

***PLAN ANUAL DE FINANCIAMIENTO  
2007***



## **1. Introducción**

El presente documento expone los elementos principales de la estrategia de manejo de pasivos del Gobierno Federal en 2007. La política general de crédito público aquí presentada se define en el marco institucional y analítico desarrollado por el Gobierno Federal en años recientes y establece la estrategia integral incluida en la Propuesta de Programa Económico para 2007. Se reitera que el objetivo central de la política de crédito público es satisfacer las necesidades de financiamiento del Gobierno Federal al menor costo posible, manteniendo un nivel de riesgo que sea compatible con la sana evolución de las finanzas públicas y el desarrollo de los mercados financieros locales.

El documento se estructura de la siguiente manera. En la Sección 2 se hace un breve recuento de la política de deuda pública durante el periodo 2001-2006, describiendo el marco analítico del manejo de pasivos y la estructura actual del portafolio de deuda pública, a fin de establecer una referencia para las metas correspondientes a 2007. Finalmente, en la Sección 3 se presenta la política de crédito público para 2007, definiendo las estrategias de financiamiento interno y externo, así como las proyecciones de los principales indicadores de la deuda del Gobierno Federal resultantes.

Es pertinente señalar que las cifras presentadas como parte de los objetivos y metas para 2007 en los siguientes capítulos son meramente indicativas, toda vez que la evolución de las variables macroeconómicas y financieras que determinan tales indicadores es incierta.

## **2. Política de Crédito Público 2001-2006**

### **2.1. Estrategia General**

El objetivo central de la política de crédito público del Gobierno Federal ha sido captar los recursos para hacer frente a sus obligaciones financieras al menor costo posible, manteniendo un nivel de riesgo prudente. En este sentido, un manejo eficiente y cuidadoso de los pasivos públicos es parte fundamental de la política económica del Gobierno Federal y representa un elemento indispensable para la estabilidad macroeconómica y financiera que propicia el crecimiento sostenido de la actividad productiva y el empleo.

La gestión del crédito público ha estado orientada por dos vertientes. Por una parte, dar viabilidad a la estrategia integral de finanzas públicas y contribuir al esfuerzo fiscal por medio de ahorros en el costo financiero. Por otra, promover el desarrollo del sistema financiero nacional y fomentar la eficiencia de los mercados locales de deuda pública y corporativa. Con base en estos elementos, un nivel de riesgo apropiado para el portafolio de deuda debe entenderse como aquel que permite alcanzar los objetivos fiscales planteados por el Ejecutivo Federal, al tiempo que promueve un sano desarrollo de los mercados financieros nacionales, sin menoscabo al fortalecimiento de la estabilidad macroeconómica y financiera.

Es importante mencionar que el desarrollo del mercado local de deuda y la reducción en la importancia relativa de las fuentes externas de financiamiento, se han traducido en mejoras en la percepción de riesgo de la deuda soberana de México. Esto ha permitido, paradójicamente, reducir de manera simultánea el costo financiero y el riesgo del portafolio de deuda. En este sentido, cabe destacar que si bien persisten oportunidades para seguir incrementando la eficiencia del portafolio de deuda, el manejo de pasivos enfrentará con mayor incidencia la necesidad de evaluar la relación inversa existente entre el costo esperado y el riesgo.

En virtud de lo anterior, el manejo de la deuda pública requerirá en mayor medida un análisis exhaustivo de las distintas fuentes de financiamiento internas y externas disponibles para el Gobierno Federal, con el fin de conformar un portafolio adecuado a su objetivo general. Por ello, es de vital importancia continuar con los esfuerzos por fortalecer el marco institucional de manejo de la deuda.

Con el fin de contar con un marco analítico apropiado para esta tarea y en línea con las mejores prácticas internacionales, el Gobierno Federal definió en los *Lineamientos Estratégicos para el Manejo del Crédito Público*<sup>1</sup> una serie de indicadores de riesgo de mercado y refinanciamiento que brindan una referencia para la administración de la deuda pública. Dichos riesgos se derivan de los efectos de movimientos en las variables que afectan al costo financiero de la deuda, principalmente las tasas de interés y el tipo de cambio. Entre los principales indicadores de riesgo de este tipo se encuentran:

- Participación de la deuda externa en la deuda pública total
- Duración del portafolio de deuda
- Porcentaje de la deuda a tasa fija de interés de largo plazo
- Perfil de amortizaciones
- Costo en riesgo (CaR)

Con base en el objetivo general de la política de deuda y en las consideraciones en torno al riesgo de portafolio, a continuación, se describen los avances en la gestión del crédito público y en los esfuerzos por transformar el marco institucional del manejo de la deuda en los últimos años.

## **2.2. Avances**

La estrategia de crédito público implementada en los últimos años transformó de manera sustancial la estructura de los pasivos del Gobierno Federal, reduciendo la vulnerabilidad de las finanzas públicas a cambios en las tasas de interés y en el tipo de cambio. En el ámbito interno, los elementos principales de dicha estrategia

---

<sup>1</sup> Este documento se publicó el 5 de septiembre de 2005. Disponible en:  
[http://www.apartados.hacienda.gob.mx/ucp/espanol/docs/lineamientos\\_estrategicos\\_credito\\_publico2006.pdf](http://www.apartados.hacienda.gob.mx/ucp/espanol/docs/lineamientos_estrategicos_credito_publico2006.pdf)

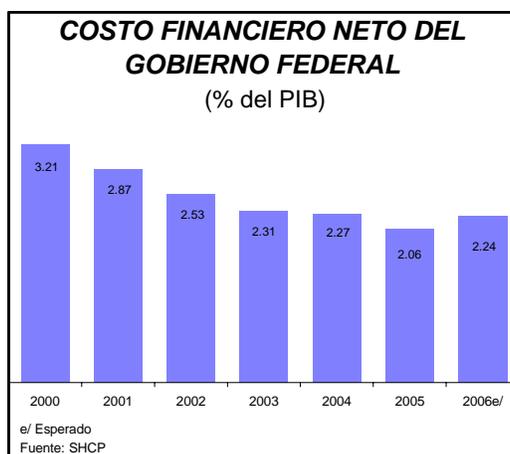
fueron financiar el déficit público en el mercado local, privilegiar la captación de recursos mediante las emisiones de bonos de tasa fija a largo plazo y disminuir gradualmente las emisiones de instrumentos a tasa revisable.

En forma paralela a las acciones encaminadas a incrementar la participación de las fuentes internas de financiamiento, el Gobierno Federal redujo el monto y fortaleció la estructura de la deuda externa para disminuir su incidencia en el costo y el riesgo de portafolio. En este sentido, los elementos principales de la estrategia de deuda en el ámbito externo fueron alcanzar metas anuales de desendeudamiento neto, ampliar y diversificar la base de inversionistas y sustituir empréstitos contratados en periodos anteriores por nuevos instrumentos en pesos con mejores condiciones financieras.

La estrategia de crédito público implementada se tradujo en una reducción del costo financiero del Gobierno Federal, en el desarrollo y profundización de los mercados locales de deuda y en una mejora generalizada en los indicadores de riesgo de portafolio. Lo anterior en el contexto de un proceso constante de transformación del marco institucional de manejo de la deuda pública. A continuación se describen brevemente estos aspectos.

### 2.2.1. Reducción del Costo Financiero

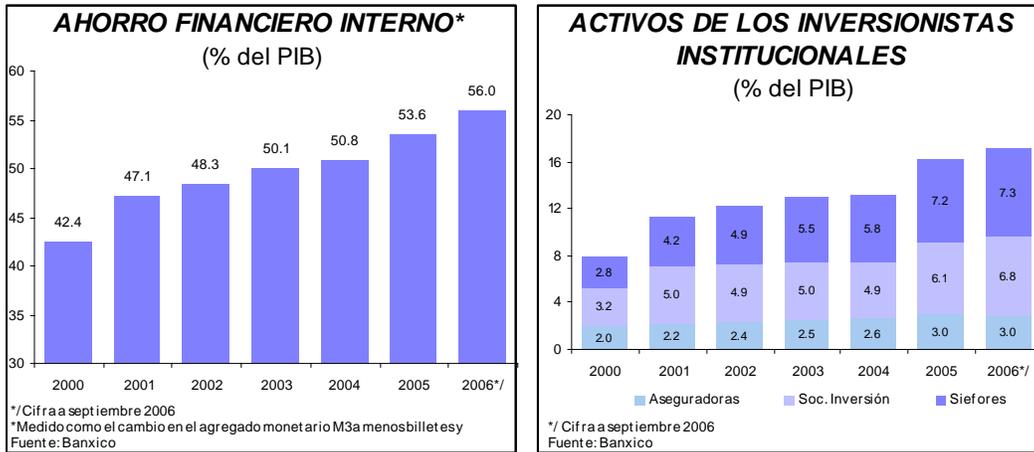
El costo financiero del Gobierno Federal, que incluye el pago de intereses y comisiones de la deuda pública (Ramo 24) y las erogaciones asociadas a los programas de apoyo a ahorradores y deudores de la banca (Ramo 34), promedió 2.4 por ciento como proporción del PIB en el periodo 2001-2006. Este nivel resulta inferior en casi un punto porcentual del producto al costo financiero promedio registrado en el periodo 1995-2000.



### 2.2.2. Profundización y Desarrollo de los Mercados de Deuda

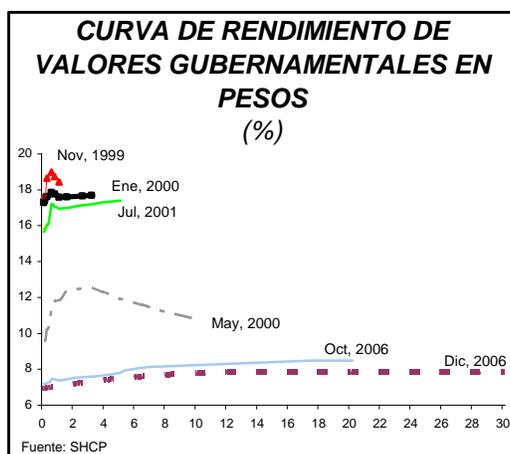
La disciplina fiscal ha sido un elemento fundamental de la política macroeconómica en los últimos años, al permitir una mejora importante de la

posición financiera del Sector Público. Esta consolidación de la postura fiscal, aunada a la conducción responsable de la política monetaria, se tradujo en las condiciones de estabilidad macroeconómica que propiciaron un crecimiento importante de la actividad financiera. Asimismo, una serie de reformas profundas en el ámbito financiero permitieron que el ahorro se incrementara de manera significativa, particularmente debido a los recursos provenientes de los fondos para el retiro. Esta expansión del ahorro financiero se tradujo en un crecimiento importante de la oferta de crédito en la economía, tanto en su renglón bancario como no bancario.



Cabe destacar que la política de crédito público ha sido parte fundamental de este proceso, principalmente a través de dos vertientes. Por una parte, ha contribuido al esfuerzo fiscal a través de la reducción del gasto no programable. En este sentido, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público ha hecho notar en reiteradas ocasiones que uno de los factores que hicieron posible incrementar de manera sostenida el gasto social y la inversión pública, reduciendo al mismo tiempo el déficit público hasta alcanzar el equilibrio en 2006, fue la disminución del costo financiero del Gobierno Federal.

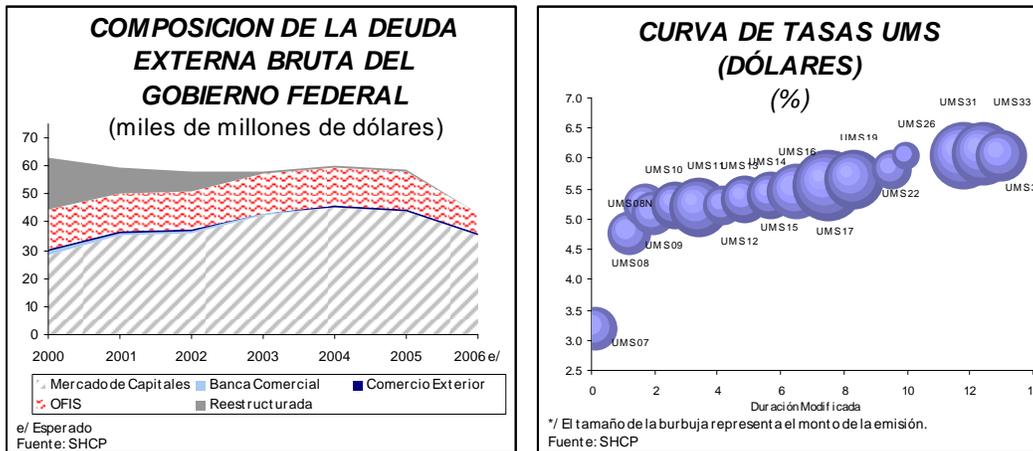
En la otra vertiente, la política de crédito público ha fomentado el desarrollo del sector financiero a través de la mayor liquidez y profundidad de los mercados de deuda. Esta estrategia general consistió en dos fases íntimamente entrelazadas. En una primera instancia se llevaron a cabo una serie de acciones coordinadas para desarrollar una curva de rendimientos de largo plazo en el mercado local. Se realizaron emisiones que ampliaron la curva en forma sucesiva de 3 a 5 años en 2000, a 10 años en 2001, a 20 años en 2003 y a 30 años en 2006, buscando garantizar su operatividad a través de la creación de la figura de Formadores de Mercado. El desarrollo y profundidad de la curva de rendimiento estableció un marco de referencia para operaciones financieras de largo plazo en moneda nacional, potenciando las posibilidades de financiamiento del sector privado. Este aspecto fue un elemento importante en el crecimiento de los mercados de deuda corporativa, de derivados y, especialmente, del mercado hipotecario.



Posteriormente, se implementó una serie de medidas destinadas a fortalecer la microestructura del mercado, con la finalidad de mejorar las condiciones de eficiencia en su funcionamiento. Adicionalmente, con el propósito de fortalecer la demanda por títulos gubernamentales se promovió activamente el mercado nacional entre los inversionistas extranjeros, generando una demanda sólida y diversificada por los títulos nacionales. Prueba de ello es que la proporción de deuda con vencimiento mayor a un año en manos de extranjeros pasó de 7.7 por ciento en 2000 a 15.5 por ciento en 2006. En este sentido, cabe notar que se dio una alta prioridad a proyectar una mayor confianza a los participantes del mercado sobre la permanencia de los programas de financiamiento gubernamental y hacer éstos más predecibles, para lo cual se siguió una activa estrategia de comunicación directa y frecuente con el público inversionista.

En lo que respecta al fortalecimiento de la estructura del mercado de deuda, se aplicaron medidas tendientes a modernizar los procesos de emisión de títulos gubernamentales, tales como modificaciones a los horarios de la subasta primaria, anuncios del calendario de emisiones, definición de la política de reapertura de emisiones, la segregación de títulos y la introducción del Programa de Permuta de Bonos.

En lo que respecta a la deuda externa, la estrategia de crédito público ha buscado activamente mejorar la estructura de los pasivos en moneda extranjera, con el fin de reducir su costo financiero, ampliar la base de inversionistas y brindar mayor liquidez a los títulos mexicanos en el exterior. Destacan las amortizaciones anticipadas de Bonos Brady, los prepagos de créditos contratados con el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, así como la cancelación de casi la totalidad de los pasivos asociados a los procesos de reestructura de la deuda externa originados en los años ochenta y noventa. Paralelamente, las emisiones de bonos globales realizadas en los últimos años han permitido ampliar la base de inversionistas, consolidar la curva de rendimiento en dólares con un plazo de hasta 30 años y diversificar las fuentes de financiamiento con emisiones en monedas distintas al dólar.



### 2.2.3. Reducción del Riesgo de Mercado y Refinanciamiento

La evolución de los indicadores de riesgo de mercado y refinanciamiento mencionados anteriormente y definidos en los *Lineamientos Estratégicos para el Manejo del Crédito Público* ha sido favorable en el periodo 2001-2006:

**Participación de la deuda externa.** La deuda externa neta del Gobierno Federal como proporción del PIB cerró el año 2000 en 8.4 por ciento y se estima que al término de 2006 se ubicará en 4.9 por ciento del producto. Esto representa una reducción acumulada de casi cuatro puntos porcentuales del PIB, lo cual situaría este cociente en mínimos históricos. Como proporción de la deuda neta total del Gobierno Federal, la deuda externa neta habrá pasado de 44.7 a 22.6 por ciento en el mismo lapso.

**Vencimiento promedio y duración.** Como resultado de privilegiar la emisión de bonos de largo plazo a tasa fija, el vencimiento promedio y la duración de la deuda se incrementaron de manera significativa. Por una parte, el plazo de vencimiento promedio de la deuda interna pasó de 1.5 años al cierre de 2000 a 4.3 años al cierre de 2006, de acuerdo a las estimaciones de la SHCP. En lo que se refiere a la duración de los valores gubernamentales de la deuda interna, se estima que ésta se ubique en 3.0 años al cierre del ejercicio fiscal 2006, 2.3 años mayor a la duración observada al cierre de 2000. Cabe recordar que la duración es principalmente el resultado de una política orientada a incrementar el plazo promedio de la deuda y denota una menor sensibilidad del costo financiero a alzas en las tasas de interés.

**Porcentaje de la deuda a tasa de interés fija de largo plazo.** Se estima que la proporción de los valores gubernamentales a tasa fija con plazo igual o mayor de un año será 49.8 por ciento del total al cierre de 2006, cifra más de tres veces superior a la registrada al cierre del año 2000 (14.5 por ciento). Asimismo, la deuda que revisa tasa de interés en el año representará 38 por ciento de los pasivos totales del Gobierno Federal al cierre de 2006, cifra inferior en 17 puntos porcentuales a la observada al cierre del 2000.

**Perfil de amortizaciones.** Durante el periodo de referencia se suavizó considerablemente el perfil de vencimientos, tanto de la deuda interna como de la externa, con el fin de disminuir el riesgo de refinanciamiento. En lo que respecta a la deuda interna, mientras que al cierre de 2000 el 56 por ciento de los vencimientos se concentraban en el año siguiente y 25 por ciento en más de tres años, para 2006 esta distribución se modificó conduciendo a que sólo el 33 por ciento de los vencimientos se concentren en el año siguiente y el 55 por ciento en más de tres años.

**Costo en Riesgo (CaR).** El CaR ha tenido una disminución importante en los últimos años, de modo que la probabilidad de un deterioro brusco en la postura fiscal, vinculado a sobresaltos en las variables financieras que afectan al costo de la deuda, es sensiblemente menor que en años anteriores. Esto es atribuible a dos efectos. Por una parte, la menor participación de la deuda externa y las metas de desendeudamiento neto en este renglón han reducido la exposición del costo financiero en pesos ante variaciones del tipo de cambio. Asimismo, la política de privilegiar las emisiones de bonos de largo plazo a tasa fija ha reducido la proporción de deuda que revisa tasa en intervalos cortos, por lo que el riesgo de que un incremento brusco de las tasas de interés, internas o externas, deterioren significativamente a la postura fiscal se ha reducido. De esta manera, como cociente del costo financiero, el CaR asociado a movimientos en las tasas de interés disminuyó de 1.47 en 2000 a 1.11 en 2006, mientras que el CaR asociado a movimientos del tipo de cambio lo hizo de 1.04 a 1.02 en el mismo periodo.

Como resultado de las distintas acciones instrumentadas durante los últimos años, se estima que la sensibilidad del costo financiero de la deuda del Gobierno Federal ante aumentos en las tasas de interés en 2006 es aproximadamente una tercera parte de la sensibilidad registrada en 2000 y una situación similar se aprecia con la sensibilidad respecto a movimientos del tipo de cambio.

#### **2.2.4. Desarrollo Institucional**

Como se mencionó anteriormente, el desarrollo del marco institucional de manejo de la deuda fue una prioridad de la estrategia general del crédito público. Los avances en el terreno institucional se dieron en tres frentes: mayor transparencia, desarrollo de la capacidad informática de la oficina de deuda y eficiencia operativa e institucional. A continuación se describe brevemente los avances en estos frentes:

- **Transparencia.** La transparencia tiene un impacto muy favorable en la percepción de riesgo de los agentes. Con el fin de promover un mayor acceso a la información y fortalecer los canales de comunicación con los inversionistas y el público en general, se realizó un conjunto de acciones dirigidas a difundir la estrategia y la información sobre el manejo y la

evolución de la deuda pública. Dentro de estas acciones, destacan la publicación de indicadores ampliados sobre la situación de las finanzas públicas y la deuda pública, así como la aplicación de nuevas metodologías para la presentación de la información sobre la deuda pública. Estas acciones tuvieron como objetivo difundir con mayor detalle la estructura y trayectoria de los pasivos públicos, tanto para el Gobierno Federal como para el Sector Público, dando una mejor perspectiva de la evolución de los distintos componentes de la deuda. Adicionalmente, por primera vez se utilizó una encuesta para obtener retroalimentación de los participantes del mercado en anticipación a la introducción del Bono a tasa fija a plazo de 30 años.

- **Sistemas Informáticos.** Como parte del fortalecimiento del marco institucional de manejo de la deuda pública, se llevó a cabo una ambiciosa agenda de desarrollo de sistemas informáticos para mejorar el control y registro de las obligaciones que conforman la deuda pública. Los principales desarrollos fueron:
  - **Sistema Estadístico de Deuda (SED).** Con el objetivo de mejorar la gestión, administración y análisis de la información estadística de la deuda se implementó el SED. Dicho sistema fortaleció la capacidad institucional de la Unidad de Crédito Público en el registro, administración, control y reporte de los distintos conceptos de deuda. El SED fue concluido en octubre del 2004, permitiendo contar con una base de datos homogénea y confiable, que incorpora información estadística del Gobierno Federal, de las entidades del Sector Público y de la deuda externa privada. La integración de esta base de datos facilita el análisis y explotación de la información en distintas dimensiones y métricas, incluyendo deudor, usuario de los recursos y composición entre los diferentes instrumentos de emisión, monedas, esquemas de tasa de interés y plazos.
  - **Sistema de Autorizaciones (SA).** Se desarrollaron plataformas tecnológicas para realizar de manera más ágil y eficiente los distintos procesos de gestión y registro de los créditos contratados por las entidades públicas y que autoriza la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Este sistema atiende de forma integral las necesidades de comunicación formal entre el Gobierno Federal y las entidades, abriendo posibilidades de registro y estadística que ofrecen una dimensión completa del endeudamiento público.
  - **Sistema de Riesgos.** Con el fin de apoyar y fortalecer la estrategia de gestión de la deuda, se implementó un ambicioso proyecto de administración de los riesgos de la cartera de pasivos, que consistió en fortalecer la capacidad institucional y tecnológica de la Unidad de Crédito Público para analizar e identificar los distintos riesgos de la deuda, a fin de contar con más y mejor información para la toma de

decisiones. Con este proyecto se logró contar con herramientas tecnológicas que permiten analizar de forma dinámica, integral y cuantitativa las características de costo y riesgo de la cartera, así como estimar con un alto grado de confianza, el comportamiento de distintas métricas bajo diferentes estrategias de emisión y distintos escenarios de variables financieras.

- **Reordenamiento en las Funciones de la Unidad de Crédito Público.** Recientemente, se realizó una reestructuración de funciones dentro de la Unidad de Crédito Público. En términos generales la nueva estructura se diseñó con base en las mejores prácticas para la administración de la deuda, contemplando básicamente tres áreas principales: una área exclusiva de captación de crédito, un área legal y un área de deuda pública, la cual se encarga de la estadística, contabilidad, presupuesto, autorizaciones y estrategia de deuda. En un área por separado, se asignaron las responsabilidades de la Unidad en los distintos esquemas del Gobierno Federal para promover la infraestructura y otros proyectos especiales. De esta manera, las funciones de administración de riesgos y emisiones se llevan a cabo en áreas separadas, promoviendo la especialización de las actividades sustantivas de la oficina de deuda.

### **3. Política de Crédito Público para 2007**

#### **3.1. Objetivo**

El objetivo general de la política de crédito público que se sometió a la consideración del H. Congreso de la Unión para 2007 es captar los recursos para hacer frente a las obligaciones de deuda vigente y a las necesidades de financiamiento neto al menor costo posible, manteniendo un nivel de riesgo prudente y compatible con la sana evolución de las finanzas públicas y del mercado financiero nacional.

De conformidad con lo establecido en la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria, se prevé un balance público en equilibrio para 2007, el cual resultará de un déficit de Gobierno Federal y de un superávit de entidades paraestatales bajo control presupuestario directo en montos equivalentes.

#### **3.2. Requerimientos de financiamiento del Gobierno Federal**

El Proyecto de Presupuesto de Egresos de la Federación para el Ejercicio Fiscal 2007 establece un balance equilibrado del sector público presupuestario, que resulta de un déficit del Gobierno Federal de 209 miles de millones de pesos (mmdp) y un superávit de los organismos y empresas del sector público por el mismo monto. En congruencia 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 240 mmdp, así

como un desendeudamiento externo neto del sector público de al menos 500 millones de dólares.

Cabe destacar que el monto de endeudamiento neto requerido para el Gobierno Federal es mayor a su déficit presupuestario. Esto se debe a que, por sus propias características, el flujo de efectivo que se obtiene por la colocación de 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 2007, expresadas como proporción del PIB, se estiman en 2.4 por ciento. De esta forma, las necesidades brutas de financiamiento del Gobierno Federal en 2007, las cuales cubren tanto los vencimientos como el endeudamiento neto, se estiman en 8.9 por ciento del PIB. Asimismo, es pertinente subrayar que las necesidades de financiamiento asociadas a vencimientos de deuda externa de mercado representarán en 2007 únicamente 2.4 por ciento de las necesidades totales.

NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO DEL GOBIERNO FEDERAL <sup>1/</sup>				
	2006		2007	
	% del PIB	% del total	% del PIB	% del total
<b>1. Endeudamiento neto</b>	<b>1.7</b>	<b>20.9</b>	<b>2.4</b>	<b>26.8</b>
<b>2. Amortizaciones</b>	<b>6.3</b>	<b>79.1</b>	<b>6.5</b>	<b>73.2</b>
<b>Deuda externa</b>	<b>0.7</b>	<b>8.3</b>	<b>0.2</b>	<b>2.4</b>
Bonos	0.4	4.8	0.2	1.8
OFIs	0.3	3.1	0.1	0.5
Otros	0.0	0.4	0.0	0.1
<b>Deuda interna</b>	<b>5.7</b>	<b>70.8</b>	<b>6.3</b>	<b>70.8</b>
Valores	4.9	61.2	5.5	62.1
Cetes	3.2	39.8	3.4	37.9
Bondes	0.8	10.3	0.8	8.8
Bonos TF	0.9	11.1	1.0	10.8
Udibonos	0.0	0.0	0.0	0.0
Bondes D			0.4	4.6
Otros pasivos	0.8	9.6	0.8	8.8
<b>3. TOTAL (1+2)</b>	<b>8.0</b>	<b>100.0</b>	<b>8.9</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 las necesidades de financiamiento, la política de deuda pública del Gobierno Federal para 2007 aprovechará el desarrollo del mercado nacional de títulos gubernamentales. En este sentido, se privilegiará el uso de la deuda interna para financiar tanto el déficit del Gobierno Federal como los vencimientos de deuda externa. Con base en estos lineamientos generales, a continuación se presenta la estrategia de financiamiento para 2007.

### **3.3. Estrategia de Financiamiento para 2007**

#### **3.3.1. Endeudamiento interno**

El programa de financiamiento para 2007 contempla las siguientes líneas de acción:

1. Fortalecer las referencias a todo lo largo de la curva de rendimientos de Bonos a Tasa Fija, manteniendo un número reducido de referencias con un saldo en circulación importante para cada una de ellas y procurando que éstas se comporten de manera eficiente y con un nivel de liquidez adecuado.
2. Desarrollar la curva de tasas de interés reales mediante la emisión de Udibonos, como una herramienta de diversificación del portafolio de la deuda interna.
3. Impulsar el desarrollo del mercado local de deuda, en particular a través del fortalecimiento de la microestructura del mismo, con la finalidad de mejorar las condiciones de eficiencia en su funcionamiento. Para este fin, se continuará con la política de reapertura de emisiones y el programa de permutas de los Bonos a Tasa Fija.

A continuación se detallan los aspectos concretos de estas líneas de acción.

#### **Mantenimiento de referencias**

A partir de 2000, cuando se empezaron a colocar de manera regular los Bonos a Tasa Fija, los montos y frecuencias de colocación de las emisiones se han venido modificando con la finalidad de atender las necesidades de financiamiento del Gobierno Federal en un entorno de desarrollo ordenado de los mercados. En este contexto, se ha instrumentado una política de reapertura de emisiones enfocada a mantener un número reducido de referencias a lo largo de la curva con un saldo en circulación importante para cada una de ellas. Así, mientras que el saldo en circulación de los Bonos a Tasa Fija pasó de 311,664 mdp al cierre de 2003 a un estimado de 703,271 mdp al cierre del presente año, el número de bonos en circulación pasó sólo de 16 a 17 en el mismo periodo y el saldo promedio por emisión se ubicará en 41,369 mdp, cifra significativamente superior a los 19,479 mdp por emisión registrados en 2003.

Cada que se emite un Bono a Tasa Fija, el nuevo instrumento es colocado por primera vez al inicio del año o a mediados del año y reabierto en las subastas mensuales subsecuentes. Con el paso del tiempo, una emisión que antes fue referencia de un plazo más largo, se vuelve ahora el bono de referencia para un plazo más corto. Esta dinámica facilita aún más la operatividad de estos títulos en el mercado secundario, mejorando la liquidez y contribuyendo a una mejor formación de precios.

Durante 2007, se impulsará esta política de reapertura, que resultará en dos referencias por año en la parte corta de la curva de rendimientos de Bonos a Tasa Fija y una referencia por año para el plazo de 10 años. Por otra lado, en la parte larga de la curva, donde se tiene instrumentos a plazos de 20 y 30 años, surgirá una nueva referencia cada 2 ó 3 años. De igual manera, para los instrumentos indexados a la inflación, Udibonos, se creará una nueva referencia cada 2 ó 3 años en sus diferentes plazos, de 10, 20 y 30 años.

### **Frecuencia de Emisiones y Número de Referencias**

Con el inicio de la colocación del Bono a Tasa Fija a un plazo de 30 años, se concluyó el esfuerzo que ha venido realizando la SHCP en los últimos años para extender la curva de tasas de interés en el mercado local. Después del lanzamiento al mercado de este nuevo instrumento, el Gobierno Federal cuenta con seis referencias en la curva de rendimientos de Bonos a Tasa Fija, en los plazos de 3, 5, 7, 10, 20 y 30 años.

Con el fin de continuar con el desarrollo de la curva de tasas de interés, se han analizado los patrones de emisión de otros países en lo relacionado al número de referencias en subasta primaria y a la frecuencia de emisión de cada una de ellas. Si bien el patrón de número de referencias y frecuencia de colocación obedece a la situación particular de cada país, una práctica común es la de colocar con menor frecuencia las referencias de largo plazo.

Si bien no se cuenta todavía con evidencia empírica sólida, es posible que al colocar instrumentos en subasta primaria con una elevada frecuencia se inhiba la operatividad de los mismos en el mercado secundario ya que los participantes tienen siempre la posibilidad de esperar sólo unos días hasta la próxima subasta para adquirir sus instrumentos.

En este contexto, buscando que las referencias se comporten de manera eficiente y cuenten con la liquidez necesaria, se estudiará la posibilidad de reducir la frecuencia de colocación de los instrumentos con mayor duración. Lo anterior, toma en cuenta no sólo la experiencia internacional, sino también la retroalimentación recibida a través de la consulta realizada a inversionistas institucionales durante el mes de agosto de 2006 en anticipación al lanzamiento del Bono a 30 años.

Cabe destacar que, para la colocación de deuda del cuarto trimestre de 2006 se decidió reducir el número de subastas por trimestre del Bono a Tasa Fija a 20 años de 3 a 2 por trimestre, contribuyendo así a la introducción ordenada del nuevo instrumento a 30 años. Durante 2007, se evaluará el desempeño de estos ajustes en las frecuencias.

Asimismo, se evaluará la conveniencia de reducir el número de referencias que actualmente se están colocando en subasta primaria. Con seis referencias a lo largo de la curva de rendimientos, México es uno de los emisores soberanos con mayor número de referencias. Cabe señalar que algunos plazos de emisión, tales como 3, 7 y 20 años, son poco utilizados por los emisores soberanos de deuda.

Las dos medidas aquí planteadas —una menor frecuencia de subastas en la parte larga de la curva y un menor número de referencias— coadyuvarán a construir emisiones más líquidas y procesos de subasta más competitivos.

### **Política de Endeudamiento con Udibonos**

El mercado de instrumentos de deuda indexados a la inflación ha presentado un desarrollo notable a nivel global en los últimos años. El valor de mercado global de los bonos gubernamentales indexados se estima en 1,007 miles de millones de dólares al cierre de septiembre de 2006, casi 7 veces el monto registrado en 1997.<sup>2</sup>

Ante este entorno favorable en los mercados internacionales y habiendo encontrado las condiciones propicias en el mercado local, la SHCP decidió, a partir del 2006 sustituir al FARAC en la emisión de instrumentos indexados a la inflación a plazos de 20 y 30 años. Continuar con la colocación de Udibonos es parte de la estrategia de manejo de deuda pública y un elemento para alcanzar las metas de captación planteadas.

En nuestro país existe una demanda natural por este tipo de instrumentos, encaminada a calzar obligaciones de largo plazo e indexadas a la inflación. A nivel global, la demanda por títulos indexados va en aumento, no sólo para instrumentos emitidos por países desarrollados, sino también por deuda proveniente de mercados emergentes. Entre los principales beneficios para el Gobierno Federal de emitir Udibonos destacan:

- i) Diversifica el portafolio de deuda, al emitir instrumentos que tienen una correlación relativamente baja con los instrumentos tradicionales del mercado de dinero.
- ii) En la medida en que existan referencias libres de riesgo para deuda indexada a la inflación, facilita la emisión de títulos indexados por parte del sector privado y la existencia de un mercado de derivados de UDIS.

---

<sup>2</sup> De acuerdo al *Barclays Capital Global Inflation-Linked Bond Index*.

- iii) Permite contar con un instrumento contra-cíclico en términos fiscales.

Durante 2007 se pondrá especial énfasis en evaluar si los plazos a los que actualmente se emite en la subasta primaria son los adecuados y en observar de cerca la evolución de la demanda para este tipo de instrumentos. De este modo, se continuará el esfuerzo para construir una curva de tasas de interés reales bien definida, que sirva de referencia para otros emisores de deuda indexada a la inflación y al desarrollo de otros mercados relacionados.

La emisión de títulos indexados a la inflación es una práctica financiera sana que siguen la mayoría de los países desarrollados con objeto de diversificar el riesgo y reducir su costo de fondeo. Si bien estos instrumentos sin duda continuarán formando parte del portafolio de pasivos del Gobierno Federal, durante 2007 se trabajará en determinar el tamaño relativo que este componente de la deuda deberá tener en el mediano y largo plazos.

### **Permutas y Recompras de valores**

Si bien la política de emisión y reapertura de bonos conlleva beneficios importantes asociados a un perfil de vencimientos más uniforme y emisiones con mayor liquidez, dicha política también genera vencimientos por montos más elevados. Debido a lo anterior, se ha venido utilizando el Programa de Permutas de Bonos que le permite al Gobierno Federal suavizar el perfil de vencimientos de los Bonos a Tasa Fija.

Existen dos formas eficientes de suavizar el perfil de vencimientos y mitigar el riesgo de refinanciamiento: (i) la recompra de instrumentos de deuda con efectivo, y (ii) la permuta de bonos, en el cual el emisor recompra un bono en particular a cambio de un monto equivalente de otra serie de bonos gubernamentales. Las operaciones de recompra y/o permuta de bonos no sólo han sido utilizadas por los emisores soberanos para suavizar el perfil de vencimientos y como una herramienta útil para los siguientes propósitos:

- i) Eliminar referencias que han mostrado una evolución ineficiente
- ii) Estandarizar las características de los bonos en circulación
- iii) Mantener o incrementar los volúmenes de las nuevas emisiones
- iv) En general, asistir en el desarrollo eficiente de la curva de rendimientos, diferenciando claramente el volumen y la liquidez de aquellos instrumentos utilizados como referencia de tasa de interés para algún plazo en particular, de los que ya no tienen ese uso.

Durante 2007, además de continuar con el Programa de Permuta de Bonos con fines de suavizar el perfil de vencimientos, el Gobierno Federal analizará la posibilidad de utilizar las permutas con el fin de asistir el desarrollo eficiente de la curva de rendimientos. De este modo, se favorecería la creación de referencias

más sólidas, diferenciando claramente el volumen y la liquidez de las nuevas referencias (aquellas que están siendo colocadas en ese momento en el mercado) en comparación de aquellas que van perdiendo su estatus de “referencia de mercado”.

Asimismo, durante el transcurso del próximo año, la SHCP estudiará la posibilidad de introducir un programa de recompra de bonos como una estrategia complementaria para reducir el impacto en el manejo de caja de los vencimientos más cercanos.

### **Reporto y Préstamo de Valores**

Un mercado activo de reporto y préstamo de valores es fundamental para el desarrollo del mercado financiero. En el caso del mercado de deuda mexicano, este es probablemente el único punto pendiente en términos de infraestructura del mercado. Las operaciones de reporto y préstamo de valores representan múltiples beneficios para los emisores, inversionistas e intermediarios, mejorando la eficiencia y la liquidez del mercado.

Las razones de un participante del mercado para realizar una operación de reporto o de préstamo de valores pueden ser muy diversas, e incluyen: incrementar el rendimiento de un portafolio de inversión, conseguir financiamiento, satisfacer la demanda por títulos con poca liquidez o simplemente cubrir una posición corta, ya sea para cumplir con una fecha de cierre de transacción o como estrategia de arbitraje o cobertura. En la medida en que se desarrolle el mercado de reporto y préstamo de valores en México, aumentará el interés por invertir en el mercado local, especialmente por parte de los inversionistas extranjeros, muchos de los cuales consideran la existencia de este mercado como un elemento indispensable para invertir en el mercado local.

Por lo anterior, la SHCP ha puesto especial énfasis en impulsar el desarrollo de este mercado, con el fin de asegurar que las disposiciones aplicables para cada uno de los participantes en operaciones de reporto y préstamo de valores se apeguen a las mejores prácticas internacionales, que el régimen fiscal aplicable a las operaciones de reporto y préstamo de valores sea el adecuado, que la infraestructura operativa esté al alcance de los diferentes participantes, y finalmente, que existan los suficientes incentivos para promover la participación de los diferentes tipos de inversionistas e intermediarios financieros. Como parte de este esfuerzo, se está estudiando la posibilidad de introducir modificaciones a la figura de Formadores de Mercado, a fin de generar un esquema de incentivos que coadyuve al desarrollo de estos mercados.

#### **3.3.2. Endeudamiento externo**

Se estima que el saldo de la deuda externa al cierre de 2007 se ubique por debajo del registrado al cierre del año en curso. Esto se debe a que el Gobierno Federal enfrentará vencimientos de bonos externos por 1,393 millones de dólares en el

año y a que el Programa Económico establece una meta de desendeudamiento externo neto de al menos 500 millones de dólares. De esta manera, se da continuidad a la estrategia de desendeudamiento externo neto aprobada por el H. Congreso de la Unión en años recientes.

La estrategia de crédito público reconoce la importancia de mantener un cierto nivel mínimo de deuda externa que garantice una diversificación adecuada de los pasivos públicos y mantenga el acceso a los mercados financieros internacionales en condiciones de liquidez favorables. Esto permitirá, por un lado, seguir contando con un vehículo eficiente para que los inversionistas puedan participar del riesgo de crédito soberano y, por el otro, contar con una referencia indispensable para transacciones en estos mercados por parte del sector privado. Estas medidas asegurarán que la deuda externa se mantenga como una valiosa fuente alterna de financiamiento.

Con base en lo anterior, se procurará mantener una presencia regular en los mercados internacionales a través de operaciones de administración de pasivos y/o manejo de la curva de rendimientos, encaminadas a alcanzar tres objetivos fundamentales: (i) mejorar los términos y condiciones de la deuda externa, (ii) desarrollar y fortalecer los bonos de referencia (*benchmarks*), y (iii) ampliar la base de inversionistas de los bonos externos. A continuación se elabora en torno a estos objetivos y su importancia estratégica.

### **Mejorar los términos y condiciones de la deuda externa**

Dentro de la estrategia de manejo de deuda externa del Gobierno Federal, el mejorar los términos y condiciones de las obligaciones adquiridas es un objetivo permanente. A través de las operaciones realizadas en los mercados externos se ha avanzado en el cumplimiento de dicho objetivo. Esto se ha reflejado en un adecuado perfil de vencimientos, en una continua disminución del costo del servicio de deuda y en un manejo prudente del riesgo inherente al portafolio de deuda externa.

Independientemente del tipo de operación, el Gobierno Federal continuará utilizando mecanismos que contribuyan a transparentar el proceso de determinación de los precios de los bonos de deuda externa y que promuevan la participación de diferentes tipos de inversionistas institucionales con diversos requerimientos de inversión.

### **Desarrollar y fortalecer los bonos de referencia**

La existencia de referencias líquidas en la curva de rendimientos del Gobierno Federal facilita la intermediación financiera, lo cual permite un mejor proceso de descubrimiento de precios de los instrumentos, así como una toma de decisiones de financiamiento más eficiente en términos económicos.

Asimismo, el desarrollo de referencias facilita al inversionista una valuación precisa de los instrumentos, refleja de manera eficiente la percepción del mercado sobre el riesgo crediticio del Gobierno Federal y fomenta la participación de inversionistas con diversos perfiles de riesgo y diferentes horizontes de inversión. En el largo plazo, el fortalecimiento de referencias en puntos específicos de la curva de bonos del Gobierno Federal permitirá incrementar la liquidez de los bonos, dando profundidad al mercado y, en consecuencia, permitirá optimizar el costo de servicio de la deuda.

### **Ampliar la base de inversionistas de los bonos externos**

En 2007, el Gobierno Federal continuará fomentando el desarrollo y ampliación de su base de inversionistas con el fin disminuir la volatilidad de los diferenciales de la deuda mexicana. Dichos diferenciales reflejan el riesgo crediticio del Gobierno Federal y son una referencia importante para el costo de financiamiento tanto del sector público como privado en México. Cabe recordar que la calificación crediticia del Gobierno Federal tiene el *grado de inversión*, incrementando el universo de inversionistas potenciales, tanto con portafolios dedicados a mercados emergentes, como a instrumentos con grado de inversión.

Asimismo, el Gobierno Federal continuará fomentando la ampliación de su base de inversionistas mediante la adecuada difusión de su estrategia de administración de deuda. La estrategia de comunicación del Gobierno Federal deberá cubrir todas las actividades de financiamiento y administración de pasivos, procurando informar a los inversionistas de manera transparente, precisa y con una visión de largo plazo sobre las políticas de contratación de deuda.

Del mismo modo, se mantendrán las actividades de mercadeo con el público inversionista —a través de presentaciones, medios electrónicos y la página de Internet, entre otros— con el fin de dar a conocer los avances obtenidos en la implementación de su política de deuda y proveerá de los elementos necesarios al público inversionista para que evalúe adecuadamente su exposición al riesgo en títulos mexicanos.

### **Operaciones en los Mercados Internacionales**

En 2007 no se tendrán necesidades de fondeo en los mercados externos, debido a que los vencimientos de deuda externa se financiarán en el mercado doméstico y a que se planea un desendeudamiento externo neto de al menos 500 millones de dólares. Por ello, las operaciones en los mercados internacionales estarán enfocadas al manejo de pasivos, por lo que tendrán un mayor grado de complejidad y tendrán por objeto optimizar el costo financiero de la deuda externa, así como apoyar al logro de los objetivos de la estrategia de manejo de deuda del Gobierno Federal en su conjunto. El volumen, tiempo, forma y complejidad de las operaciones dependerá de las oportunidades que se presenten, en función de la evolución de los mercados y de la estrategia del Gobierno Federal.

Cabe destacar que, a diferencia de las operaciones de financiamiento en el mercado local, el Gobierno Federal participa en el mercado de Bonos Globales, como uno más dentro del universo de emisores de deuda y sus actividades no son un determinante importante de la evolución de los mercados. Los precios de los bonos son determinados por el mercado y no sólo reflejan la calidad crediticia del emisor, sino también las condiciones de los mercados internacionales de capital. Por lo tanto, para llevar a cabo operaciones de manejo de deuda en el exterior, el Gobierno Federal debe buscar de manera discreta una ventana de oportunidad en la que las condiciones de mercado sean favorables para ejecutar dichas operaciones. Con el fin de realizar transacciones exitosas, el Gobierno Federal procurará que las transacciones con bonos externos se efectúen a precios que se determinen en el mercado internacional de forma transparente y competitiva.

Actualmente, la deuda externa de mercado del Gobierno Federal se encuentra denominada principalmente en dólares americanos y euros. Con base en su estrategia de mediano y largo plazo, el Gobierno Federal ha llevado a cabo una labor de desarrollo y mantenimiento de las curvas de rendimiento en ambas monedas. Las operaciones de manejo de curvas de rendimientos tienen como objetivo aumentar el tamaño y liquidez de los bonos considerados como de referencia y, al mismo tiempo, disminuir la presencia de bonos ineficientes a lo largo de la curva. Se consideran ineficientes aquellos bonos cuyo rendimiento no refleja adecuadamente el costo de financiamiento del Gobierno Federal, y por lo tanto, pueden distorsionar la percepción del riesgo país.

El Gobierno Federal cuenta con 21 emisiones de bonos en dólares vigentes en el mercado global de deuda, las cuales suman un monto aproximado de 28.5 mil millones de dólares y representan casi el 80 por ciento del total de la deuda externa. En la actualidad, también se tienen 10 emisiones vigentes de bonos denominados en euros las cuales en su conjunto equivalen aproximadamente a 6 mil millones de dólares. El resto del portafolio de deuda externa del Gobierno Federal está compuesto por dos emisiones en libras esterlinas y una emisión en francos suizos, por un monto equivalente de 1.2 mil millones de dólares.

El Gobierno Federal seguirá realizando operaciones de manejo de curva tanto en la curva de bonos denominados en dólares como en la de euros, con el objetivo de fortalecer la liquidez de los bonos de referencia y disminuir la presencia de bonos ineficientes a lo largo de la curva.

En noviembre de 2005 y marzo de 2006, se emitieron títulos opcionales (warrants). Se trata de títulos que otorgan a su tenedor el derecho, más no la obligación, de intercambiar al término de su vigencia ciertos bonos externos por Bonos a Tasa Nominal Fija en moneda nacional. Durante los meses de septiembre a noviembre de 2006 vencieron estos títulos, habiéndose ejercido en su totalidad los derechos adquiridos por los inversionistas. A la luz del éxito obtenido con los warrants como una herramienta más de administración de pasivos, durante 2007 se evaluará la posibilidad de volver a utilizar estos títulos opcionales. La experiencia exitosa del ejercicio de cuatro series de warrants

durante 2006 demostró que, en general, los instrumentos que ofrecen opcionalidad pueden ser útiles para cumplir los objetivos de fortalecimiento de la estructura del portafolio de la deuda del Gobierno Federal, ocasionando el mínimo de fricciones en los mercados. Durante 2007, se explorará la posibilidad de utilizar títulos opcionales no sólo para fines de intercambio de deuda externa por deuda interna, sino también para propósitos de manejo de la curva en dólares exclusivamente.

### **Deuda con Organismos Financieros Internacionales**

Para el caso del financiamiento proveniente de Organismos Financieros Internacionales (OFIs), durante 2006 se realizaron amortizaciones anticipadas de créditos contratados con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y el Banco Mundial por un monto aproximado de 9 mil millones de dólares. Lo anterior, con el fin de continuar con la estrategia de fortalecimiento de la estructura de la deuda mexicana. Una vez realizados dichos pagos, el saldo de los créditos del Gobierno Federal con estas instituciones se ubica en aproximadamente 4,700 millones de dólares.

La necesidad de financiamiento proveniente de los OFIs ha disminuido considerablemente en los últimos años, debido al desarrollo que ha experimentado el sistema financiero mexicano en general y, en particular, el mercado local de deuda. En este sentido, la experiencia tanto de México como a nivel global, ha sido que conforme mejora la calidad crediticia y el acceso a los mercados internacionales del país deudor, los préstamos con OFIs resultan menos atractivos. No obstante, a pesar de que el Gobierno Federal actualmente tiene acceso a diversas fuentes de financiamiento, no se prevé que este tipo de fondeo desaparezca en el corto plazo, debido al importante valor agregado en términos de asistencia técnica que puede aportar al país el trabajo con estos organismos

De esta forma, al tiempo que se reducirá de forma paulatina la deuda con los OFIs, México podrá aprovechar la asistencia técnica, la transferencia de conocimientos y el valor agregado que pueden aportar estos organismos en el diseño de políticas y fortalecimiento de sectores estratégicos para el desarrollo del país. Así, durante 2007 se privilegiará el trabajo con estos organismos en sectores específicos en donde su participación pueda contribuir a mejorar la eficiencia en la ejecución de los proyectos y programas prioritarios del Gobierno Federal. En este sentido, las relaciones con los OFIs contribuirán con el fortalecimiento institucional en nuestro país.

La amortización anticipada de algunos créditos realizada en el 2006 tendrá como efecto que, a diferencia de años anteriores en que las amortizaciones eran refinanciadas prácticamente en su totalidad a través de nuevas operaciones con esos organismos, en el 2007 se experimente un crecimiento moderado del saldo de estos créditos, el cual se prevé sea temporal. Los desembolsos de préstamos previstos con los OFIs para 2007 están asociados a proyectos que se encuentran en periodo de ejecución, y como tales, deberán seguir su curso normal.

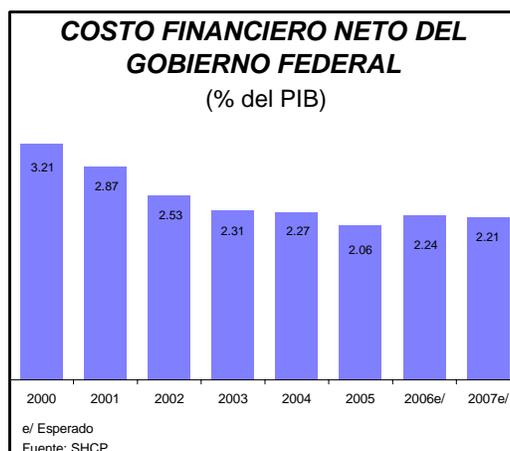
Adicionalmente, para nuevas contrataciones que se realicen en 2007 y años posteriores se establecerá un techo máximo de disposiciones anuales con cada uno de estos organismos, de forma tal que permita al Gobierno Federal refinanciar la totalidad de los vencimientos de deuda contratada con los mismos OFIs. Lo anterior servirá de base para que en el mediano plazo se pueda iniciar con una reducción del saldo remanente.

### 3.4. Proyecciones de la Deuda del Gobierno Federal para 2007

Como resultado de la implementación de la estrategia de crédito público para 2007 aquí presentada, se proyectan los siguientes resultados:

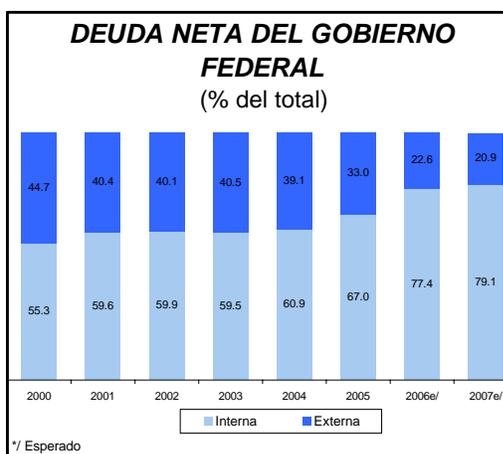
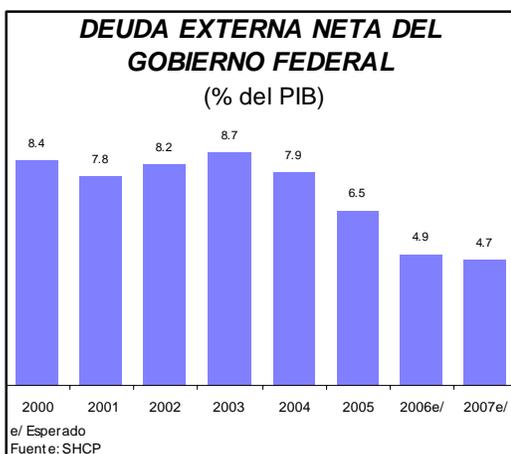
#### 3.4.1. Costo Financiero

El costo financiero neto del Gobierno Federal en 2007, como proporción del PIB, disminuirá ligeramente respecto de los estimado para 2006. Esto se debe a que si bien se presentará un incremento importante en el costo financiero de la deuda interna, debido al mayor empleo de fuentes nacionales de financiamiento, las reducciones en el saldo de la deuda externa generarán una reducción en el costo financiero correspondiente.



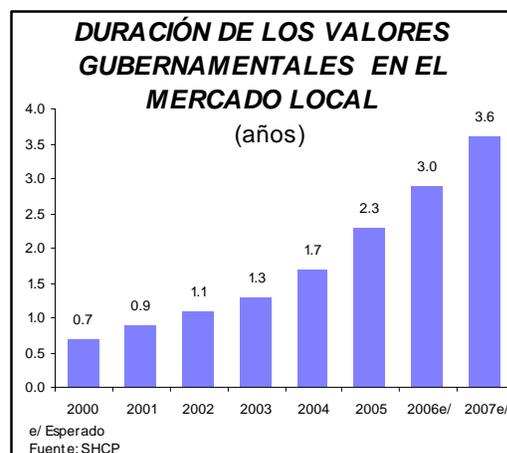
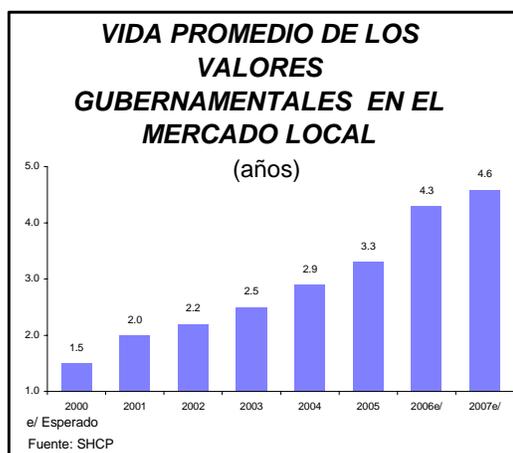
#### 3.4.2. Deuda Externa

Durante 2007 se anticipa que, como resultado de la política de privilegiar las fuentes de financiamiento internas, el saldo de la deuda externa neta del Gobierno Federal como porcentaje del PIB continuará disminuyendo, pasando de 4.9 a 4.7 puntos porcentuales del PIB. Asimismo, su importancia relativa dentro del portafolio total de deuda del Gobierno Federal continuará disminuyendo, pasando de 22.6 a 20.9 por ciento del total.

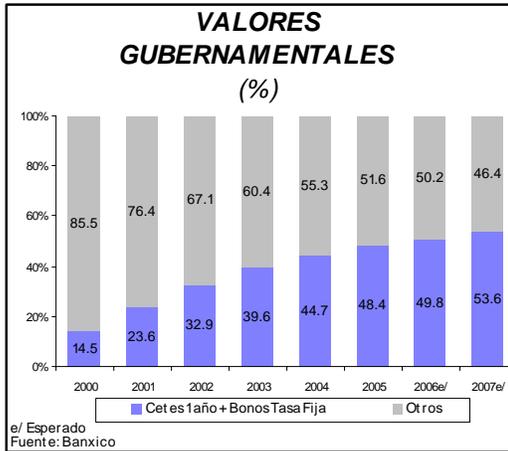


### 3.4.3. Indicadores de Riesgo

Como resultando de la estrategia de financiamiento, al cierre de 2007 la vida promedio de los valores gubernamentales colocados en el mercado local pasará de 4.3 años a 4.6 años. Asimismo, la duración de estos instrumentos pasará de 3.0 años a 3.6 años durante dicho año. De este modo, se estima que la duración del portafolio total de deuda de mercado del Gobierno Federal se ubicará en 4.0 años al cierre del ejercicio fiscal 2007, 0.4 años mayor a la duración estimada para el cierre de 2006.



Por otra parte, la política de privilegiar el uso de instrumentos de largo plazo a tasa fija en la obtención de financiamiento interno se verá reflejada en el porcentaje que dichos instrumentos representan del total de la deuda interna, el cual pasará de 49.8 a 53.6 por ciento durante 2007. Asimismo, dicha política se reflejará en el porcentaje de la deuda del Gobierno Federal que revisa tasa, el cual pasará de 38 a 34 por ciento durante el mismo período.



Como se mencionó anteriormente, la política de crédito público 2007 continuará privilegiando el financiamiento interno, así como los instrumentos de largo plazo a tasa fija. Por ello, se espera que los riesgos de tipo de cambio y de tasa de interés disminuyan durante este período. En 2007, el Costo en Riesgo de la deuda del Gobierno Federal como cociente del costo financiero esperado continuará disminuyendo. Este menor riesgo se compara favorablemente con el mismo indicador registrado al cierre de 2006.

