de enfrentar un escenario especialmente adverso se decidió diversificar de mejor manera las fuentes de financiamiento. Dentro de este esfuerzo se decidió volver a acceder a préstamos provenientes de Organismos Financieros Internacionales, créditos que usualmente son contratados a plazos de hasta 30 años.

La estrategia de manejo de endeudamiento externo a partir de 2008, ha permitido aumentar cada año el plazo promedio de la deuda contratada. De esta forma, se ha logrado diversificar el portafolio de deuda, pero manteniendo una estructura de plazo adecuada que se ha fortalecido a lo largo del tiempo. Destacan las colocaciones realizadas con plazo de 100 años tanto en 2010 como en 2011, que no sólo contribuyen a hacer más largo el plazo de amortización, sino que implican un voto de confianza importante de la comunidad financiera internacional en las perspectivas económicas de México. Para 2012, con el programa de financiamiento se anticipa que la duración de la deuda externa podría incrementarse ligeramente.



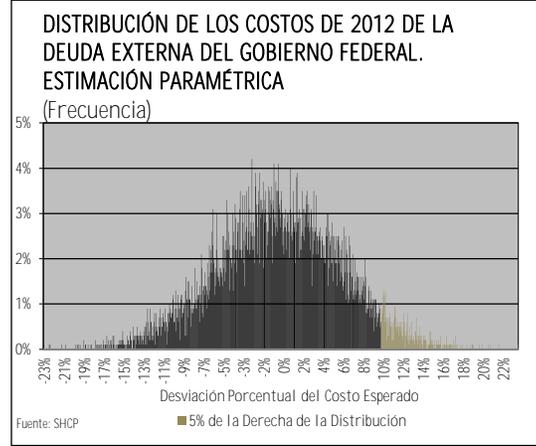
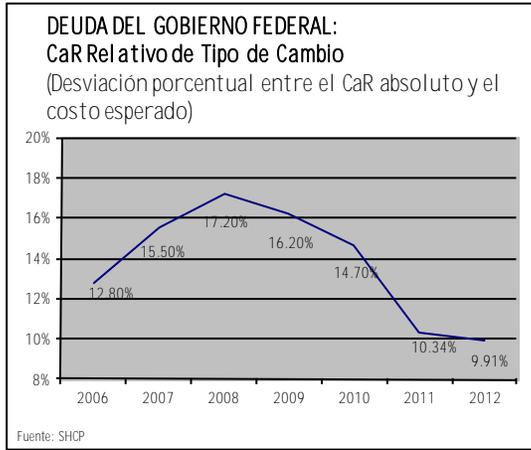
Con base en el saldo contractual de septiembre de 2011 se estima que el Gobierno Federal tendrá vencimientos de deuda externa por 1,740.2 mdd en 2012; de los cuales 1,019.8 mdd corresponde a deuda de mercado, 673.4 mdd a OFIs y 47.0 mdd a otros conceptos. Estos vencimientos son menores a los observados en años anteriores.



En lo referente al CaR Paramétrico relativo de tipo de cambio, se estima que en 2007 tenía un nivel de 15.5 por ciento. En 2008, se incrementó a 17.2 por ciento en respuesta a la volatilidad asociada a la crisis financiera internacional. Posteriormente, la volatilidad cambiaria se redujo, propiciando que el CaR de tipo de cambio se redujera a niveles de 10.34 por ciento, nivel inferior al estimado antes de la crisis. Finalmente, se espera que el CaR relativo de tipo de cambio en 2012 sea muy cercano al de 2011, alrededor de 9.91 por ciento.

Considerando escenarios extremos, se reporta el CaR Paramétrico Extremo de tipo de cambio el cual sugiere que el costo financiero de la deuda externa del Gobierno Federal no se elevará más

allá de 12.66 por ciento, en promedio, respecto de su valor esperado para 2012. Se presenta a continuación la trayectoria histórica del CaR Paramétrico Relativo así como la distribución esperada.



IV. CONSIDERACIONES FINALES

En los últimos años la política de crédito público ha puesto un especial énfasis en fortalecer y diversificar la estructura de los pasivos públicos para disminuir la vulnerabilidad de las finanzas públicas ante cambios adversos en el entorno económico o en los mercados financieros internacionales. Esto ha permitido que a pesar de que en los últimos años se hayan enfrentado periodos de inestabilidad y volatilidad en los mercados financieros, como resultado de un entorno internacional adverso, la conducción de las finanzas públicas y la estrategia de deuda pública han contribuido significativamente a la estabilidad económica.

La experiencia reciente, tanto nacional como internacional, muestra que el manejo de la deuda pública se debe mantener dentro de rangos prudentes y sostenibles bajo una amplia gama de posibles escenarios adversos. Por ello, es importante mantener una estructura de pasivos con características de costo y riesgo adecuadas. El endeudamiento, si se utiliza de manera adecuada y bajo estándares de prudencia, permite aprovechar las oportunidades para potenciar el desarrollo económico. Sin embargo, un excesivo endeudamiento o una estructura de deuda vulnerable pueden exponer a las finanzas públicas a distintos tipos de riesgos, que pueden afectar la solvencia del sector público y dañar seriamente a la economía en su conjunto, situación por la que atraviesan actualmente algunos países.

Si bien la complicada coyuntura internacional hace necesario estar alerta ante periodos de volatilidad en los mercados financieros, es importante mencionar que actualmente México tiene condiciones que le pueden permitir diferenciarse de otras regiones del mundo y consolidarse como un país con fundamentos económicos sólidos que le permiten hacer frente a la volatilidad externa y preservar condiciones que sean propicias para el crecimiento económico y la generación de empleos.