



# ***LINEAMIENTOS ESTRATÉGICOS PARA EL MANEJO DEL CRÉDITO PÚBLICO***



## **Prefacio**

Este documento tiene el doble propósito de brindar información al público en general sobre los lineamientos estratégicos e institucionales bajo los cuales el Gobierno Federal lleva a cabo la gestión de su deuda pública, y presentar la política de crédito público incorporada en el Programa Económico 2006.

El texto está estructurado de la siguiente manera. En el capítulo 1 se presenta de forma breve el objetivo general de la política de crédito público, el cual está basado en la minimización del costo financiero sujeto a un nivel de riesgo prudente. Asimismo, se describe la cobertura de la estrategia general y el marco legal bajo el cual se rige el endeudamiento público. El capítulo 2 describe brevemente las vertientes principales que ha seguido la gestión del crédito público en la presente Administración y cómo esta política ha logrado sentar las bases para que los criterios definatorios de la administración de la deuda evolucionen hacia un enfoque integral de evaluación del intercambio existente entre costo esperado y riesgo. El capítulo 3 detalla los lineamientos de la política de administración de riesgos de la deuda pública en términos del objetivo general antes mencionado. Por su parte, el capítulo 4 presenta la política de crédito público del Gobierno Federal para 2006 en el marco del enfoque integral de administración y valoración de riesgos descritos en el capítulo 3, mientras que el capítulo 5 puntualiza los criterios generales de la política de crédito para los componentes extrapresupuestarios. Finalmente, en el capítulo 6 se presentan las conclusiones.

## **1. Objetivo general, cobertura y marco legal**

### **1.1. Objetivo general**

El objetivo general de la política de crédito público del Gobierno Federal consiste en captar los recursos para hacer frente a las obligaciones de su deuda vigente y al financiamiento de sus necesidades netas en las condiciones de costo más favorables posibles en el mediano y largo plazo, de acuerdo con un nivel de riesgo prudente. La estrategia que emana de dicha política es consistente con los lineamientos de mediano plazo establecidos en el Plan Nacional de Desarrollo 2001-2006 y en el Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo 2002-2006 (PRONAFIDE), y el marco macroeconómico y las metas fiscales planteadas por el Ejecutivo Federal para el ejercicio fiscal de 2006.

En la instrumentación de esta estrategia, el Gobierno Federal toma como punto de partida un enfoque de aversión al riesgo, de acuerdo con las siguientes consideraciones:

- a) La evidencia tanto nacional como internacional sugiere que los actores económicos son aversos al riesgo cuando toman sus decisiones y, por tanto, esperan que el gobierno refleje esas preferencias al tomar decisiones de política económica.
- b) Al tomar riesgos más elevados en la administración de la deuda, aumenta la probabilidad de que perturbaciones económicas resulten en costos adicionales significativos para los contribuyentes nacionales.
- c) Las autoridades no tienen ninguna ventaja competitiva sobre otros participantes del mercado para obtener beneficios adicionales mediante estrategias oportunistas.
- d) Para prevenir posibles problemas futuros en las finanzas públicas, las autoridades buscan garantizar una distribución balanceada de los costos del servicio de la deuda pública como proporción del tamaño de la economía a lo largo del tiempo.

Con base en este marco general, la presente Administración orienta sus acciones en la gestión del crédito a alcanzar diversas metas puntuales, las cuales se enmarcan dentro de las metas establecidas en el PRONAFIDE y abarcan principalmente los siguientes elementos:

- Apoyar la estrategia de finanzas públicas en lo general para que la política de crédito público se desenvuelva en un entorno de sostenibilidad de la deuda pública en el mediano y largo plazos;
- Promover el sano desarrollo del sistema financiero nacional y fomentar la eficiencia en el funcionamiento del mercado local de deuda con el fin de continuar disminuyendo el costo financiero de la deuda pública en el mediano y largo plazo, y
- Continuar impulsando la transparencia y la modernización de la información estadística concerniente a la deuda pública.

Es pertinente destacar que los objetivos y metas presentados en los siguientes capítulos deben ser considerados como indicativos, toda vez que la evolución de las tasas de interés, el tipo de cambio y otras variables macroeconómicas que juegan un papel fundamental en la determinación específica de la estrategia del gobierno para acceder a los mercados financieros es incierta. Por lo tanto, la administración de deuda será estructurada de forma tal que existan los márgenes necesarios para que el Gobierno Federal pueda cumplir con el objetivo principal de la mejor manera posible.

## 1.2 Cobertura y marco legal

Como se mencionó en la sección anterior, el objetivo principal de la política de crédito público consiste en captar los recursos necesarios para hacer frente a las obligaciones de deuda vigente y al financiamiento del déficit del Gobierno Federal al menor costo financiero posible sujeto a un nivel de riesgo prudente. En este sentido, resulta fundamental entender la definición y la composición del balance público.

En términos generales el balance económico o tradicional muestra el cambio en la posición financiera neta del sector público que se obtiene de restar al ingreso corriente y de capital los gastos de la misma naturaleza. Dicho resultado es equivalente al financiamiento que se deriva del endeudamiento neto más el uso o acumulación de disponibilidades. La cobertura base para la presentación del balance económico está delimitada al sector público no financiero, mismo que agrupa al Gobierno Federal, a los Poderes Legislativo y Judicial y a las entidades paraestatales no financieras de control presupuestario directo. En años recientes la composición del balance público se ha caracterizado por un déficit en las finanzas del Gobierno Federal y un superávit en las operaciones de entidades paraestatales.

BALANCE DEL SECTOR PÚBLICO						
(% del PIB)						
	2000	2001	2002		2003*	2004*
			Con Banrural	Sin Banrural		
Balance del Gobierno Federal	-1.53	-1.00	-2.16	-1.55	-1.45	-1.35
<b>Superavit Org. y Empr. y Entidades bajo control presupuestario indirecto</b>	<b>0.42</b>	<b>0.27</b>	<b>0.95</b>	<b>0.95</b>	<b>0.83</b>	<b>1.10</b>
Balance público	-1.10	-0.73	-1.21	-0.60	-0.62	-0.25

\*/ Incluye PSV

Fuente: SHCP.

En términos de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos (Constitución) y la Ley General de Deuda Pública (LGDP), corresponde al Ejecutivo Federal, por conducto de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), la elaboración del programa financiero del sector público con base en el cual se manejará la deuda pública. El marco jurídico de la deuda pública le otorga facultades a la SHCP para la contratación de créditos, empréstitos o préstamos a cargo del Gobierno Federal, así como la determinación de sus condiciones jurídicas y financieras. El recuadro 1 resume el marco normativo general para la contratación del financiamiento público.

**Recuadro 1. Marco Legal**

El régimen jurídico de la deuda pública encuentra su fundamento principal en el artículo 73, fracción VIII, de la Constitución, el cual establece los principios conforme a los cuales el Congreso de la Unión autoriza al Ejecutivo a contratar financiamientos.

El Congreso de la Unión ha establecido las bases par la contratación de financiamientos en la LGDP. Tanto en la Ley de Ingresos de la Federación, como en el Presupuesto de Egresos de la Federación, se determinan límites y condiciones adicionales para el endeudamiento público.

La LGDP establece que la SHCP es la autoridad competente para interpretar dicha Ley, así como para emitir disposiciones para

su debido cumplimiento. La SHCP cuenta con atribuciones para, entre otras cosas, contratar financiamientos para el Gobierno Federal; autorizar a las entidades públicas para negociar y contratar endeudamiento externo, así como para manejar la deuda pública del Gobierno Federal.

De acuerdo con el marco legal descrito, el Congreso de la Unión aprueba los montos de endeudamiento, mientras que la SHCP determina las condiciones para contratar financiamientos. Asimismo, la SHCP autoriza a las entidades públicas para que asuman financiamientos externos.

De esta forma, la SHCP no sólo gestiona y contrata los financiamientos del Gobierno Federal sino también autoriza, en su caso, y coordina la contratación de financiamientos de las entidades del sector público federal. Los montos de endeudamiento aprobados por el H. Congreso de la Unión son la base para la contratación de los créditos necesarios para el financiamiento del presupuesto público.

Debido a que el balance público previsto para el 2006, al igual que ha sido el caso en años recientes, está compuesto por un déficit del Gobierno Federal y un superávit de entidades paraestatales bajo control presupuestario directo, los lineamientos contenidos en este documento abarcan principalmente a la política de crédito público del Gobierno Federal. Posteriormente, en el capítulo 5 se incluyen los principales lineamientos de administración de deuda para los componentes extrapresupuestarios.

## **2. La gestión de la deuda del Gobierno Federal en la presente Administración**

Por muchos años, el financiamiento del Gobierno Federal se obtuvo a través de bonos cupón cero de corto plazo, instrumentos a tasa flotante, bonos indizados a la inflación o a los precios del petróleo e, inclusive, hasta 1994, bonos de corto plazo indizados al tipo de cambio. Lo anterior reflejaba, por un lado, la falta de estabilidad macroeconómica y financiera y, por otro, el bajo nivel de desarrollo del sistema financiero mexicano y la carencia de una cultura de administración eficiente de la deuda pública.

La experiencia mexicana de la crisis de 1994-1995 evidenció las graves consecuencias de mantener esta estructura inapropiada de la deuda pública. Sin duda, la desfavorable composición de la deuda jugó un papel determinante en los problemas macroeconómicos y financieros que atravesó nuestro país, al exacerbar la vulnerabilidad de las finanzas públicas ante perturbaciones en los mercados financieros nacionales e internacionales.

A partir de entonces, la política de crédito público ha evolucionado de forma notable. Para el Gobierno Federal se ha vuelto indisputable la importancia de contar con un manejo apropiado de los pasivos públicos no sólo en lo que se refiere a su volumen sino también en términos de sus características de plazo y denominación.

Durante la presente Administración se ha puesto un énfasis extraordinario en la gestión de la deuda pública. El fortalecimiento de los fundamentos macroeconómicos, la disciplina fiscal y las reformas legales instrumentadas en el sistema financiero han permitido que se ponga en marcha una política proactiva de deuda pública orientada a incrementar la duración de la deuda interna y reducir la dependencia en la deuda externa. En este entorno, el manejo de la deuda pública se ha consolidado no sólo como un elemento fundamental para coadyuvar a la estabilidad macroeconómica y financiera sino también como un instrumento de promoción del desarrollo del sistema financiero nacional.

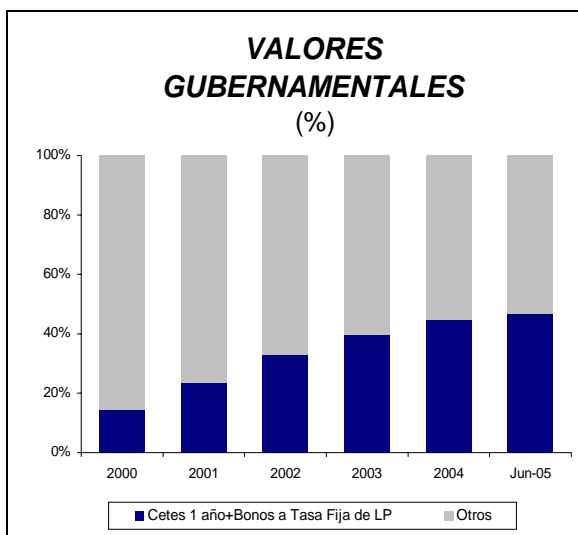
En general, la estrategia de gestión de pasivos de la presente Administración ha seguido tres vertientes principales:

- El déficit público ha sido financiado en su totalidad mediante endeudamiento interno e, inclusive, desde 2004 se han planteado metas anuales de desendeudamiento externo neto del sector público de al menos 500 mdd.
- El financiamiento interno se ha realizado de forma ordenada, recayendo en la medida de lo posible en la captación neta de recursos a través de emisiones de instrumentos a tasa nominal fija de largo plazo.
- El hecho de que el financiamiento neto se realice en el mercado local ha permitido que en el ámbito externo se instrumente una política proactiva para

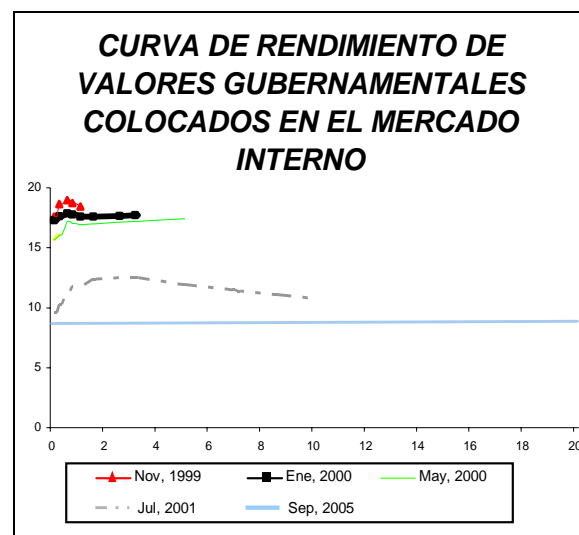
mejorar las condiciones de los pasivos públicos denominados en moneda extranjera.

Estas vertientes han resultado en una mezcla más adecuada entre la deuda interna y la externa, disminuyendo la importancia relativa de los pasivos denominados en moneda extranjera dentro de los pasivos totales y, con ello, la vulnerabilidad de las finanzas públicas ante perturbaciones externas y movimientos en el tipo de cambio.

Paralelamente, se ha alcanzado una estructura de la deuda interna robusta y diversificada. De particular importancia ha sido el desarrollo del mercado local y la creación de una curva de rendimiento de largo plazo en moneda nacional a través de la emisión regular de instrumentos a tasa nominal fija con plazos de 3, 5, 7, 10, y 20 años. Hoy en día, los títulos a tasa nominal fija con plazo mayor a un año representan más del 47% del saldo de valores gubernamentales en circulación, lo que se compara favorablemente con el 14.5% registrado al cierre del año 2000.

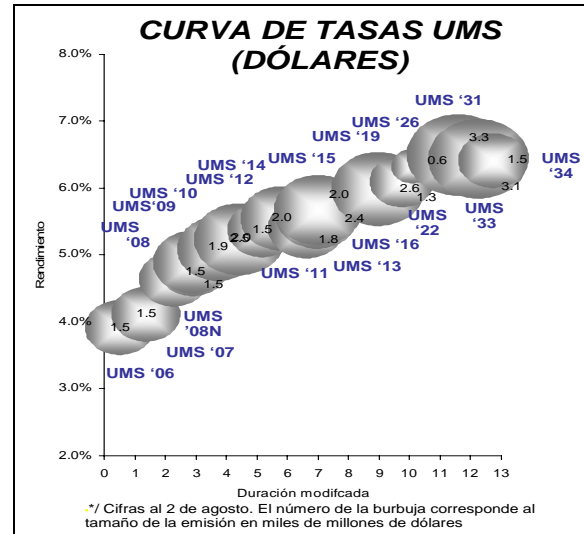
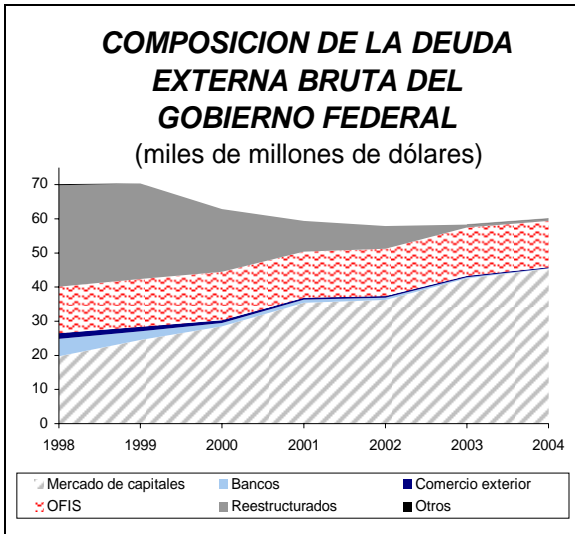


Fuente: SHCP

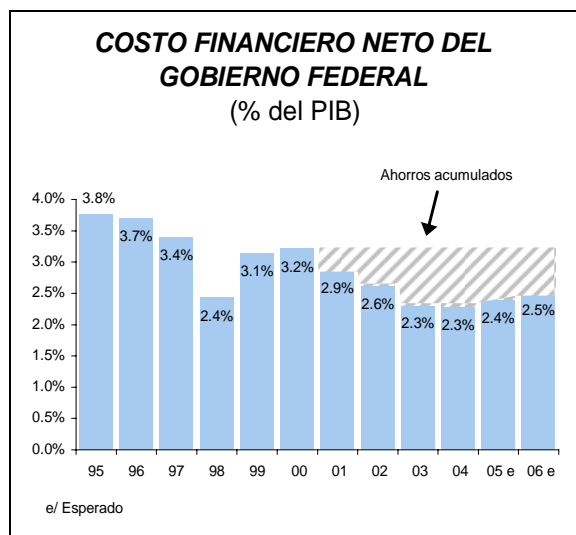


Fuente: SHCP

El desarrollo de un mercado local líquido y profundo ha permitido también que el Gobierno Federal avance en la tercera vertiente antes mencionada, al facilitar que las operaciones de crédito externo se dirijan a obtener los recursos para el refinanciamiento de los vencimientos en moneda extranjera en las condiciones de costo y plazo más favorables posibles y no a captar recursos netos. En particular se ha instrumentado una política proactiva de manejo de pasivos que ha mejorado el perfil de vencimientos, ampliado la base de inversionistas y brindado mayor liquidez de los títulos mexicanos en el exterior. A la fecha, se ha cancelado prácticamente en su totalidad la deuda asociada con los procesos de reestructura de los ochenta, lo que ha evitado que existan vencimientos abultados de deuda pública y que se logren ahorros a valor presente en el costo financiero.



Todos estos logros se han alcanzado al tiempo que se ha observado una evolución positiva en el costo financiero de la deuda del Gobierno Federal. El costo financiero neto total del Gobierno Federal, que incluye tanto el costo financiero de la deuda del Gobierno Federal (Ramo 24) como las erogaciones para los programas de apoyo a ahorradores y deudores de la banca (Ramo 34), ha promediado alrededor de 2.5 por ciento del PIB en el periodo 2001-2006, nivel 0.8 puntos porcentuales menor al registrado en promedio en la administración anterior. Tomando como punto de referencia el monto de costo financiero registrado al cierre del año 2000, el ahorro que se acumulará en los seis años de la administración por el manejo prudente de la deuda del Gobierno Federal se estima en un monto mayor a 338,000 millones de pesos de 2005, los cuales seguirán destinándose para hacer frente a las necesidades prioritarias de carácter social, y a generar una mayor inversión.





Evidentemente, los resultados alcanzados han tenido una gran trascendencia para el desarrollo económico en general y para el establecimiento de mercados financieros nacionales eficientes, en particular. Asimismo, estos resultados han permitido sentar las bases para que el Gobierno Federal lleve a cabo una gestión del crédito público compatible con las mejores prácticas internacionales. Para ello, la presente Administración ha trabajado intensamente en el diseño y la implantación de una estrategia integral de manejo de pasivos basada en el objetivo de satisfacer las necesidades totales de financiamiento al menor costo financiero posible en el mediano y largo plazo, sujeto a un nivel de riesgo prudente. Esta estrategia integral requiere de mecanismos rigurosos de evaluación y administración de los distintos riesgos inherentes al manejo de la deuda pública. El siguiente capítulo describe con detalle el trabajo desarrollado por el Gobierno Federal en esta materia.

### **3. Administración de riesgos de la deuda del Gobierno Federal**

La exposición sobre la política de crédito público hecha en el capítulo anterior, aunque breve, evidencia los logros alcanzados durante la presente administración en la reducción del costo financiero y en el fortalecimiento de la estructura de la deuda pública. Con este antecedente, el propósito de este capítulo es describir el trabajo realizado más recientemente por el Gobierno Federal en la consolidación de su capacidad institucional y tecnológica para cuantificar, monitorear y, en su caso, mitigar los distintos riesgos inherentes al manejo del crédito público, con el fin de que más adelante sea posible establecer límites y metas específicas para distintos indicadores de riesgo. Para facilitar esta descripción, los riesgos asociados con la gestión del crédito público se agrupan en tres grandes bloques: el riesgo de mercado y de refinanciamiento, el riesgo de crédito y el riesgo operativo.

#### **3.1. Riesgo de mercado y de refinanciamiento**

El riesgo de mercado se refiere a los efectos que movimientos en distintas variables financieras, tales como el tipo de cambio y las tasas de interés internas o externas, pueden tener en el costo financiero de la deuda pública. Por su parte, el riesgo de refinanciamiento es el riesgo que enfrenta el deudor al refinanciar sus pasivos en momentos en los cuales las tasas de interés son temporalmente elevadas o bien cuando sus condiciones de acceso al mercado son particularmente desfavorables.

El marco conceptual bajo el cual se rigen los criterios definitorios de la administración de estos tipos de riesgo toma como punto de partida un proceso de valoración de los riesgos de la deuda con base en el uso de tres módulos complementarios: indicadores objetivo, escenarios determinísticos y escenarios estocásticos.

##### **3.1.1. Indicadores objetivo**

Los indicadores objetivo representan métricas que proveen información sobre la estructura y las características de las distintas dimensiones de riesgo. Entre los principales indicadores utilizados por el Gobierno Federal se incluyen, además de los indicadores tradicionales sobre el saldo de la deuda, la integración de la deuda total entre sus componentes interno y externo, la duración del portafolio, el perfil de amortizaciones y el porcentaje total de deuda que revisa tasa de interés.

La composición de la deuda entre pasivos internos y externos es de gran relevancia para el análisis de riesgos, ya que la deuda denominada en moneda extranjera agrega volatilidad al costo financiero por las fluctuaciones en el tipo de cambio. Adicionalmente, la integración de la deuda entre sus componentes interno y externo proporciona información sobre la vulnerabilidad de las finanzas públicas y la capacidad de refinanciamiento del Gobierno Federal ante perturbaciones

económicas externas. En la medida en que la deuda externa tenga una menor participación en la deuda total, menor será la importancia de que se presenten restricciones de liquidez en los mercados financieros internacionales y más baja será la sensibilidad de las finanzas públicas ante movimientos adversos en el tipo de cambio y las tasas de interés externas.

Actualmente, el financiamiento del Gobierno Federal en moneda extranjera se realiza únicamente para hacer frente a los vencimientos externos programados e, inclusive, como se verá en el siguiente capítulo, se han planteado metas de desendeudamiento externo. En lo que respecta a este financiamiento, cabe destacar que si bien el Gobierno Federal ha buscado diversificar sus fuentes de fondeo al acceder a distintos mercados a nivel internacional, la exposición de la deuda, una vez consideradas las operaciones de cobertura, se encuentra preponderantemente concentrada en dólares de los Estados Unidos de América, toda vez que esta moneda constituye una cobertura natural para nuestro país por los cuantiosos ingresos en divisas asociados con las exportaciones de petróleo.

Una vez comentado el riesgo por fluctuaciones en el tipo de cambio, resulta pertinente abundar en el riesgo de mercado más importante que enfrenta el Gobierno Federal: el riesgo de tasa de interés. Como se mencionó anteriormente, este riesgo está asociado con la posibilidad de que el costo financiero de la deuda pública se incremente por la evolución de las tasas de interés (internas y/o externas). Contratar financiamientos con tasa de interés fija por un periodo largo de tiempo reduce la fluctuación anual de los costos por intereses y reduce los riesgos de mercado y refinanciamiento de la deuda pública. Sin embargo, el costo promedio es usualmente mayor cuando las tasas de interés son fijas por plazos largos, debido a que las curvas de tasas de interés tienden a mostrar una pendiente positiva. El Gobierno Federal debe considerar siempre este intercambio entre costo financiero y riesgo en la definición de su estrategia de crédito público.

En la administración del riesgo por tasas de interés, la duración es un valioso indicador. Una duración alta significa que para una proporción elevada de la deuda la tasa de interés está determinada por un periodo de tiempo significativo, lo que reduce la volatilidad anual del costo financiero. No obstante, por las razones expuestas previamente, el costo promedio usualmente será más alto mientras mayor sea la duración. En este sentido, la duración contiene información sobre este intercambio entre costo y riesgo del portafolio de deuda pública.

Si bien la duración es sumamente útil para la toma de decisiones del Gobierno Federal en términos de la administración de riesgos de su portafolio, es necesario reconocer que el indicador tiene limitaciones. Comúnmente, la duración es interpretada como una medida del riesgo de tasa de interés, pero dicha interpretación no es precisa si se considera que la cartera contiene diversos componentes que están referenciados a tasas de interés que no necesariamente se mueven de la misma manera. Más aún, la duración no provee información sobre la dispersión existente en la exposición a movimientos en las tasas de interés. Esta dispersión es fundamental, pues así se evita que una nueva tasa de

interés deba determinarse para una proporción significativa del portafolio en un año determinado.

Si, por ejemplo, una duración determinada se alcanza mediante la emisión de instrumentos en la parte corta y larga de la curva de rendimiento, el impacto que movimientos temporales en las tasas de interés tienen sobre el costo financiero es mayor que si este mismo objetivo de duración se obtiene mediante la emisión de instrumentos en la parte media de la curva, debido a la proporción de deuda que se debe asumir en el periodo con tasas elevadas de interés. Considerando la concavidad que generalmente muestra la curva de rendimiento, existe un intercambio entre los costos y riesgos de estas dos estrategias de duración, siendo más costosa la estrategia con menor riesgo.

Resulta evidente entonces que la duración no proporciona información suficiente sobre los riesgos de determinación de tasas de interés. Por ello, el Gobierno Federal utiliza la duración como una medida promedio que indica la forma en que los flujos de la deuda pública descontados a valor presente están distribuidos en el tiempo.

Para subsanar estas limitaciones del indicador de duración, el Gobierno Federal usa algunos indicadores objetivo complementarios que proporcionan información adicional sobre los riesgos de mercado y de dispersión en la determinación de nuevas tasas de interés para la deuda pública, entre los que destacan el perfil de amortizaciones y la deuda que revisa tasa de interés.

Tanto el perfil de amortizaciones como la deuda que revisa tasa de interés son indicadores que proporcionan información sobre la exposición absoluta al riesgo de tasas de interés o la dispersión en el tiempo. Un suave perfil de amortizaciones para los próximos años implica, por ejemplo, que el Gobierno Federal enfrentará menores riesgos de mercado y de refinanciamiento en relación con un perfil abultado de vencimientos. No obstante, el perfil de amortizaciones no contiene toda la información sobre la exposición de la deuda a fluctuaciones en las tasas de interés.

En este sentido, la deuda que revisa tasa incluye, además de las amortizaciones totales previstas para el año de los instrumentos referenciados a tasa fija, el saldo de la deuda referenciado a tasa flotante. De esta forma, se capturan los dos canales por los cuales la determinación de una nueva tasa de interés impacta la deuda pública y el costo financiero: las operaciones necesarias de refinanciamiento y la reprecación de la deuda que revisa tasa de interés. Para disminuir la exposición a movimientos en las tasas de interés el administrador de deuda debe buscar, por un lado, mantener un suave perfil de vencimientos y, por otro, disminuir la dependencia sobre el financiamiento proveniente de instrumentos a tasa flotante. Como se verá en el capítulo 4, el trabajo realizado por el Gobierno Federal permitirá que durante el ejercicio fiscal 2006 continúen registrándose logros importantes en estos dos frentes.

### **3.1.2. Análisis determinístico**

El Gobierno Federal evalúa las posibles estrategias de emisión ante distintos escenarios financieros. Los escenarios determinísticos se refieren a la simulación de escenarios específicos de emisión y comportamiento de las principales variables financieras que afectan el costo financiero de la deuda pública, los cuales proveen elementos básicos sobre la sensibilidad del costo financiero ante variaciones en las tasas de interés internas y externas, y el tipo de cambio, así como ante distintas estrategias de emisión de títulos de crédito. De esta forma, los modelos contribuyen a generar una percepción más clara de los vínculos dinámicos que existen entre las distintas métricas que inciden sobre el comportamiento de la deuda pública en el tiempo.

El escenario base para el modelo determinístico se refiere a la estimación del costo financiero del sector público incorporada en el Presupuesto de Egresos de la Federación, la cual toma como punto de partida las premisas macroeconómicas y la estrategia de administración del crédito público incluidas en los Criterios Generales de Política Económica (CGPE) del año correspondiente. El análisis de dicho escenario base se complementa con el cálculo de sensibilidades ante movimientos específicos en las variables financieras.

Los escenarios determinísticos permiten también realizar pruebas de estrés, con las cuales se analizan los efectos de movimientos extremos en diversas variables financieras que afectan al portafolio de la deuda pública. Si bien los resultados de estos ejercicios dependen de los supuestos que se hagan sobre las distintas variables financieras y, por tanto, no pueden ser considerados como integrales, los ejercicios suelen proveer información complementaria para evaluar el intercambio existente entre riesgo y costo.

Finalmente, a través de escenarios determinísticos es posible obtener información sobre la sostenibilidad de largo plazo de la deuda pública. La sostenibilidad puede evaluarse mediante ejercicios de carácter intertemporal basados en la restricción presupuestaria del Gobierno Federal, o bien, mediante ejercicios más restrictivos en los que se imponen criterios específicos para que la deuda no crezca en ningún momento como proporción del PIB. El siguiente recuadro presenta algunos ejercicios para evaluar la sostenibilidad de la deuda pública en México con base en las metodologías utilizadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) en algunos de sus estudios recientes.

**Recuadro 2 Sostenibilidad de la deuda pública**

En el World Economic Outlook de septiembre de 2003, el Fondo Monetario Internacional (FMI) realizó un estudio sobre la deuda pública a nivel global. En este trabajo, el FMI utilizó tres metodologías distintas para medir la sostenibilidad de la deuda en dos grupos de países: economías desarrolladas y economías emergentes. A continuación se aplican estas metodologías para analizar el caso particular de la sostenibilidad de la deuda pública en México.

**Metodología 1: La deuda pública es sostenible cuando la razón Deuda/PIB es estable**

En esta metodología, se calcula un nivel de referencia del balance primario  $\bar{p}_t$ , el cual es congruente con una razón Deuda Pública/PIB estable.

$$\bar{p}_t = b_t(r - g)$$

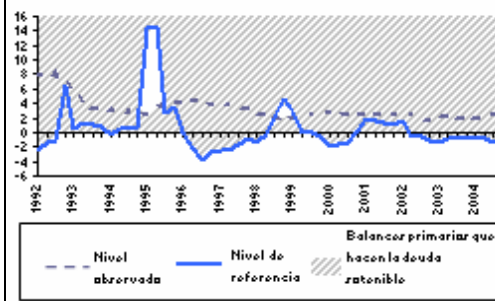
donde  $b_t$  es el nivel de deuda en el período  $t$   
 $r$  es la tasa de interés real  
 $g$  es la tasa de crecimiento de la economía

De acuerdo a lo anterior, si el balance primario observado es menor que el de referencia, la razón Deuda Pública/PIB es creciente y, por lo tanto, insostenible. La diferencia entre el balance observado y el de referencia indica el ajuste fiscal que se requiere para alcanzar una razón Deuda Pública/PIB constante.

Al comparar el balance primario de referencia para México con el observado encontramos que, de acuerdo con la metodología 1 del FMI, la razón deuda pública /PIB es y ha sido sostenible en prácticamente todo el período de estudio. Cabe destacar que estos resultados se mantienen si se utiliza el concepto de deuda ampliada, conocido como saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público (SHRFSP).

**BALANCE PRIMARIO OBSERVADO Y SU NIVEL DE REFERENCIA\* PARA MÉXICO**

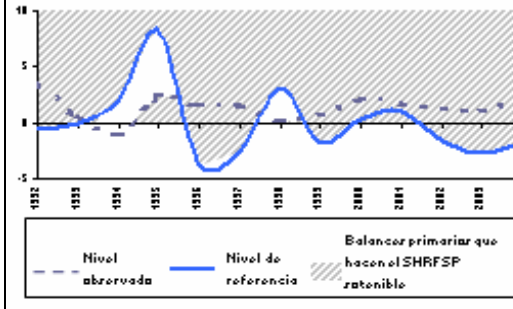
(cifras trimestrales, % del PIB)



\*El nivel de referencia se calculó utilizando la tasa de interés promedio de CETES 28.

**RFSP PRIMARIO OBSERVADO Y SU NIVEL DE REFERENCIA\* PARA MÉXICO**

(cifras anuales, % del PIB)



\*El nivel de referencia se calculó utilizando la tasa de interés promedio de CETES 28 y el SHRFSP.

**Metodología 2: Función de reacción**

Esta metodología consiste en estimar dos funciones de reacción (o reglas de política), una para mercados emergentes y otra para países industrializados, en las cuales se considera que la política de la autoridad fiscal consiste en fijar una meta de balance primario.

El balance primario está en función de la deuda pública y de otros factores temporales que, en el caso de los mercados emergentes son: ciclo económico, desviación de los precios del petróleo y de las materias primas de su nivel potencial, inflación y reestructura de deuda o moratoria de pagos.

En la estimación del FMI se emplean datos panel con periodicidad anual para 1990-

2004. Para el caso de México la función de reacción se estima con series de tiempo utilizando la siguiente ecuación:

$$p_t = \alpha + \sum_{j=1}^J \beta_j X_{j,t} + \rho b_{t-1} + \varepsilon_t$$

Donde:

- p = Balance primario en el país en el tiempo t
- b<sub>t-1</sub> = Incremento en la tasa de interés
- ε<sub>t</sub> = Término de error para cada t
- X<sub>t</sub> = Un vector de variables macroeconómicas que explican variaciones en el balance primario

Las variables que se incluyen en el vector X<sub>t</sub> son las brechas del producto, de los precios del petróleo, y de los precios de otras materias primas, así como la inflación y la razón de deuda a PIB. De acuerdo con la metodología 2 del FMI, si el efecto de la razón Deuda/PIB sobre el balance primario es positivo, la deuda es sostenible.

SENSIBILIDAD ESPERADA DEL BALANCE PÚBLICO ANTE DIVERSAS VARIABLES MACROECONÓMICAS	
Brecha del producto	1.53*
Brecha de los precios del petróleo	0.45*
Brecha de los precios de commodities	0.36***
Deuda/PIB	2.48*
Inflación	-4.64**

\* Significativo al 1 por ciento.

\*\* Significativo al 10 por ciento.

\*\*\* No significativo.

Al correr la regresión se observa que el efecto de la razón Deuda Pública / PIB sobre el balance público es positivo por lo que, de acuerdo con esta metodología, la deuda pública en México es sostenible.<sup>1</sup>

### Metodología 3: Sobreendeudamiento

Acorde con la metodología 3, se considera que un gobierno está sobreendeudado cuando el valor de su deuda es mayor que el valor presente de los flujos esperados de superávit primario.

Para estimar el superávit primario futuro se utiliza el promedio del periodo 1992-2004 y se asume que esta tendencia permanecerá en el tiempo.

De esta manera se encuentra un nivel de referencia para la deuda pública contra el cual se compara la deuda pública observada. Si la razón Deuda Observada/Deuda de Referencia > 1, el país está sobreendeudado.

Esta metodología se aplicó tanto para el balance primario tradicional y la deuda pública tradicional como para los requerimientos financieros del sector público y su saldo histórico. En ambos casos, los resultados muestran que la deuda pública en México es sostenible.

(% del PIB)		
DEUDA TRADICIONAL		
VP del superávit esperado	Valor de la deuda	Deuda / superávit primario
160.58	24.1	0.2
SHRFSP Y SUPERÁVIT PRIMARIO AMPLIADO		
VP del superávit esperado	Valor del SHRFSP	SHRFSP / superávit primario
89.8	41.2	0.5

<sup>1</sup> Existe un punto que no debe perderse de vista en la interpretación de los resultados de esta metodología para el caso de México. En la estimación del FMI las series utilizadas cuentan con pocas observaciones, por lo que no requieren de una prueba formal de estacionariedad. Sin embargo, para el caso mexicano se utilizan series de tiempo más largas. Debido a que el balance público/PIB, la deuda/PIB, y la inflación no parecen ser series estacionarias, existe el riesgo de encontrar relaciones significativas aún cuando éstas no existan, es decir, existe el riesgo de obtener relaciones espurias (ver Granger C.W.J. y P. Newbold (1974), *Spurious Regressions in Econometrics*, Journal of Econometrics, vol. 2, N° 2, págs. 111-120).

### **3.1.3. Análisis estocástico**

Este módulo complementa la información proporcionada por los dos anteriores al permitir cuantificar algunos de los riesgos de mercado y refinanciamiento a través de simulaciones estocásticas. El Gobierno Federal ha trabajado intensamente en los últimos años en el fortalecimiento de los sistemas tecnológicos de administración de los pasivos públicos para cuantificar los riesgos del portafolio de la deuda pública ante movimientos en las principales variables financieras, con el fin de establecer límites y metas específicas para distintos indicadores de riesgo.

Un número importante de países ha desarrollado en años recientes metodologías rigurosas para analizar los riesgos de mercado utilizando simulaciones estocásticas. Entre los países líderes en ese esfuerzo destacan Bélgica, Canadá, Dinamarca, Portugal y Suecia.

Los modelos de simulación estocástica se conocen frecuentemente como modelos de Costo en Riesgo (CaR, por sus siglas en inglés). El objetivo básico de estos modelos es generar distribuciones de probabilidad del costo financiero de la deuda pública en el mediano y largo plazo con base en distintas estrategias de emisión. Estos modelos resultan similares a los modelos más comúnmente utilizados de Valor en Riesgo (VaR, por sus siglas en inglés) en el sector financiero. En los modelos VaR se estiman distribuciones de probabilidad de los valores de mercado de distintos instrumentos ante diferentes trayectorias en las variables financieras. Sin embargo para un administrador soberano de deuda cuya participación en los mercados no es oportunista, el foco de atención tiene que ver con la volatilidad de los flujos asociados con el servicio de la deuda pública y no con las fluctuaciones en el valor de la deuda, en tanto que los instrumentos emitidos generalmente llegan a su vencimiento.

Así, mientras que los modelos VaR se utilizan para estimar la pérdida potencial del portafolio a cierto nivel estadístico de confianza, el CaR se utiliza para estimar el costo financiero máximo de la deuda a determinado nivel estadístico de confianza. La metodología permite entonces derivar una serie de indicadores complementarios a los ya mencionados para analizar la robustez de una estrategia particular de emisión y duración en el mediano y largo plazo. El recuadro 3 explica con más detalle el concepto CaR y el trabajo desarrollado por el Gobierno Federal en esta materia en los últimos años.



### Recuadro 3. Costo en Riesgo (CaR)

El CaR es una medida complementaria a los indicadores de duración, deuda que revisa tasa y escenarios determinísticos para analizar los riesgos de mercado y de refinanciamiento de la deuda pública. El CaR permite cuantificar los riesgos de la deuda pública ante fluctuaciones en las variables financieras y proporciona información adicional sobre intercambio existente entre el costo financiero y los riesgos de mercado.

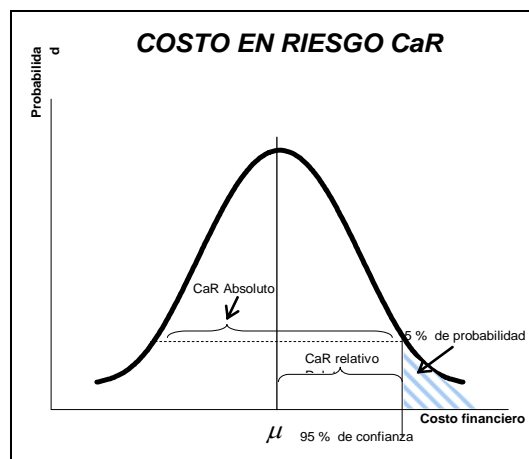
La metodología CaR se desarrolló en distintas oficinas de administración de deuda en Europa, principalmente en Dinamarca y Suecia, ante la necesidad de tener mayores elementos para analizar el intercambio entre costos y riesgos de la deuda pública.

El CaR permite estimar el costo financiero de la deuda pública con base en escenarios sobre la evolución futura de las tasas de interés y/o el tipo de cambio ante diferentes estrategias de financiamiento. Para cada estrategia de financiamiento es posible obtener una distribución de probabilidad del costo financiero de la deuda pública originada por estos escenarios.

Las principales métricas que proporciona el CaR incluyen:

- **Costo promedio esperado.** Es el costo financiero promedio de la distribución de probabilidad obtenida para cada estrategia de financiamiento.
- **CaR absoluto:** Es el máximo costo financiero en un período determinado dado cierto nivel estadístico de confianza.
- **CaR relativo:** Es la diferencia entre el costo promedio esperado de la deuda y el CaR absoluto.

La gráfica siguiente muestra una densidad de probabilidad hipotética suponiendo que el costo financiero sigue una distribución normal. En ella se pueden apreciar las métricas descritas anteriormente.



El Gobierno Federal ha trabajado intensamente en los últimos años para desarrollar la capacidad institucional y tecnológica para llevar a cabo estas mediciones de forma confiable y se espera que los sistemas tecnológicos de administración de riesgos se encuentren funcionando cabalmente para el término de la presente Administración. Entre tanto, el Gobierno Federal ha desarrollado, con base en la experiencia de otros países, modelos analíticos para obtener aproximaciones a las métricas antes mencionadas a través de lo que se ha denominado como CaR analítico.

#### CaR Analítico

A continuación se presenta una metodología analítica para obtener el CaR. En principio, existen tres factores fundamentales de riesgo de mercado en el costo financiero de la deuda pública: las tasas de interés internas, las tasas de interés externas y el tipo de cambio. Si las tasas de interés se incrementan en un año, el costo financiero se incrementa por el aumento en las tasas de interés multiplicado por toda aquella deuda a la cual se le determina esa nueva tasa en el periodo. Por otro lado, si la paridad del peso frente al dólar se deprecia el costo financiero expresado en moneda nacional se incrementa. Las siguientes ecuaciones capturan los efectos de movimientos en estas variables en el costo financiero.

$$\Delta CF_i = x * \Delta i_{INT} * [Amort_{INT TF} + D_{INT TV}] + (1-x) * \Delta i_{EXT} * [Amort_{EXT TF} + D_{EXT TV}] \quad (1)$$

Donde:

$\Delta CF_i$  = Incremento en el Costo Financiero por cambios en tasas de interés.

- $\Delta i$  = Incremento en la tasa de interés
- Amort = Amortizaciones
- $D_{TV}$  = Saldo de la deuda a tasa variable en millones de pesos
- INT = Subíndice para la deuda interna
- EXT = Subíndice para la deuda externa
- TF = Subíndice para deuda a tasa fija
- x = Saldo de la deuda interna entre el saldo de la deuda bruta total del Gobierno Federal.

$$\Delta CF_{TC} = \Delta TC * [D_{FX} * r] \quad (2)$$

Donde:

- $\Delta CF_{TC}$  = Incremento en el Costo Financiero
- $\Delta TC$  = Incremento en el tipo de cambio
- $D_{FX}$  = Saldo de la deuda externa
- r = Tasa de interés de la deuda externa

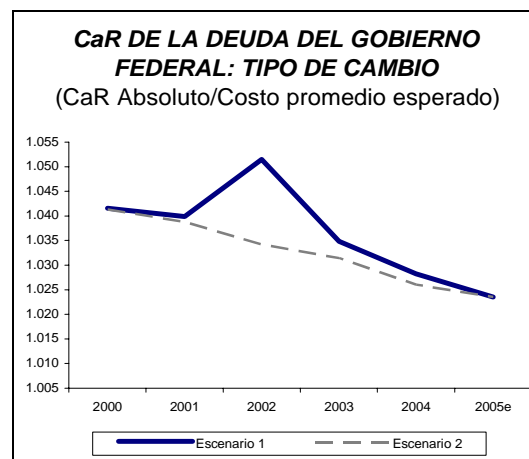
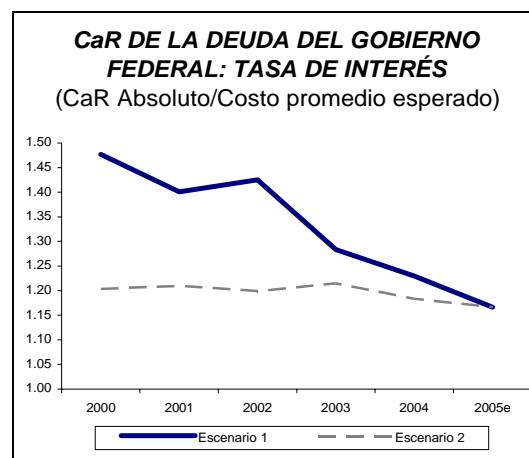
Utilizando estas ecuaciones y suponiendo algunas características estadísticas del comportamiento de las variables financieras es posible obtener aproximaciones analíticas de las distintas métricas del CaR. En los siguientes ejercicios se supone que las tasas de interés internas y externas se mueven de la misma forma, ante incrementos, por ejemplo, del riesgo país, y que tanto los cambios en el tipo de cambio como en las tasas de interés siguen una distribución normal. De esta forma, es posible obtener el CaR absoluto, tomando como base el valor esperado del costo financiero representado por el monto previsto en los Presupuestos de Egresos de cada uno de los años analizados.

Los ejercicios incorporan dos escenarios. El Escenario 1 estima el CaR absoluto utilizando datos estadísticos para el ejercicio fiscal analizado y 4 años previos. El Escenario 2 utiliza para todos los ejercicios fiscales los cálculos estadísticos que resultan del periodo 2001-Junio 2005 y mantiene constante el costo financiero estimado como proporción del PIB estimado de 2005. Ambos escenarios convergen en el mismo punto. La idea detrás de estos dos escenarios es ilustrar los factores que han incidido en la reducción del costo en riesgo de la cartera, estimado como el cociente entre el CaR absoluto y el costo promedio esperado.

El Escenario 1 captura la disminución en el CaR tanto por una menor volatilidad de las variables financieras derivada de la conducción disciplinada de las políticas fiscal y monetaria como por el fortalecimiento en la estructura de la deuda. Por su parte, el

Escenario 2, al utilizar para todos los años los mismos valores estadísticos y costo financiero esperado y, de este modo, aislar los grandes efectos macroeconómicos, captura de mejor manera la disminución en el CaR por el fortalecimiento en la estructura de la deuda pública. La diferencia en las trayectorias del CaR en ambos escenarios podría atribuirse al descenso en los riesgos asociados al manejo de la deuda pública resultante por el robustecimiento de los fundamentos macroeconómicos.

Los resultados indican que el CaR ha disminuido de forma significativa en ambos escenarios y que los riesgos inherentes a la deuda del Gobierno Federal son cada vez menores.



Fuente: SHCP

### **3.2. Riesgo de crédito**

El riesgo de crédito se deriva de una posible pérdida monetaria originada por el incumplimiento de pago de alguna contraparte del Gobierno Federal. Este riesgo ocurre en relación con las operaciones con productos derivados asociadas con el portafolio de deuda pública, debido a que con el transcurso del tiempo la evolución en las variables financieras puede resultar en ganancias o pérdidas en el valor de mercado de la posición.

Para mitigar este riesgo, el Gobierno Federal dispersa el riesgo de crédito al realizar transacciones con diversas contrapartes que mantienen las más altas calificaciones crediticias a nivel internacional. Adicionalmente, el Gobierno Federal monitorea detalladamente la evolución del valor de mercado de las distintas posiciones para evaluar los riesgos crediticios.

### **3.3. Riesgo operativo**

El riesgo operativo incluye distintos tipos de riesgo, incluyendo la probabilidad de que se registren errores de transacción en las diversas etapas de ejecución y registro de las operaciones, fallas en los controles, sistemas o servicios internos, incumplimientos legales, retrasos en la ejecución de los pagos e, inclusive, vulnerabilidades ante desastres naturales que afecten la actividad económica.

La actual Administración ha hecho esfuerzos importantes para reducir los riesgos operativos en general y aquellos asociados con la gestión del crédito público en particular. Entre las principales medidas instrumentadas destacan las siguientes:

1. **Transparencia.** El Gobierno Federal publica desde inicios del 2001 indicadores ampliados de la situación de las finanzas públicas y la deuda pública que permiten mantener un control adecuado de los pasivos, ya sea presupuestarios o extrapresupuestarios. Ello permite contar con políticas públicas adecuadamente articuladas y brindar información apropiada al sector privado sobre la demanda por recursos financieros del sector público en su conjunto.
2. **Coordinación.** En los mercados financieros nacionales e internacionales participan regularmente además del Gobierno Federal otras entidades del sector público. En este marco, la SHCP desempeña el papel de coordinador interinstitucional con el fin de asegurar que la participación de las distintas entidades no genere fricciones coyunturales en los mercados financieros.
3. **Separación de funciones.** Dentro del Gobierno Federal y particularmente dentro de la SHCP se ha realizado una reestructuración de funciones que ha disminuido sensiblemente los riesgos operativos de la deuda pública. Las funciones de administración de riesgos y emisiones se llevan a cabo en áreas separadas, reduciendo con ello potenciales conflictos de interés sobre la composición apropiada de la deuda pública.
4. **Procedimientos.** La Ley General de Deuda Pública, el Manual de Operaciones de la Administración Pública Federal y el Reglamento Interior de la SHCP

establecen el marco normativo para la toma de decisiones y la realización de las operaciones asociadas con la administración de la deuda pública, así como las responsabilidades de cada área operativa. Los manuales y el reglamento son actualizados periódicamente para asegurar que el funcionamiento de la Secretaría siempre sea consistente con las mejores prácticas internacionales.

5. **Controles internos y externos.** Las operaciones de crédito público se reportan al H. Congreso de la Unión y al público en general en los informes trimestrales sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública. Asimismo, se integran a la Cuenta de la Hacienda Pública Federal que anualmente se rinde al H. Congreso de la Unión. En este sentido, se llevan a cabo de manera permanente diversas auditorías sobre los procedimientos operativos y el registro de las distintas transacciones. Por una parte, el Órgano Interno de Control en la SHCP realiza auditorías para verificar que las transacciones se realicen con estricto apego a la normatividad aplicable y que éstas se registren de forma confiable y oportuna, con el propósito de identificar acciones de mejora para los procedimientos operativos. Por otra, la Auditoría Superior de la Federación, al revisar la Cuenta de la Hacienda Pública Federal, ejecuta auditorías sobre la operación global de la SHCP, incluyendo temas relativos al crédito público, orientadas fundamentalmente a determinar el desempeño, la eficiencia y la eficacia del cumplimiento de los programas asignados y a verificar que la aplicación de los recursos se hubiese realizado conforme a la legislación y disposiciones aplicables.
6. **Sistemas informáticos.** El Gobierno Federal ha realizado un esfuerzo notable para fortalecer los sistemas tecnológicos utilizados en la administración del crédito público. En octubre de 2004 fue finalizado el desarrollo del Sistema Estadístico de Deuda (SED), cuyo objetivo es fortalecer y automatizar los procesos de recopilación, registro, resguardo y consolidación de la información de deuda pública en una sola base de datos. Con ello se sentaron las bases para realizar un análisis más completo del perfil de riesgo y costo del portafolio de la deuda pública. En la actualidad, el Gobierno Federal se encuentra en el proceso de implantación de sistemas tecnológicos especializados en administración de riesgos, sistemas que permitirán consolidar la capacidad institucional para analizar con precisión los escenarios estocásticos.
7. **Respaldo.** La SHCP cuenta con servidores espejos localizados en distintos puntos geográficos. Adicionalmente, se tiene un sistema de respaldo periódico (diario, semanal y mensual) de la información que permite, en caso de una caída duradera del sistema, retomar las operaciones con base en la información previamente almacenada.

#### **4. Política de crédito público para 2006**

La política de crédito público para 2006 que se detalla a continuación se enmarca dentro del enfoque integral de administración y valoración de riesgos de la deuda del Gobierno Federal descrito previamente. Al respecto, es pertinente mencionar que la implantación práctica de estos lineamientos de administración de riesgos se encuentra todavía en proceso de transición y que, por tanto, en el programa 2006 no se establecen aún metas cuantitativas específicas sobre las métricas derivadas de los módulos descritos en el capítulo anterior, sino únicamente cifras indicativas. Se prevé que conforme este proceso se consolide el Gobierno Federal estará en posibilidad de establecer metas cuantitativas específicas.

El Proyecto de Presupuesto de Egresos de la Federación para el Ejercicio Fiscal 2006 establece un balance superavitario del sector público presupuestario por 17.6 mil millones de pesos, que resulta de un déficit del Gobierno Federal de 159 mil millones de pesos y un superávit de los organismos y empresas del sector público por 176.6 mil millones de pesos. Congruente con estas metas fiscales, la Iniciativa de Ley de Ingresos que se somete a la consideración del H. Congreso de la Unión solicita un monto de endeudamiento interno neto del Gobierno Federal por 180 mil millones de pesos. Asimismo, se solicita un desendeudamiento externo neto del sector público de al menos 500 millones de dólares.

Cabe destacar que el monto de endeudamiento interno neto requerido para el Gobierno Federal es mayor a su déficit presupuestario debido a que, por sus propias características, el flujo de efectivo que se obtiene de la colocación de ciertos valores gubernamentales resulta generalmente menor a su valor nominal, que corresponde a su valor de 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 2006 expresadas como proporción del PIB se estiman en 1.7 por ciento. Cabe destacar que este endeudamiento neto se verá más que compensado con el superávit de organismos y empresas del sector público de 2.0 por ciento del PIB programado para el año. Por su parte, las necesidades brutas totales de financiamiento del Gobierno Federal en 2006, las cuales cubren tanto los vencimientos como el endeudamiento neto, se estiman en 8.0 por ciento del tamaño de la economía, nivel superior al 7.3 por ciento estimado para el cierre del presente año. Lo anterior se debe principalmente a un incremento de 0.5 puntos porcentuales del producto en las amortizaciones programadas de la deuda interna en relación con el presente ejercicio fiscal.

Es pertinente subrayar que las necesidades de financiamiento asociadas a vencimientos de deuda externa representarán en el 2006 tan sólo el 8.3 por ciento de las necesidades totales, lo que equivale a 0.7 por ciento del PIB. Los vencimientos externos de mercado se estima representarán únicamente el 4.8 por ciento del total y el 0.4 por ciento del tamaño de la economía.

<b>NECESIDADES BRUTAS DE FINANCIAMIENTO DEL GOBIERNO FEDERAL <sup>1/</sup></b>				
	2005		2006	
	% del PIB	% del total	% del PIB	% del total
<b>1.- Endeudamiento neto</b>	<b>1.5</b>	<b>20.1</b>	<b>1.7</b>	<b>20.9</b>
<b>2.- Amortizaciones</b>	<b>5.8</b>	<b>79.9</b>	<b>6.3</b>	<b>79.1</b>
<b>Deuda externa</b>	<b>0.6</b>	<b>7.8</b>	<b>0.7</b>	<b>8.3</b>
Bonos	0.3	4.2	0.4	4.8
OFIs	0.2	3.2	0.3	3.1
Otros	0.0	0.4	0.0	0.4
<b>Deuda interna</b>	<b>5.2</b>	<b>72.0</b>	<b>5.7</b>	<b>70.8</b>
Valores	4.4	60.9	4.9	61.2
Cetes	2.9	40.5	3.2	39.8
Bondes	0.5	7.5	0.8	10.3
Bonos TF	0.7	10.3	0.9	11.1
Udibonos	0.2	2.6	0.0	0.0
Otros pasivos	0.8	11.2	0.8	9.6
<b>3.- TOTAL (1+2)</b>	<b>7.3</b>	<b>100.0</b>	<b>8.0</b>	<b>100.0</b>

Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

1/ Corresponde a las necesidades por vencimientos de acuerdo al saldo contractual al inicio del ejercicio fiscal más el endeudamiento neto estimado.

Fuente: SHCP.

Para hacer frente a estas necesidades de financiamiento, las principales líneas de acción de la política de deuda pública del Gobierno Federal en 2006 serán las siguientes:

1. La captación neta de recursos por parte del Gobierno Federal se realizará a través de las subastas de valores gubernamentales en el mercado interno, privilegiando, como ha sido el caso en años previos, la emisión de Bonos de tasa nominal fija a largo plazo. Con ello se busca continuar disminuyendo la vulnerabilidad de las finanzas públicas ante movimientos adversos en las tasas de interés y fortaleciendo la curva de rendimientos de largo plazo.
2. El Gobierno Federal iniciará la emisión regular de títulos indizados a la inflación (Udibonos) a largo plazo con el fin de complementar las emisiones de este tipo de instrumentos que actualmente se realizan a un plazo de 10 años. Como se detalla en el capítulo 5, los reducidos requerimientos financieros netos del FARAC en el 2006 permiten anticipar que éste podrá concluir al cierre del presente ejercicio fiscal con su programa de emisiones de bonos de largo plazo indizados a la inflación.
3. Las operaciones de prefondeo realizadas durante los últimos meses permiten que en primera instancia el Programa Económico 2006 no prevea la necesidad de realizar emisiones de títulos de mercado en divisas para el refinanciamiento de las amortizaciones de deuda de mercado programadas, no obstante el buen crédito internacional del país.

Estas líneas de acción coadyuvarán a que el Gobierno Federal obtenga una mezcla más adecuada entre la deuda interna y la externa, al disminuir la importancia relativa de los pasivos netos denominados en moneda extranjera dentro de los pasivos netos totales, dando así continuidad a los esfuerzos conjuntos emprendidos por el H. Congreso de la Unión y el Ejecutivo Federal desde el inicio de esta Administración.

De manera similar a como lo ha venido haciendo, el Gobierno Federal continuará con la colocación regular de Bonos de tasa fija a plazos de 3, 5, 7, 10 y 20 años mediante una política de reapertura de emisiones tendiente a minimizar el número de referencias a lo largo de la curva de rendimientos y a incrementar el monto en circulación de cada una de ellas. Sin embargo, el Gobierno Federal evaluará durante 2006 la conveniencia de reducir la cantidad de plazos y frecuencias de emisión utilizadas actualmente para este tipo de instrumentos, con la finalidad de continuar mejorando las condiciones de eficiencia en el funcionamiento del mercado local. En este contexto, también se valorará si las condiciones prevalecientes en los mercados financieros nacionales e internacionales resultan propicias para iniciar con la colocación regular de un Bono a tasa nominal fija a plazo de 30 años.

Asimismo, el Gobierno Federal, a través del Banco de México, emitirá antes del cierre del presente año las Reglas para la Permuta de Bonos de Desarrollo con tasa de interés fija, las cuales contribuirán a suavizar el perfil de vencimientos de la deuda interna.<sup>1</sup>

La información precisa de los “montos objetivo” y fechas de cada una de las subastas de valores gubernamentales se dará a conocer en el anuncio trimestral que regularmente hace el Gobierno Federal con el calendario de emisiones de estos instrumentos.

La emisión regular de Udibonos a largo plazo resultará en diversos beneficios para el Gobierno Federal y los actores económicos privados. Entre los principales beneficios de esta medida destacan los siguientes:

- i) Diversifica el portafolio de deuda del Gobierno Federal al emitir instrumentos que tienen una correlación relativamente baja con los instrumentos tradicionales del mercado de dinero;
- ii) Ante la consolidación de la estabilidad macroeconómica y el desarrollo del mercado local de deuda los Udibonos representan un instrumento contracíclico para el Gobierno Federal en términos fiscales. Lo anterior, debido a que los periodos en los que la inflación está por debajo de las expectativas, y el costo financiero de estos títulos es inferior al costo de títulos referenciados a tasa nominal tienden a estar asociados con periodos de menor crecimiento

---

<sup>1</sup> El programa de permutas, que continuará instrumentándose en 2006, se realizará a través de subastas competitivas en las que el Banco de México dará a conocer al inicio de la misma el precio de la emisión de liquidación que se ofrecerá para su permuta y los postores someterán sus posturas de venta de la emisión objetivo que busca retirarse de circulación.

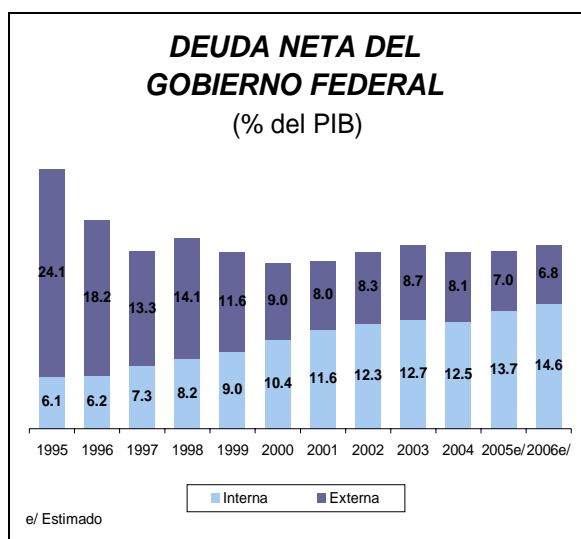
- económico y menor recaudación fiscal, mientras que aquellos periodos en los que la inflación es superior a la anticipada tienden a estar asociados con episodios de crecimiento vigoroso y alta recaudación fiscal, y
- iii) Permite mantener una referencia de largo plazo en la curva de tasa de interés real con riesgo soberano ante la salida del mercado del FARAC.

En el perímetro externo se prevé que los vencimientos de deuda contratada con Organismos Financieros Internacionales (OFIs) serán refinanciados prácticamente en su totalidad a través de nuevas operaciones con dichos organismos, mientras que los vencimientos de deuda externa asociados con deuda reestructurada, mercado bancario y comercio exterior serán refinanciados en su mayoría con la emisión de valores gubernamentales en el mercado interno.

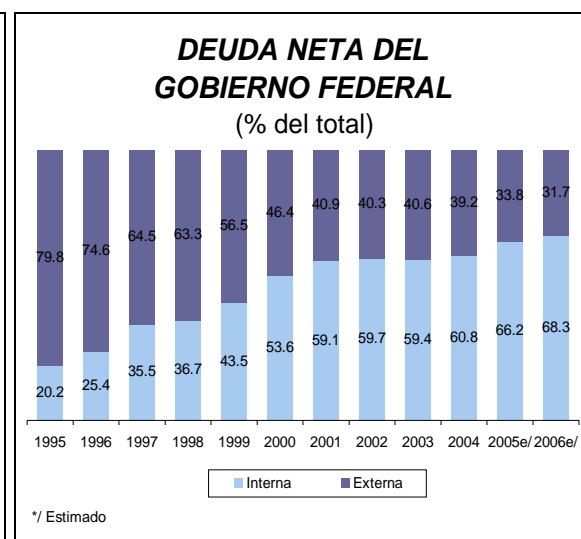
Finalmente, el Gobierno Federal continuará llevando a cabo durante el ejercicio fiscal 2006 las operaciones de manejo de pasivos necesarias para fortalecer la estructura de la deuda pública y asegurar que las condiciones de costo de la deuda pública sean las más favorables posibles en el mediano y largo plazo, de acuerdo con un nivel de riesgo prudente.

El conjunto de estos lineamientos permitirá que el Gobierno Federal siga mejorando la composición de su deuda en el marco de un desarrollo ordenado de los mercados financieros, como se aprecia al observar la evolución estimada de distintos indicadores que proveen información sobre los riesgos asociados a la deuda pública.

Se estima que al cierre del ejercicio fiscal 2006 la deuda neta del Gobierno Federal represente el 21.3 por ciento del PIB nivel ligeramente superior al registrado al inicio de la Administración. Lo anterior refleja la composición que ha tenido el balance público presupuestario en los últimos años, mismo que ha estado integrado por un superávit de organismos y empresas y un déficit del Gobierno Federal.



Fuente: SHCP



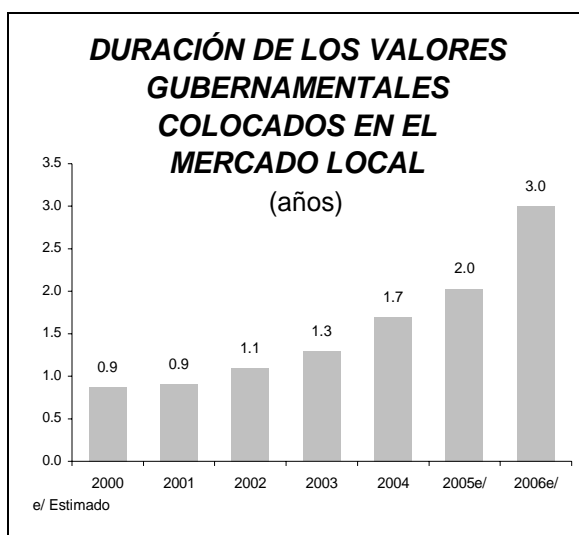
Fuente: SHCP



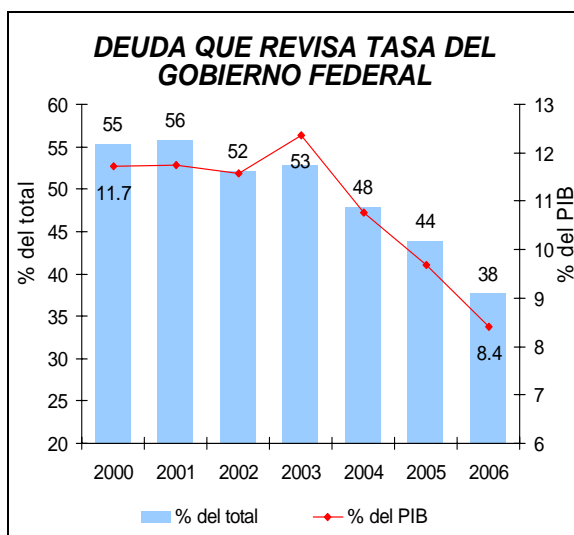
Dentro de la deuda del Gobierno Federal, es pertinente destacar la reducción prevista en la deuda externa neta tanto en términos del tamaño de la economía como en proporción de los pasivos netos totales. En particular, se estima que la deuda externa neta del Gobierno Federal se ubique, al término del 2006, en 6.8 por ciento del PIB, cifra que representa el menor nivel en la historia económica reciente del país para este indicador. Medida como proporción de la deuda neta total del Gobierno Federal, la deuda externa disminuirá en más de 14 puntos porcentuales en relación con el inicio de la Administración para ubicarse alrededor del 32 por ciento en 2006, su nivel más bajo desde 1982.

En lo que se refiere a la duración de la deuda de mercado del Gobierno Federal (interna y externa), se espera que ésta se ubique en 3.8 años al cierre del ejercicio fiscal 2006, 0.8 años mayor a la duración estimada para el cierre de 2005. Este resultado obedece, principalmente, al aumento de casi un año en la duración de los valores gubernamentales colocados en el mercado local estimado para el 2006.

Por su parte se estima que, con esta estrategia de emisión, la deuda que revisa tasa de interés en un año representará al cierre del 2006 el 38 por ciento de los pasivos totales del Gobierno Federal, cifra 32 por ciento inferior a la que se tenía al inicio de la presente Administración. Asimismo, la deuda que revisa tasa expresada como proporción del PIB, la cual es una medida más intuitiva de la exposición de la deuda a nueva determinación de tasa, se espera que se ubique en 8.4 por ciento al finalizar el 2006, es decir: 3.3 puntos porcentuales del producto por debajo de lo observado al inicio de la Administración.<sup>2</sup>



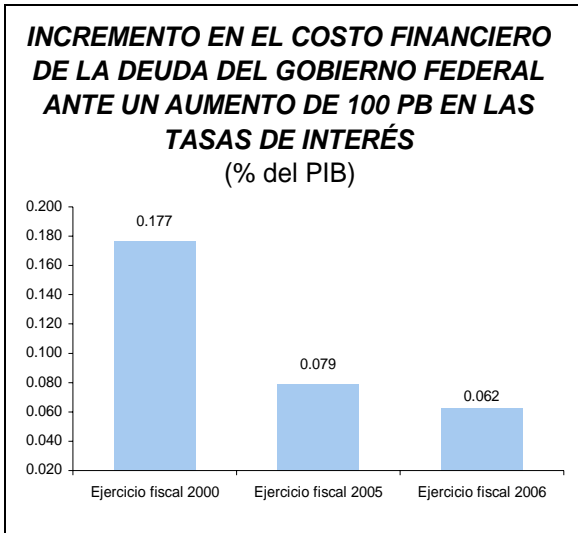
Fuente: SHCP



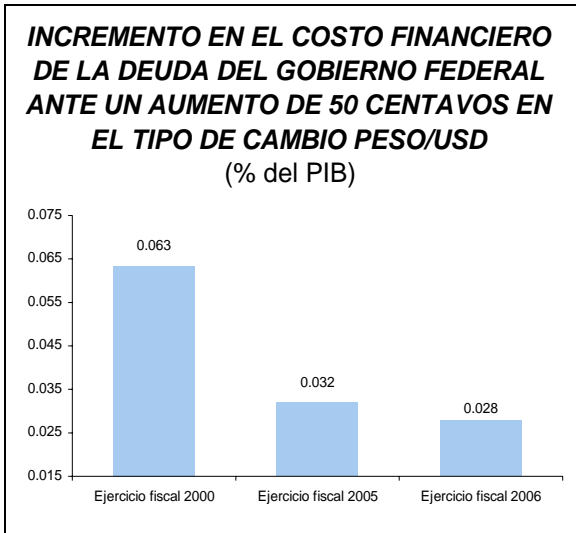
Fuente: SHCP

<sup>2</sup> La deuda que revisa tasa se define como las amortizaciones totales previstas para el año de los instrumentos referenciados a tasa fija más el saldo de la deuda referenciado a tasa variable.

El comportamiento positivo en estos indicadores se traduce a su vez en una disminución significativa en la sensibilidad del costo financiero de la deuda pública ante movimientos en la tasa de interés y el tipo de cambio. En particular se estima que la sensibilidad del costo financiero de la deuda del Gobierno Federal ante incrementos en las tasas de interés sea 65 por ciento inferior a la que se tenía al inicio de la presente administración, mientras que la sensibilidad ante movimientos en el tipo de cambio se ubicaría 56 por ciento por debajo del nivel registrado al término del año 2000.



Fuente: SHCP



Fuente: SHCP

## **5. Componentes extrapresupuestarios**

Adicionalmente a la cobertura del balance económico o balance tradicional, existen diversas modalidades de endeudamiento que no están incorporadas en el balance público, en virtud de que los ordenamientos jurídicos aplicables a estos componentes contemplan un tratamiento legal y contable distinto a la deuda pública tradicional. A pesar de ello, estas obligaciones deben ser incorporadas en el análisis integral de gestión de pasivos y en el contexto general de la política de deuda pública, tanto en lo que se refiere a criterios de sostenibilidad como en la administración de riesgos. Los requerimientos financieros del sector público (RFSP) y su saldo histórico (SHRFSP) permiten analizar estos componentes extrapresupuestarios de forma agregada y transparente. Esta sección describe brevemente los componentes extrapresupuestarios incluidos en estos indicadores y detalla la política de crédito público que se seguirá en 2006 en estos conceptos.

Los RFSP miden las necesidades de financiamiento para alcanzar los objetivos de las políticas públicas tanto de las entidades adscritas al sector público como de las entidades del sector privado y social que actúan por cuenta del gobierno. Representan un indicador amplio para evaluar el cambio en las obligaciones financieras del sector público derivado de las transacciones que realiza. Los RFSP se calculan a partir del balance público tradicional, agregando las necesidades de financiamiento correspondientes a actividades excluidas del balance. En particular, los elementos que deben agregarse al balance público tradicional para obtener los RFSP son los siguientes:

- a) Requerimientos de recursos de los proyectos de infraestructura productiva de largo plazo (Pidiregas);
- b) Requerimientos financieros del IPAB después de apoyos fiscales;
- c) Requerimientos de recursos del Farac;
- d) Requerimientos financieros de la banca de desarrollo y los fondos de fomento;
- e) Programas de apoyo a deudores, y
- f) Adecuaciones a los registros presupuestarios.

Por su parte, el SHRFSP representa el acervo neto de obligaciones, es decir, pasivos menos activos financieros disponibles, en virtud de la trayectoria anual observada a lo largo del tiempo de los RFSP. A continuación se presenta brevemente la estrategia de administración de los pasivos asociados a cada uno de estos componentes extrapresupuestarios.

### **5.1. Pidiregas**

Los Proyectos de Infraestructura Productiva de Largo Plazo (Pidiregas) son mecanismos de financiamiento para proyectos de inversión autofinanciables con registro presupuestario diferido en el tiempo, de acuerdo con los artículos 18 de la Ley General de Deuda Pública y 30 de la Ley de Presupuesto, Contabilidad y Gasto Público Federal. A diferencia del registro del endeudamiento presupuestario, las obligaciones contratadas en la modalidad de Pidiregas

registran los requerimientos de recursos que demanda el proyecto cuando se realiza la obra. En particular, los RFSP registran los requerimientos de recursos de los proyectos cuando el tercero realiza la obra, momento en el que realmente se genera una obligación del sector público y la política pública incide en la demanda agregada y no cuando se entrega y se amortiza por la entidad pública.

Los recursos corresponden a una estimación de las necesidades de financiamiento para la inversión directa que los terceros llevan a cabo durante el año, menos la amortización asociada a estos proyectos que realizarán las entidades del sector público por obras recibidas en años anteriores.

En este marco, en 2006 se buscará que el nuevo gasto en inversión pública financiada por el sector privado con impacto en los RFSP continúe siendo consistente con lo establecido en el PRONAFIDE y se buscará que, en la medida de lo posible, para la obtención de estos financiamientos se recaiga cada vez más en fuentes internas de recursos, en correspondencia con la estrategia general de administración de la deuda pública y con la propia estructura operativa de los proyectos.

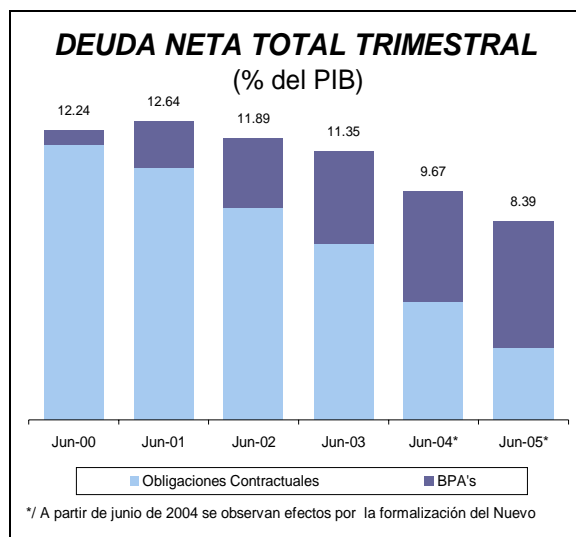
## **5.2. IPAB**

Conforme a lo establecido en artículo 47 de la Ley de Protección al Ahorro Bancario, la Cámara de Diputados debe proveer en un ramo específico del Presupuesto de Egresos, a propuesta del Ejecutivo Federal, la asignación presupuestaria correspondiente que, en su caso, requiera el Instituto para hacer frente a sus obligaciones. Por su parte el artículo 45 del mismo ordenamiento legal dispone que el Congreso de la Unión dictará las medidas que juzgue convenientes para el pago de dichos pasivos. Por la manera en que se determinan dichas asignaciones, las necesidades de financiamiento del IPAB se aproximan al componente inflacionario de su deuda. Por lo tanto, los requerimientos financieros del IPAB corresponden a sus necesidades de financiamiento después de considerar las asignaciones fiscales.

Al igual que en los ejercicios fiscales anteriores, la política de crédito público para 2006 buscará mantener cuando menos constante en términos reales el saldo de la deuda del IPAB. Para ello, el monto propuesto por el Ejecutivo Federal al H. Congreso de la Unión para estos apoyos continuará siendo equivalente a los recursos necesarios para que el Instituto pueda enfrentar, una vez considerados sus ingresos por cuotas de los bancos y por venta de activos, el pago del componente real de los intereses generados por sus obligaciones. Esta estrategia permitirá mantener la deuda del IPAB dentro de una trayectoria sostenible, reduciendo gradualmente su monto como proporción del tamaño de la economía, conforme ésta crezca en términos reales.

Las bondades de esta estrategia pueden apreciarse al observar la evolución reciente de la deuda del IPAB. Como proporción del PIB, la deuda neta del Instituto ha disminuido del 12.2 por ciento al inicio de la presente Administración, a

8.4 por ciento a junio de este año. Es claro entonces que se está cumpliendo con el objetivo planteado en la estrategia del IPAB de contener el crecimiento en términos reales de la deuda neta para lograr así su descenso como proporción del PIB.



Fuente: IPAB

En la obtención de los recursos necesarios tanto para solventar sus vencimientos como para hacer frente el componente inflacionario de su deuda, el IPAB continuará llevando a cabo una estrategia proactiva de canje y refinanciamiento de pasivos orientada a hacer frente a sus obligaciones de manera sustentable y a mejorar los términos y condiciones en sus operaciones, respecto a las condiciones imperantes en los mercados financieros. Esta estrategia se evidencia en la sustitución gradual y ordenada que se ha realizado de créditos bancarios por títulos de mercado, los cuales, como se aprecia en la gráfica anterior, han pasado de ascender al 5.0 por ciento de los pasivos del IPAB a junio de 2000 a sumar el 63.7 por ciento a junio de este año.

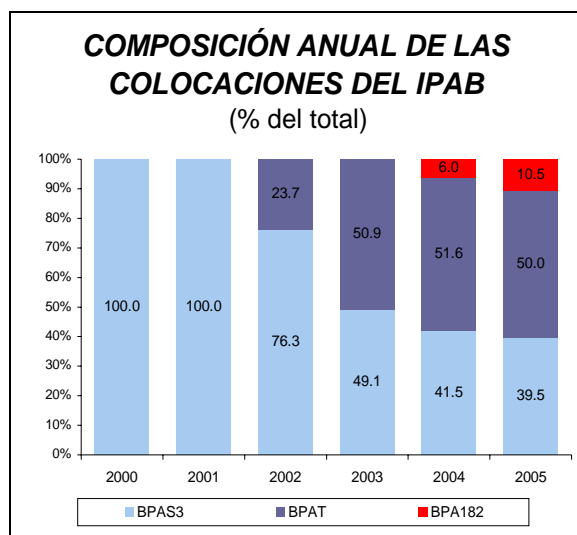
Para ello, y al igual que en años anteriores, la colocación de títulos de mercado, como herramienta fundamental de esta estrategia, se llevará a cabo de acuerdo a las mejores prácticas para manejo de deuda gubernamental. Específicamente, se buscará realizar una colocación neta de títulos relativamente constante en términos reales a la de años anteriores, no obstante que las necesidades netas para el año 2006 son menores a las de años anteriores lo que le brinda al IPAB flexibilidad adicional.

Asimismo, se continuará con la reapertura por mayores montos de un menor número de emisiones, incrementado de esta forma el monto en circulación de cada emisión específica y fomentando su liquidez en el mercado secundario.

Conforme al programa de financiamiento de pasivos para el ejercicio 2006 aprobado por su Junta de Gobierno, el IPAB continuará subastando Bonos de

Protección al Ahorro (BPA's) a plazo de 3 años, con tasa de referencia de CETES a 28 días, Bonos de Protección al Ahorro con pago trimestral de interés (BPAT) a plazo de 5 años, con tasa de referencia de CETES a 91 días y Bonos de Protección al Ahorro con pago semestral de interés y protección contra la inflación (BPA182) a plazo de 7 años, con tasa de referencia de CETES a 182 días.

Como se puede observar en la siguiente gráfica, con la introducción de nuevos instrumentos, la composición de las colocaciones del IPAB ha tendido a incrementar la participación de títulos con cupones más largos (BPAT y BPA182). Para el 2006 se espera mantener sin crecimiento nominal el monto en circulación de los BPA's y realizar la colocación neta del IPAB para ese año mediante BPAT's y BPA's182.



Si bien el IPAB continuará colocando exclusivamente títulos a tasas flotantes, con estas acciones, la sensibilidad de los pasivos a movimientos en las tasas de interés será menor que la observada en años anteriores. Aunado a lo anterior, durante el 2006 se espera implementar otros mecanismos de mercado que contribuyan a acelerar la disminución de dicha sensibilidad.

### 5.3. FARAC

El 27 de agosto de 1997 fue publicado en el Diario Oficial de la Federación el decreto que dio por terminadas 23 concesiones otorgadas por el Gobierno Federal entre 1989 y 1994 para construir, explotar y conservar vías generales de comunicación.

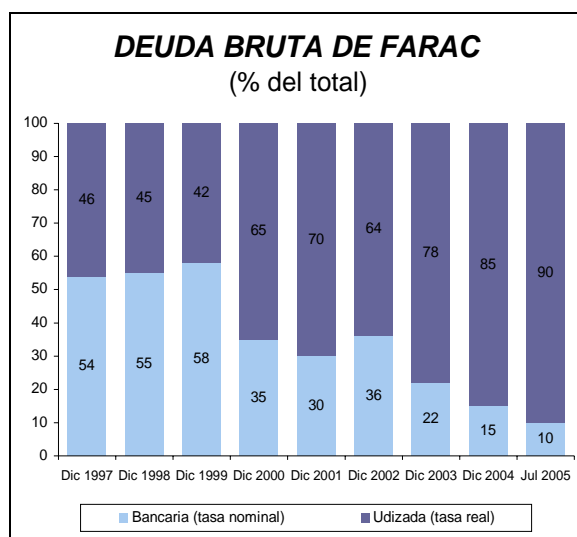
Con el propósito de instrumentar dicho decreto, se constituyó en el Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, S.N.C., el Fideicomiso de Apoyo para el Rescate de Autopistas Concesionadas (FARAC), al cual se afectaron los ingresos de los caminos y puentes objeto de rescate y asumió las obligaciones financieras

derivadas del pago de las indemnizaciones a los antiguos concesionarios. Cabe señalar que dichas obligaciones cuentan con el aval del Gobierno Federal.

En este contexto, durante los últimos años se han venido instrumentado una serie de medidas encaminadas a mejorar la posición financiera del FARAC:

- 1) *Fortalecimiento de sus ingresos.* Desde 1998 se han incorporado una serie de autopistas a la concesión del Fideicomiso, hecho que ha permitido incrementar sustancialmente sus ingresos operativos, y con ello, los recursos necesarios para hacer frente a sus compromisos financieros. Dicha medida se ha visto favorecida con el crecimiento que, durante los últimos años, han venido registrando los aforos e ingresos en las autopistas concesionadas al FARAC.
- 2) *Cambio en la estructura de su deuda.* A partir de 1999, el FARAC ha seguido una estrategia de financiamiento basada en la sustitución de deuda a tasa nominal variable por deuda a tasa real fija. Lo anterior, se ha realizado mediante la sustitución paulatina de la deuda bancaria originalmente asumida por el Fideicomiso, por nueva deuda generada a través de la emisión de Pagarés de Indemnización Carretera (PICs) y Certificados Bursátiles de Indemnización Carretera (CBIC's) a 20 y 30 años.

El objetivo de esta medida ha sido reducir el costo y los riesgos financieros del portafolio de deuda del Fideicomiso en el mediano y largo plazo, a través de una menor sensibilidad de su costo financiero ante cambios en las tasas de interés, un menor riesgo económico derivado de la mejor concordancia entre los pasivos y los ingresos carreteros, un incremento importante en el plazo de vencimiento de la deuda mediante la emisión de instrumentos a 20 y 30 años, y una reducción en la concentración de vencimientos de sus pasivos bancarios.



Fuente: SHCP y FARAC

Como resultado de estas medidas, la posición financiera del Fideicomiso es más sólida y estable. Lo anterior, significa que a partir del próximo año el FARAC

estará en posibilidad de hacer frente a sus compromisos financieros y operativos con los ingresos provenientes de las autopistas que tiene concesionadas, lo que permitirá que a partir de esa fecha el FARAC deje de subastar mensualmente instrumentos uduizados a 20 y 30 años.

#### **5.4. Intermediación financiera**

El uso de recursos para financiar a los sectores privado y social se incluye como parte de los RFSP, porque representan un gasto impulsado por el sector público y su financiamiento limita los fondos prestables en la economía. Es importante reiterar que los requerimientos financieros de los bancos y fondos de fomento no corresponden a un concepto estricto de déficit, sino a necesidades de financiamiento para cumplir los objetivos de política de fomento del Estado. En este sentido, la medida de los requerimientos financieros es conservadora porque registra como gasto el otorgamiento de créditos y como ingreso las recuperaciones de éstos, aun cuando constituyan un activo para la Federación.

En congruencia con los lineamientos establecidos en el PRONAFIDE y la política de crédito público para el Gobierno Federal establecida en los Criterios Generales de Política Económica 2006, la estrategia de financiamiento de la banca de desarrollo y los fondos de fomento durante 2006 buscará privilegiar el uso de fuentes internas de financiamiento, facilitando así que las instituciones mantengan pasivos más consistentes con las características de sus activos. En particular, se prevé en el Programa Económico 2006 un ligero desendeudamiento externo neto de las operaciones propias de la Banca de Desarrollo y los fondos de fomento del orden de 54 millones de dólares. De esta forma, el techo de intermediación financiera programado para el ejercicio fiscal 2006, equivalente a 35,576.0 millones de pesos, será financiado en su totalidad en el mercado interno. Cabe destacar que este techo es consistente con la meta de RFSP planteada para el ejercicio fiscal en su conjunto.

<b>INTERMEDIACIÓN FINANCIERA DE LA BANCA DE DESARROLLO Y LOS FONDOS DE FOMENTO 2006</b> (millones de pesos)	
<b>Endeudamiento Neto</b>	<b>36,361.5</b>
Interno	55,316.0
Externo total	-18,954.5
<i>Operación propia</i>	-611.5
<i>Agente financiero</i>	-18,343.0
<b>Intermediación Financiera</b>	<b>35,576.0</b>

Fuente: SHCP



## **5.5. Programas de apoyo a deudores**

Este componente incluye el valor de los compromisos de los programas de deudores tanto en su versión de descuentos en pago como de reestructuración en UDI's. En el 2006 las obligaciones derivadas de estos compromisos se continuarán solventando con base en la normatividad establecida, en la cual la erogación final para hacer frente a los programas se ejecuta por la vía presupuestaria a través del Ramo 34, con base en el resultado de las auditorías sobre la correcta aplicación de los programas que se realizan por conducto de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) a las instituciones bancarias y en la evolución de las tasas de interés reales.

## **6. Conclusiones**

Este documento describe de forma general los lineamientos estratégicos para el manejo del crédito público de la presente Administración. Estos lineamientos están dirigidos a apoyar los fines económicos y financieros incorporados en el PRONAFIDE. En particular, el objetivo fundamental será asegurar que se capten los recursos necesarios para hacer frente a las obligaciones de deuda vigente y al financiamiento del déficit del Gobierno Federal en las condiciones de costo más favorables posibles en el mediano y largo plazo, de acuerdo con un nivel de riesgo prudente.

Para concretar estos propósitos, la presente Administración ha establecido que la política de crédito público se enmarcará dentro de un enfoque de aversión al riesgo, ya que los riesgos asumidos en el manejo de los pasivos públicos, en caso de materializarse, son trasladados a los contribuyentes.

Con estos antecedentes y toda vez que la gestión del crédito público aplicada en este sexenio ha sentado las bases para que los criterios definitorios de la administración de la deuda evolucionen hacia un enfoque integral de evaluación del intercambio existente entre el costo financiero esperado y el riesgo de la deuda, el documento expone el trabajo realizado en los últimos años por el Gobierno Federal en la consolidación de su capacidad institucional y tecnológica para cuantificar, monitorear y, en su caso, mitigar los distintos riesgos inherentes al manejo de los pasivos públicos.

Es pertinente mencionar que la implantación práctica de este esfuerzo se encuentra todavía en proceso de transición y, por tanto, que en el programa 2006 no se establecen aún metas cuantitativas específicas sobre las métricas derivadas de los módulos para la valoración de riesgos descritos en estos lineamientos. El propósito es que más adelante, conforme este proceso se consolide, sea posible establecer límites y metas específicas para distintos indicadores de riesgo.