

PLAN ANUAL DE FINANCIAMIENTO

2008



UNIDAD DE CRÉDITO PÚBLICO

SHCP

CONTENIDO

I. Introducción.....	2
II. Política de Crédito Público en 2007.....	3
II.1. Estrategia General	3
<i>II.1.1. Deuda Interna</i>	3
<i>II.1.2. Deuda Externa</i>	5
II.2. Indicadores de Costo y Riesgo.....	8
III. Política de Crédito Público en 2008.....	11
III.1. Requerimientos Financieros del Gobierno Federal y Estrategia	11
de Financiamiento para 2008	11
<i>III.1.1. Requerimientos Financieros del Gobierno Federal</i>	11
<i>III.1.2. Estrategia de Financiamiento en 2008</i>	12
<i>III.1.2.1 Endeudamiento Interno</i>	13
<i>III.1.2.2 Endeudamiento Externo</i>	17
<i>III.1.3. Indicadores de Costo y Riesgo</i>	20
III.2 Nueva Ley del ISSSTE.....	23
IV. Consideraciones Finales	25

I. INTRODUCCIÓN

Este documento presenta los elementos principales de la estrategia de deuda del Gobierno Federal para 2008, la cual es congruente con los objetivos de mediano y largo plazo de la política de deuda pública, así como con el Programa Económico aprobado para 2008. El Plan Anual de Financiamiento para 2008 (PAFo8), se elabora en torno al objetivo central de la política de crédito público. Esto es, satisfacer las necesidades de financiamiento del Gobierno Federal al menor costo posible, manteniendo a la vez un nivel de riesgo que sea compatible con la sana evolución de las finanzas públicas y el desarrollo de los mercados financieros.

El PAFo8 se estructura de la siguiente manera. La Sección 2 ofrece un recuento breve de la política de crédito público durante 2007, así como sus avances y resultados, evaluados a través de los principales indicadores de deuda. La Sección 3 establece los objetivos de la política de crédito público y las líneas de acción en materia de deuda para 2008. En esta sección se presentan las proyecciones de los principales indicadores de deuda del Gobierno Federal para el cierre de 2008. Es pertinente señalar que las cifras presentadas como parte de los objetivos y metas para el 2008 son indicativas, ya que la evolución de las variables macroeconómicas y financieras que determinan su comportamiento es incierta.

El Plan Anual de Financiamiento para 2008 forma parte de la estrategia integral de comunicación que busca informar de manera oportuna y transparente los criterios para el manejo de la deuda del Gobierno Federal.

II. POLÍTICA DE CRÉDITO PÚBLICO EN 2007

II.1. Estrategia General

La estrategia general de la política de crédito público durante 2007 se ha dirigido a fortalecer la estructura de la deuda del Gobierno Federal, realizando acciones orientadas a reducir los riesgos que se enfrentan en su manejo y a reducir su costo. En este contexto y de acuerdo al Plan Anual de Financiamiento para 2007 (PAFo7), la estrategia general ha seguido dos vertientes principales: i) Financiar el déficit del Gobierno Federal en el mercado nacional de deuda, privilegiando la captación de recursos mediante emisiones de bonos a tasa fija de largo plazo y, ii) alcanzar la meta de desendeudamiento externo neto para el Sector Público, mejorando a la vez la estructura de costo y plazo de los pasivos denominados en moneda extranjera.

A continuación se hace un breve recuento de las principales acciones en materia de deuda interna y deuda externa en 2007.

II.1.1. Deuda Interna

En materia de deuda interna, el PAFo7 consideró las siguientes líneas de acción:

1. Fortalecer las referencias a todo lo largo de la curva de rendimiento de los bonos a tasa fija, manteniendo un número reducido de referencias con un saldo en circulación importante para cada una de ellas, con el fin de promover su eficiencia y liquidez.
2. Desarrollar la curva de tasas de interés reales mediante la emisión de Udibonos, contribuyendo a la diversificación del portafolio de la deuda interna.
3. Impulsar el desarrollo del mercado local de deuda, a través del fortalecimiento de su micro-estructura.

A partir de los lineamientos anteriores, entre las acciones realizadas durante los primeros once meses del año destacan las siguientes:

Fortalecimiento de Referencias

Con el fin de facilitar la operatividad de los títulos gubernamentales, mejorar su liquidez y contribuir a una mejor formación de precios, se continuó con una política dirigida a fortalecer las

referencias mediante la reapertura de emisiones. De esta forma, en lo que respecta a los bonos a tasa fija se han utilizado reaperturas para las colocaciones en los plazos de 3, 5 y 30 años, mientras que en los plazos de 10 y 20 años se colocó un nuevo bono, lo cual es congruente con los criterios establecidos para el establecimiento periódico de nuevas referencias en la parte larga de la curva. Para el caso de los Udibonos en los plazos de 10, 20 y 30 años, se continuaron colocando las mismas referencias empleados en el último trimestre de 2006.

En línea con lo anterior y con el fin de asegurar que las referencias se comporten de manera eficiente y que cuenten con la liquidez necesaria, en el Plan Anual de Financiamiento para 2007 se anunció la posibilidad de reducir el número de referencias y la frecuencia de colocación de los instrumentos de mayor duración. De esta manera, a partir del primer trimestre de 2007 se suspendieron las emisiones de bonos a tasa fija al plazo de 7 años y a partir del tercer trimestre de 2007 se estableció una frecuencia de seis semanas para las subastas de los bonos a tasa fija en los plazos de 10, 20 y 30 años.

Desarrollo de la Curva de Tasas de Interés Reales

En el PAFo7 se anunció la intención de continuar con la colocación de Udibonos como parte de la estrategia de deuda pública. La colocación de este tipo de títulos contribuye a diversificar el riesgo del portafolio de deuda y aprovecha la tendencia a la baja de la inflación en los últimos años. Adicionalmente, la emisión de Udibonos por parte del Gobierno Federal permite a los inversionistas institucionales ampliar y flexibilizar sus estrategias de largo plazo, principalmente a los fondos de pensiones, y favorece el desarrollo de un mercado de derivados en Udis. Esto potencia el crecimiento de los mercados de crédito de largo plazo, tales como el hipotecario y de infraestructura.

Como parte de la estrategia para construir una curva de tasas reales bien definida y con el propósito de obtener retroalimentación oportuna, durante 2007 se realizó una consulta dirigida a inversionistas institucionales nacionales y extranjeros, a fin de evaluar la conveniencia de los plazos, montos y frecuencias de colocación de Udibonos. Derivado de esta consulta, las principales recomendaciones recibidas fueron: (i) Introducir referencias de entre 1 y 5 años, (ii) aumentar gradualmente los montos a subastar, (iii) intercalar las subastas de los plazos de 20 y 30 años, reduciendo la frecuencia de colocación para el segundo, (iv) desarrollar el mercado de reporto y préstamo de valores y (v) establecer reglas para evitar la concentración.

Con base en lo anterior, a partir del cuarto trimestre de 2007 se inició la colocación de Udibonos al plazo de 3 años, con un monto de 300 millones de Udis cada 4 semanas. Asimismo, se ajustaron las fechas de colocación de los Udibonos, de tal forma que cada semana se colocará uno de los cuatro diferentes plazos (3, 10, 20 y 30 años). Asimismo, se incrementaron en 100 millones de

Udis los montos mensuales a colocar en los plazos de 20 y 30 años, además de que se redujo en 50 millones de Udis el monto mensual a colocar de los Udibonos a plazo de 10 años.

Desarrollo del Mercado Local de Deuda

Las permutas de valores conllevan beneficios importantes asociados a mejoras en el perfil de vencimiento y al desarrollo de la curva de rendimientos, manteniendo la liquidez y profundidad del mercado. En este sentido y de conformidad con el PAFo7, en el segundo trimestre del año se efectuaron dos operaciones de permuta de bonos a tasa fija.

Adicional a lo anterior, durante 2007 se continuaron los esfuerzos para seguir desarrollando el mercado de reporto y préstamo de valores. Se han efectuado una serie de modificaciones a la regulación aplicable a estas operaciones, así como a la de algunos inversionistas institucionales. Entre las adecuaciones realizadas sobresalen las siguientes:

- SIEFORES. Se hicieron precisiones sobre los parámetros con los que las SIEFORES pueden celebrar operaciones de reporto y préstamo de valores. De acuerdo a las reglas emitidas por el Banco de México, las SIEFORES pueden actuar únicamente como prestamistas y reportadoras. Asimismo, sólo les está permitido operar con instituciones de crédito, casas de bolsa y entidades financieras del exterior.
- Entidades Financieras del Exterior. Se amplió el número de entidades con las que las instituciones mexicanas pueden realizar estas operaciones y se eliminó la restricción sobre la calificación mínima de su deuda y el requisito de estar autorizadas para actuar como entidades financieras por las autoridades de los países en que estén constituidas.
- Formadores de Mercado. Con objeto de alinear mejor los incentivos de los diversos participantes del mercado, se modificó el cálculo del costo de la ventanilla de préstamo de valores para los Formadores de Mercado. Este cambio también pretende que la ventanilla se convierta en un elemento que coadyuve al desarrollo de este mercado.
- Régimen Fiscal. Se realizaron adecuaciones a las reglas misceláneas a fin de actualizar el régimen fiscal para las operaciones de reporto y préstamo de valores conforme a los cambios en la regulación que el Banco de México ha venido realizando en esta materia.

II.1.2. Deuda Externa

La estrategia de deuda externa ha tenido como objetivos principales mejorar los términos y condiciones de los pasivos, así como el desarrollo y fortalecimiento de las referencias. Esto se ha

realizado en el marco de los esfuerzos permanentes por ampliar la base de inversionistas extranjeros que participan en las colocaciones de deuda en el exterior y en las operaciones de manejo de pasivos.

El Gobierno Federal ha mantenido una extensa difusión de su estrategia de administración de deuda, dando al público inversionista los elementos necesarios para evaluar adecuadamente su exposición al riesgo en títulos mexicanos. La estrategia de comunicación comprende la Oficina de Relación con Inversionistas, la realización periódica de conferencias telefónicas, una sección exclusiva de la política de deuda dentro de la página de Internet de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, así como una amplia gama de actividades diversas tendientes a comunicar de manera clara y precisa la política de deuda del Gobierno Federal.

En línea con los objetivos principales, durante 2007 se realizaron las siguientes operaciones en materia de deuda externa:

Emisiones de Opciones de Intercambio de Deuda

Como parte de la estrategia para reducir la importancia relativa de la deuda externa en el total de la deuda del Gobierno Federal, destaca la emisión de opciones de intercambio (warrants) en marzo. Dichos títulos se emitieron vía subasta competitiva y otorgaron a su tenedor el derecho, más no la obligación, de intercambiar al término de su vigencia ciertos bonos denominados en dólares o euros, emitidos por el Gobierno Federal en los mercados internacionales (Bonos UMS), por Bonos de Desarrollo a Tasa Nominal Fija en moneda nacional emitidos en México (MBonos). La emisión consistió en una serie por 500 millones de euros (mde) y dos series por un total de 2,000 millones de dólares (mdd). Para cada divisa se consideró una canasta de bonos elegibles para ser intercambiados por dos series específicas de MBonos. En las subastas se obtuvo una demanda para intercambiar Bonos UMS por aproximadamente 3,540mdd y por 530mde, en el caso respectivo de los títulos denominados en dólares y euros.

Durante septiembre se presentó el vencimiento de las opciones de intercambio para deuda externa denominada en euros. Derivado de lo anterior, se llevó a cabo el intercambio de Bonos UMS denominados en euros con vencimientos diversos entre 2008 y 2020, por un monto de 474mde a valor nominal, por MBonos con vencimientos en 2014 y 2024, por un monto total de 6,386 millones de pesos (mdp). De igual modo, durante el mes de octubre llegó a su término la primera serie de títulos para el intercambio de deuda externa en dólares por deuda interna, en donde se intercambiaron Bonos UMS con vencimientos diversos entre 2009 y 2033, por un monto de 733mdd a valor nominal, por MBonos con vencimientos en 2014 y 2024, por un monto total de 7,945mdp. Finalmente, en el mes de noviembre se dio el último vencimiento de las opciones de intercambio emitidas en marzo, en el cual se intercambiaron bonos UMS en dólares con

vencimientos diversos entre 2011 y 2015, por un monto de 89mdd a valor nominal, por MBonos con vencimientos en 2014 y 2024, por un monto total de 896mdp. En todos los casos los Bonos UMS recibidos en los intercambios fueron cancelados.

Como resultado de estas operaciones se continuó mejorando la mezcla entre la deuda interna y la externa. Es importante aclarar que con estas operaciones la deuda total del Gobierno Federal permanece constante, al tratarse de la emisión y ejercicio de instrumentos que ofrecen solamente la opción de intercambiar deuda externa por interna.

Fortalecimiento de Referencias en el Mercado de Deuda en Dólares

En el PAF07 se enfatizó la importancia de contar con referencias líquidas en la curva de rendimiento de los títulos gubernamentales, ya que esto facilita la operatividad de dichos títulos en el mercado secundario y permite un mejor proceso de descubrimiento de precios de los instrumentos, así como una toma de decisiones de financiamiento más eficiente.

Durante el primer trimestre de 2007 se realizó una operación de manejo de deuda en los mercados internacionales por 2,797mdd. La operación tuvo dos partes: (i) El intercambio de bonos globales con diversos vencimientos por 2,392mdd por un bono con vencimiento en 2034 con un valor nominal de 2,267mdd¹ y (ii) la recompra en efectivo de bonos por 405mdd. Se trató de una operación de administración de pasivos en la parte larga de la curva de rendimientos en dólares, encaminada al fortalecimiento de la liquidez del bono de referencia a 30 años, así como a cancelar anticipadamente bonos poco líquidos de la parte larga de la curva en dólares. Asimismo, a través de la recompra en efectivo de bonos en dólares, el Gobierno Federal redujo la deuda externa en 530mdd a valor nominal y generó ahorros importantes a valor presente.

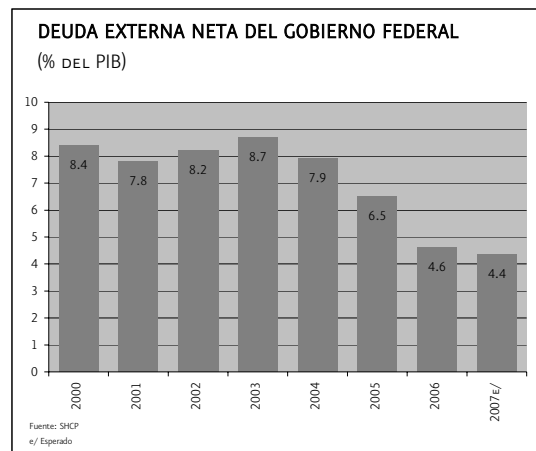
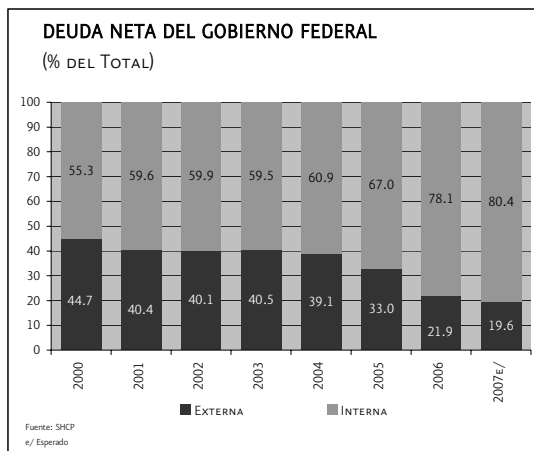
Por otra parte, durante el mes de septiembre el Gobierno Federal realizó dos emisiones en los mercados internacionales de capital por un monto total de 1,000 millones de dólares, mediante la reapertura de los bonos globales con vencimiento en 2017 y 2034. La reapertura de estos bonos fortaleció la liquidez de las referencias a 10 y 30 años, fomentando la consolidación de la curva de rendimiento en dólares. Con esta transacción, ambos bonos globales incrementaron su saldo en 500mdd cada uno y se consolidó la liquidez de dichos instrumentos. Las reaperturas se llevaron a cabo en condiciones sumamente favorables para el Gobierno Federal, toda vez que tanto el rendimiento como el diferencial sobre los Bonos del Tesoro Norteamericano logrados en la colocación de los dos instrumentos, son los más bajos que haya obtenido el Gobierno Federal en emisiones con plazos de 10 y 30 años.

¹ Como parte del intercambio, a los tenedores de bonos globales con vencimiento en 2031 y 2033 se les liquidó una parte en efectivo por 550mdd.

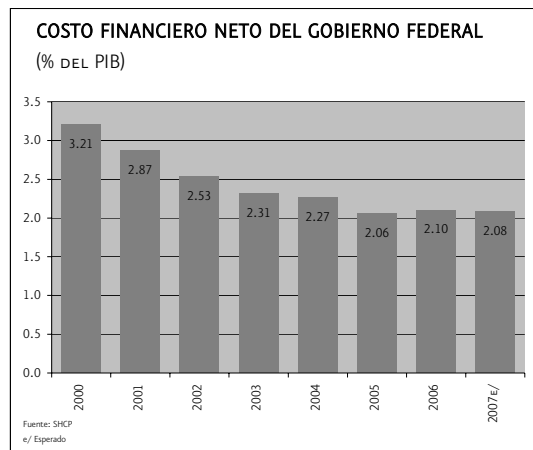
II.2. Indicadores de Costo y Riesgo

Como resultado de la estrategia de crédito público implementada a lo largo de 2007, se anticipa una evolución favorable de los indicadores principales de deuda pública al cierre del año. En este sentido, se estima que la deuda del Gobierno Federal como porcentaje del producto se ubicará en 22.2 por ciento del PIB al cierre de 2007, de los cuales 4.4 puntos porcentuales corresponden a deuda externa y el 17.8 restante a deuda interna.

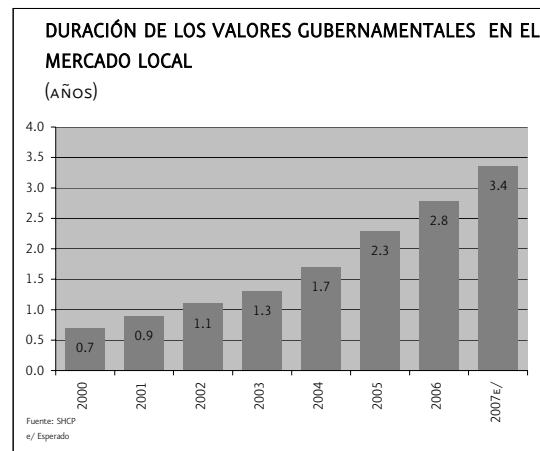
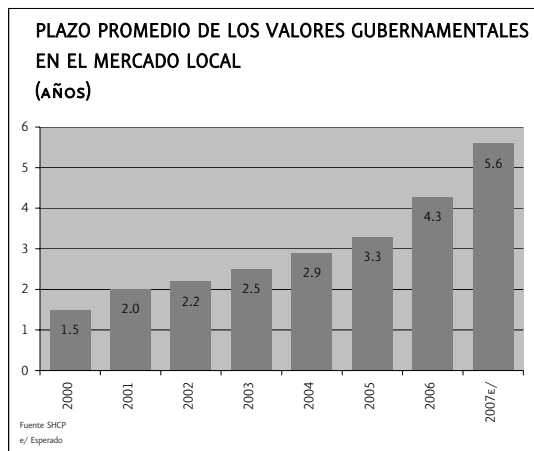
Cabe notar que, derivado de la política de desendeudamiento externo neto, la deuda externa neta del Gobierno Federal como porcentaje de la total representará 19.6 por ciento al cierre de 2007. La menor participación de la deuda externa dentro de la deuda total reduce el riesgo de refinanciamiento ante cambios en el entorno internacional que afecten las tasas de interés externas y el tipo de cambio.



El costo financiero del Gobierno Federal, que incluye el pago de intereses y comisiones de la deuda pública, así como las erogaciones asociadas a los programas de apoyo a ahorradores y deudores de la banca, se estima en 2.1 por ciento del PIB al cierre de 2007. Este nivel resulta similar a lo observado al cierre de 2006.

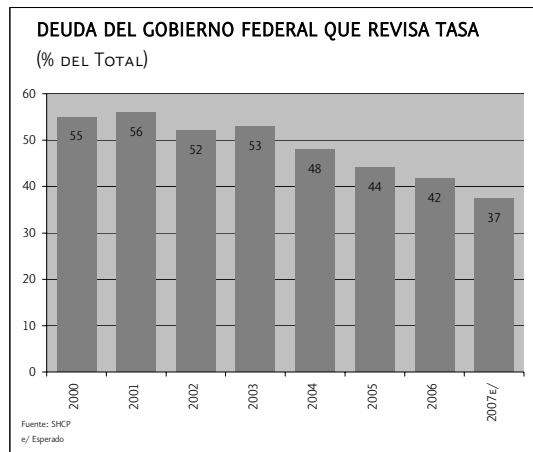
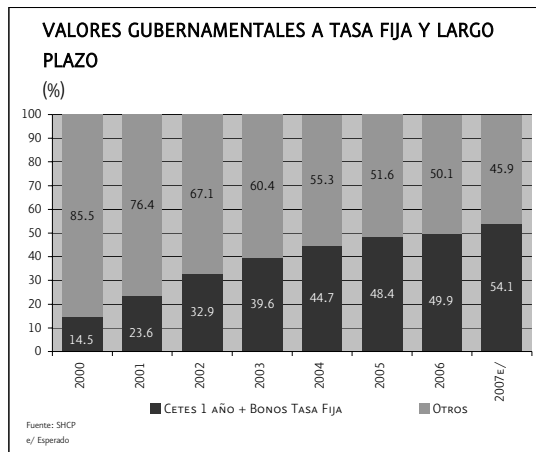


La estrategia de financiamiento que se ha venido implementando en los últimos años privilegia la captación de recursos a través de valores de largo plazo, provocando un aumento en la vida promedio y duración del portafolio de deuda. En este sentido, se estima que al cierre de 2007 el plazo promedio y la duración de los valores gubernamentales emitidos en el mercado local se ubiquen de 5.6 y 3.4 años, respectivamente. Asimismo, se estima que el plazo promedio y la duración de la deuda externa de mercado se ubicarán en 10.1 y 6.0 años, respectivamente.

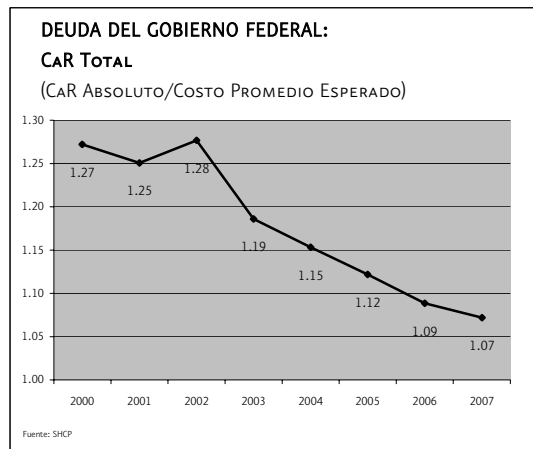


La utilización de valores gubernamentales a tasa fija en la obtención de financiamiento interno se ha reflejado en una disminución en el riesgo de tasa de interés, lo cual ha disminuido la vulnerabilidad de las finanzas públicas. En este sentido, se estima que al cierre de 2007 los valores gubernamentales a plazo mayor o igual a un año representarán 54.1 por ciento del total y que el porcentaje de la deuda del Gobierno Federal que revisa tasa será 37.4 por ciento. De manera

similar, se estima que al cierre del año el 90.3 por ciento de la deuda externa de mercado tendrá un plazo mayor o igual a un año.



Los factores anteriores han incidido positivamente tanto en el nivel como en la variabilidad del costo financiero. Se estima que el Costo en Riesgo (CaR) relativo de la deuda del Gobierno Federal disminuya ligeramente en 2007 con respecto a 2006, continuando así con su tendencia descendente.² La disminución moderada del CaR relativo se debe a que, si bien las proporciones de la deuda que revisa tasa y denominada en moneda extranjera se han reducido, la mayor volatilidad registrada en las tasas externas y en los mercados cambiarios durante 2007 compensan parcialmente tales efectos.



² En la sección de proyecciones para el cierre de 2008 se ofrece una breve descripción del CaR relativo y sus implicaciones para las finanzas públicas.

III. POLÍTICA DE CRÉDITO PÚBLICO EN 2008

En el PAFo8 se consideran dos elementos fundamentales que inciden de manera directa sobre la política de crédito público para el año. En primer lugar, las acciones necesarias en materia de endeudamiento para cubrir las necesidades de financiamiento del Gobierno Federal. Asimismo, el reconocimiento de los derechos adquiridos por parte de los trabajadores al servicio del Estado y el financiamiento de la reforma a través de títulos de deuda, derivado de la promulgación de la nueva Ley del ISSSTE en marzo de 2007.

III.1. Requerimientos Financieros del Gobierno Federal y Estrategia de Financiamiento para 2008

III.1.1. Requerimientos Financieros del Gobierno Federal

El Programa Económico aprobado para 2008 es congruente con un balance público en equilibrio, el cual resulta de un déficit del Gobierno Federal y de un superávit de las entidades paraestatales bajo control presupuestario directo. En consecuencia, la Ley de Ingresos de la Federación para 2008 autoriza un monto de endeudamiento interno neto del Gobierno Federal por 220 mil millones de pesos, así como una reducción neta de la deuda externa de al menos 500mdd, excepto para aquella contratada con organismos financieros internacionales de carácter multilateral, para la cual autoriza un endeudamiento neto de hasta 1,500mdd.³

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

Las necesidades de financiamiento derivadas del endeudamiento neto del Gobierno Federal programado para 2008 como proporción del PIB, se estiman en 2.1 por ciento. De esta forma, las necesidades brutas de financiamiento del Gobierno Federal en 2008, las cuales cubren tanto los

³ El techo de endeudamiento interno no incluye los recursos fiscales y la emisión de pasivos para el reconocimiento de la deuda por concepto de pensiones, que da cumplimiento a la nueva Ley del ISSSTE.

vencimientos como el endeudamiento neto, se estiman en 7.8 por ciento del PIB. Cabe destacar que las necesidades de financiamiento asociadas a vencimientos de deuda externa de mercado representarán en 2008 únicamente el 5.3 por ciento de las necesidades totales.

NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO DEL GOBIERNO FEDERAL*

	2007		2008	
	% del PIB	% del total	% del PIB	% del total
1. Endeudamiento neto 1_/	2.2	25.0	2.1	26.6
2. Amortizaciones	6.5	75.0	5.8	73.4
Deuda Externa	0.8	9.0	0.4	5.3
Bonos	0.7	8.2	0.4	4.6
OFIS	0.1	0.7	0.0	0.6
Otros	0.0	0.0	0.0	0.0
Deuda Interna	5.8	66.0	5.3	68.1
Valores	5.7	65.0	5.3	67.7
Cetes	3.5	40.2	3.4	44.0
Bondes	0.8	9.0	0.8	9.6
Bondes D	0.4	4.7	0.3	4.1
Bonos TF	1.0	11.1	0.8	10.0
Udibonos	0.0	0.0	0.0	0.0
Otros pasivos 2_/	0.1	1.0	0.0	0.4
3. TOTAL (1+2)	8.7	100.0	7.8	100.0

*/ Cifras estimadas

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

2_/ Dentro de este rubro se encuentra la necesidades por el SAR las cuales se expresan en términos del flujo neto.

Fuente: SHCP.

III.1.2. Estrategia de Financiamiento en 2008

La estrategia del Gobierno Federal para hacer frente a sus necesidades de financiamiento en 2008 tendrá dos vertientes principales:

- Se continuará privilegiando el uso de la deuda en pesos de largo plazo para financiar el déficit del Gobierno Federal, y
- Se instrumentará una política de pasivos enfocada a mejorar la estructura de costo y plazo de la deuda externa. Como parte de este objetivo en materia de pasivos externos, se establece una meta de desendeudamiento neto, excepto para la deuda contratada con los organismos financieros internacionales.

Partiendo de estas vertientes fundamentales, la estrategia de la deuda pública para 2008 contempla líneas de acción específicas tanto para la deuda interna como la externa.

III.1.2.1 Endeudamiento Interno

Habiendo desarrollado un mercado de valores gubernamentales líquido y eficiente en los últimos años, el Gobierno Federal pondrá especial énfasis en mejorar la microestructura de los mercados locales para perfeccionar el proceso de descubrimiento de precios y mejorar la eficiencia del mercado secundario.

El Gobierno Federal, siendo el emisor de deuda de mayor relevancia en el mercado local y su principal promotor, tomará las medidas necesarias para coadyuvar con el desarrollo de nuevos instrumentos financieros. Asimismo, se continuará promoviendo activamente la inclusión de los valores gubernamentales mexicanos en los índices internacionales de renta fija más relevantes, con el fin de ampliar la base de inversionistas del mercado local.

Las actividades de promoción del mercado local no están limitadas a los participantes nacionales, sino que abarca a los inversionistas extranjeros. Las opciones de intercambio de deuda emitidas entre 2005 y 2007 han probado ser un vehículo eficiente para fomentar la participación de inversionistas extranjeros en los mercados locales.

De manera específica, el PAFo8 comprende las siguientes líneas de acción:

1. Fortalecer la liquidez y eficiencia de los bonos a tasa fija en sus distintos plazos.
2. Desarrollar el mercado de títulos indexados a la inflación (Udibonos) y consolidar la curva de tasas de interés reales, no sólo como una herramienta de diversificación del portafolio de deuda interna sino también con el fin de proveer una referencia necesaria para un desarrollo más profundo de este mercado.

3. Mejorar la eficiencia del mercado local de deuda a través del fortalecimiento de su microestructura.
4. Mejorar el acceso a la subasta primaria de los diferentes tipos de inversionistas, tanto para instituciones como personas físicas, mediante la posibilidad de que los pequeños inversionistas participen de manera directa.

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

Política de Endeudamiento con Bonos a Tasa Fija

En 2008 se continuará instrumentando una política de reapertura de emisiones encaminada 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 tasa fija pasará de 887.3mmdp al cierre de 2007 a un estimado de 1,066.2mmdp al finalizar 2008, el número de bonos en circulación se mantendrá en 18. Por su parte, el saldo promedio por emisión se ubicará en 59.2mmdp, lo que significa un incremento respecto al monto promedio de 49.3 mmdp por emisión, estimado para el cierre de 2007.

Durante 2008, se continuará impulsando esta política de reapertura. Para todos los plazos a colocar durante el próximo año, se utilizarán reaperturas de bonos con excepción del plazo a 10 años, para el cual se emitirá una nueva referencia.

Al inicio de 2007, el Gobierno Federal colocaba valores gubernamentales a 6 diferentes plazos (3, 5, 7, 10, 20 y 30 años), por lo que contaba con seis *bonos de referencia* en la curva de rendimientos de bonos a tasa fija. Habiendo eliminado el plazo a 7 años a partir del primer trimestre de 2007, en 2008 se continuarán subastando bonos a tasa fija con plazos de 3, 5, 10, 20 y 30 años.

En la búsqueda de referencias más líquidas y de un comportamiento más eficiente, se decidió reducir la frecuencia de colocación de los instrumentos con mayor duración. Por lo anterior, a partir del tercer trimestre del 2007 los bonos a tasa fija a plazos de 10, 20 y 30 años, se colocan cada 6 semanas, en lugar de cada 4 semanas. De este modo, a través de un menor número de referencias y una menor frecuencia de subastas en la parte larga de la curva, se contribuye a la construcción de emisiones más líquidas y procesos de subasta más competitivos.

Para el Gobierno Federal, en su carácter de emisor de títulos de deuda, es importante que los bonos a tasa fija que ha colocado en el mercado posean la mayor liquidez posible, ya que esto permitirá una adecuada formación de precios en el mercado local, con lo cual se contribuye a reducir el costo de financiamiento del Gobierno Federal.

Permutas y Recompras de Valores Gubernamentales

Las operaciones de permuta fueron concebidas como una herramienta de manejo de caja, esto es, como un mecanismo eficiente para suavizar el perfil de vencimientos y administrar la parte corta de la curva de rendimientos. A partir de 2008, el Programa de Permutas podrá ser utilizado en cualquier sector de la curva de rendimientos del Gobierno Federal con el fin de acelerar el proceso de creación de *bonos de referencia*. La experiencia internacional indica que las operaciones de permuta son un vehículo eficiente para crear nuevas referencias, permitiendo que las emisiones alcancen rápidamente un volumen suficiente para convertirse en referencias líquidas. De este modo, se pretende mejorar la eficiencia de la curva de rendimientos en general.

En este contexto y con el fin de promover las mejores prácticas de mercado, en septiembre de 2007 se modificaron las reglas para la realización de operaciones de permuta limitando la participación únicamente para aquellos intermediarios que no mantengan una posición predominante en los bonos involucrados en dichas operaciones, de tal manera que se eviten posibles distorsiones por la ejecución de estas operaciones; al tiempo que se favorece la sana competencia de los intermediarios financieros y los distintos participantes del mercado.

En adición, se tiene contemplado desarrollar un programa regular de recompras que complemente a las permutas en las actividades de manejo de caja y administración de la parte corta de la curva de rendimientos. A través de estas operaciones, se podrá amortizar en forma anticipada parte del monto vigente de las emisiones que ya no están siendo colocadas en la subasta primaria.

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

Política de Endeudamiento con Udibonos

En nuestro país, se prevé para los próximos años un crecimiento significativo de emisiones de deuda estructuradas por parte del sector privado, a partir de la ambiciosa agenda de infraestructura que se está impulsando durante la presente Administración y el desarrollo del sector de la vivienda. Por la naturaleza de estas operaciones, es previsible que la mayor parte de ellas se realice mediante estructuras denominadas Udis.

En este contexto, la colocación de Udibonos se mantendrá como un componente importante de la estrategia de manejo de deuda pública y el Gobierno Federal se ha dado a la tarea de diseñar una política de emisión que se adapte mejor a la demanda esperada por títulos indexados a la

inflación. Con este propósito, en julio de 2007 la SHCP realizó una consulta a inversionistas institucionales sobre la política de emisión de Udibonos. Las recomendaciones recibidas sirvieron para delinear y validar la estrategia de emisión de instrumentos indexados a la inflación del Gobierno Federal.

Durante el cuarto trimestre de 2007, se tomaron algunas medidas encaminadas al fortalecimiento de la curva de tasas de interés reales. Ante la necesidad de una mayor oferta de instrumentos de corto plazo indexados a la inflación, la SHCP inició en octubre de 2007 la colocación de un nuevo Udibono al plazo de 3 años. Al mismo tiempo, habiendo evaluado la conveniencia de subastar los plazos de Udibonos de 20 y 30 años en forma intercalada, se adecuaron las fechas de subasta de los Udibonos para ofrecer cada semana uno de los cuatro plazos (3, 10, 20 y 30 años). Adicionalmente, se tiene previsto incorporar a los Udibonos en la figura de Formadores de Mercado durante el próximo año, a fin de garantizar una mayor operatividad de estos títulos en el mercado secundario.

En 2008 se buscará que la formación de precios para los Udibonos sea lo más eficiente posible. Asimismo, se evaluará si los montos, plazos y frecuencias a los que actualmente se emite en la subasta primaria continúan siendo adecuados y se observará de cerca la evolución de la demanda para este tipo de instrumentos, particularmente en los de mayor plazo. 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 coadyuve al desarrollo de mercados relacionados.

Desarrollo del Mercado de Reporto y Préstamo de Valores

Las operaciones de reporto y el préstamo de valores son elementos fundamentales para el desarrollo de los mercados financieros. Su importancia radica en el dinamismo que imprimen al mercado, al facilitar no sólo la toma de posiciones cortas sino que promueven la liquidez y el cumplimiento de las obligaciones de entrega de títulos.

Durante el próximo año, se continuará con la labor de coordinación con las distintas autoridades financieras para corregir los elementos operativos, regulatorios y fiscales que puedan estar inhibiendo el desarrollo de este mercado. En meses recientes se han atendido temas de carácter fiscal, operativo, del marco regulatorio, e incluso de incentivos de los participantes del mercado. El tratamiento fiscal de este tipo de operaciones es ahora más claro y está en línea con estándares internacionales. Con el afán de incentivar la participación de los Formadores de Mercado en el desarrollo de un mercado activo de reporto y préstamo de valores, a partir de noviembre de 2007 se modificó la metodología para el cálculo del costo de la ventanilla de préstamo de títulos para los Formadores de Mercado.

El desarrollo de este mercado es prioritario para el Gobierno Federal, razón por la cual durante el 2008 se evaluará el desempeño de las medidas que se han venido tomando con el fin de impulsar este mercado. Al mismo tiempo, se continuarán tomando las medidas necesarias, dentro del ámbito de competencia de la SHCP, para asegurar el desarrollo ordenado del mercado de reporto y préstamo de valores en el mercado local.

Venta de Títulos en Directo al Público

La SHCP analizará durante el próximo año la viabilidad de crear un programa de colocación directa de títulos gubernamentales entre los pequeños ahorradores, como parte de la estrategia de diversificación de su base de inversionistas. Actualmente, la única forma en que un pequeño inversionista puede adquirir títulos gubernamentales es recurriendo a las instituciones de crédito y/o casas de bolsa. Una alternativa comúnmente utilizada por este tipo de inversionistas es la adquisición de acciones representativas del capital social de una sociedad de inversión, las cuales ofrecen títulos gubernamentales únicamente como parte de una canasta o de un portafolio cuyas características no necesariamente se adecuan a las necesidades de estos inversionistas.

El Gobierno Federal ha establecido una agenda enfocada a incrementar la penetración de los servicios financieros entre la población de bajos recursos. Esta estrategia se encamina a dotar de mayor profundidad, competencia y eficiencia al sistema financiero. Entre los principales objetivos planteados se tiene el promover esquemas que garanticen que los servicios de banca lleguen a todos los sectores de la población, fomentar un mayor otorgamiento de crédito, incentivar la creación de más vehículos financieros especializados, facilitar el acceso al crédito de las pequeñas y medianas empresas y mejorar sus condiciones de financiamiento, entre otras.

En este contexto, la venta de títulos en directo se presenta como una oportunidad para continuar mejorando las condiciones de acceso y oferta de servicios financieros para las familias de ingresos medios y bajos. Este mecanismo significaría para el Gobierno, un canal adicional para fomentar la generación de ahorro y distribuir valores gubernamentales. Es de esperarse que un esquema de este tipo sea atractivo para el público y al mismo tiempo coadyuve a mitigar la percepción de que el acceso a la adquisición de títulos gubernamentales es sólo factible para los grandes inversionistas.

III.1.2.2 Endeudamiento Externo

En el pasado, la deuda externa ha sido considerada un factor de vulnerabilidad para las finanzas públicas. Sin embargo, con las medidas que se han venido implementando en materia de deuda

externa en años recientes, se ha ido reduciendo la importancia relativa de la deuda externa dentro del portafolio de pasivos del Gobierno Federal, mejorando gradualmente los términos y condiciones de la misma y construyendo un perfil de vencimientos más manejable.

En la actualidad, la deuda externa del Gobierno Federal no representa un factor de riesgo para la economía nacional, lo cual ha quedado patente en los comunicados de las principales agencias calificadoras, que se han referido de manera reiterada a la solidez del manejo de la deuda pública como uno de los argumentos principales para las mejoras otorgadas a la calificación de riesgo de nuestro país. Incluso, el Gobierno Federal considera que la deuda externa puede ser utilizada como un elemento estratégico del manejo de la deuda pública.

En este contexto, el manejo de la deuda externa puede contribuir positivamente en la estrategia para el manejo del crédito público, al contribuir con la diversificación del portafolio de pasivos del Gobierno Federal, permitir el acceso a recursos destinados a la inversión en activos globales pero que no puede ser destinada a activos denominados en moneda local, y por ende, el aumento y diversificación de la base de inversionistas.

Objetivos del Manejo de la Deuda Externa

Aunque la deuda externa se ha reducido significativamente, se considera importante mantener una presencia en los mercados internacionales de capital para que los inversionistas cuenten con un vehículo eficiente para participar del riesgo de crédito soberano y se asegure la eficiencia de la curva de rendimientos en dólares como referencia para emisiones del sector público y privado.

En este contexto, el espacio para seguir reduciendo de forma importante la deuda externa es cada vez más limitado. Durante el 2008, se espera tener una reducción del saldo de la deuda externa de mercado de tan sólo 500 millones de dólares y se mantendrá una presencia regular en el mercado de dólares americanos enfocada a desarrollar y fortalecer los bonos de referencia del Gobierno Federal. Cada emisión de deuda externa estará encaminada a mejorar los términos y condiciones de la deuda externa, desarrollar y fortalecer los bonos de referencia, y ampliar la base de inversionistas de los bonos externos.

Operaciones en los Mercados Internacionales

La mayoría de los países desarrollados mantienen una parte de su deuda pública denominada en moneda extranjera, con objeto de diversificar las fuentes de financiamiento y la base de inversionistas, así como tomar ventaja de costos atractivos en aquellas ventanas de mercado en que el costo de financiamiento en el exterior se compara favorablemente con la alternativa de colocar deuda en el mercado local.

La estrategia de endeudamiento externo estará enfocada a mantener una presencia regular en los mercados internacionales, que asegure el funcionamiento ordenado de la curva de rendimiento en dólares. La presencia en los mercados externos del Gobierno Federal se mantendrá no sólo a través de operaciones de financiamiento sino también de operaciones de administración de pasivos y/o manejo de la curva de rendimientos.

Las operaciones de manejo de la curva de rendimientos tienen como objetivo específico disminuir la importancia relativa de bonos cuyo rendimiento no refleja adecuadamente el costo de financiamiento del Gobierno Federal y, por lo tanto, distorsionan la percepción del riesgo país. Es previsible que para tal efecto se recurra a operaciones de manejo de pasivos, incluyendo: recompras silenciosas de bonos en el mercado secundario, intercambios públicos o privados de bonos, ofertas públicas de recompras de bonos y/o emisión de opciones de intercambio.

Con un monto cada vez más reducido de deuda externa, no es posible para el Gobierno Federal orientar su presencia internacional a más de un mercado de capitales. Por la profundidad y el nivel del desarrollo del mercado estadounidense, se considera que es el mercado objetivo para que el Gobierno Federal mantenga una presencia regular en sus emisiones de deuda en el exterior.

En este sentido, se privilegiará el uso de los plazos de 10 y 30 años, con el fin de contribuir a mantener la duración y vida media del portafolio de deuda externa. Asimismo, se procurará que las emisiones de nuevas referencias alcancen rápidamente un monto suficiente (de 2,000 millones de dólares o superior) para proveer de una curva de rendimientos sólida, con bonos de referencia con el volumen y la liquidez adecuados para servir de referencia tanto al sector público como privado de nuestro país.

En el mercado externo, siendo que el Gobierno Federal es tan sólo un emisor dentro del universo de emisores de deuda y sus actividades no son determinantes para la evolución de los mercados, es importante conservar suficiente flexibilidad para tomar ventaja de oportunidades específicas en los mercados financieros internacionales de capital y contribuir con ello a reducir el costo de financiamiento del Gobierno Federal.

Deuda con Organismos Financieros Internacionales

Los Organismos Financieros Internacionales tienen como misión el coadyuvar al desarrollo de los países miembros, para lo cual otorgan financiamiento y asistencia técnica. Es en este segundo punto donde la contratación de créditos con dichas instituciones adquiere su principal relevancia para nuestro país.

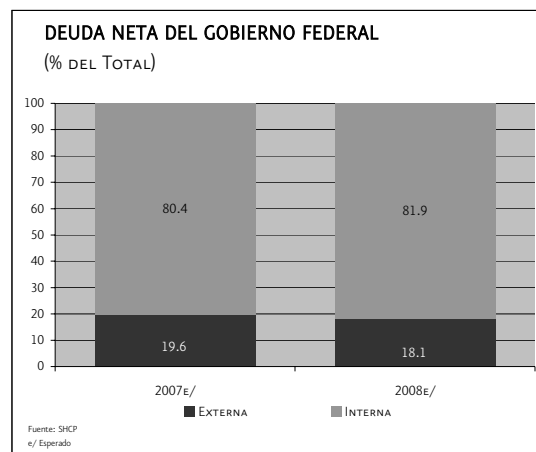
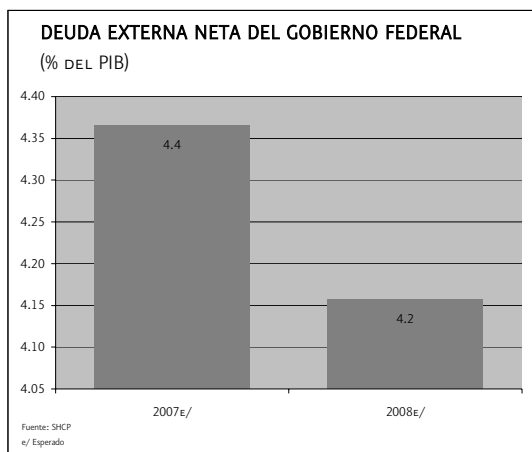
Las acciones en materia de endeudamiento que lleve a cabo el Gobierno Federal con Organismos Financieros Internacionales buscarán, en todo momento, satisfacer necesidades de financiamiento bajo condiciones adecuadas, pero principalmente, buscará aprovechar la asistencia técnica y la experiencia acumulada en el manejo de programas y/o proyectos que estos organismos poseen.

Es importante destacar el esfuerzo realizado durante el presente año, tanto por el Banco Interamericano de Desarrollo como por el Banco Mundial, para reducir los costos de los préstamos que otorgan a sus países miembros y mantenerse como una opción de financiamiento viable para los países de ingreso medio.

El Gobierno Federal reitera su interés en continuar trabajando con los Organismos Financieros Internacionales, con los cuales se contratará endeudamiento adicional en la medida en que se definan programas o proyectos en donde dichos organismos multilaterales puedan agregar valor.

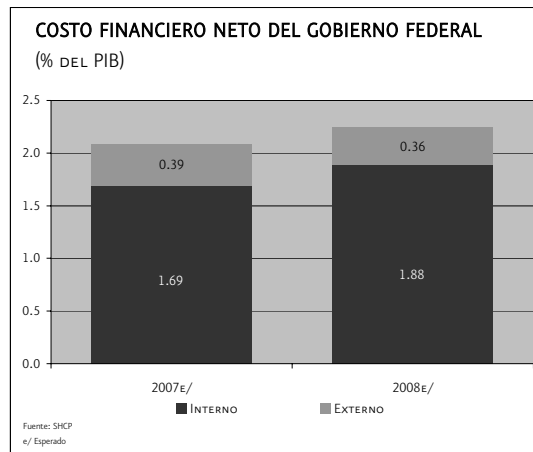
III.1.3. Indicadores de Costo y Riesgo

Como resultado de la implementación de la estrategia de crédito público para 2008, se estima que para el cierre del año la deuda neta del Gobierno Federal será equivalente a 22.9 por ciento del PIB. A su interior, la deuda externa neta del Gobierno Federal como porcentaje del PIB representará 4.2 por ciento y 18.1 por ciento de la deuda total, lo que significa reducciones de 0.2 y 1.5 puntos porcentuales en estos conceptos, respectivamente.

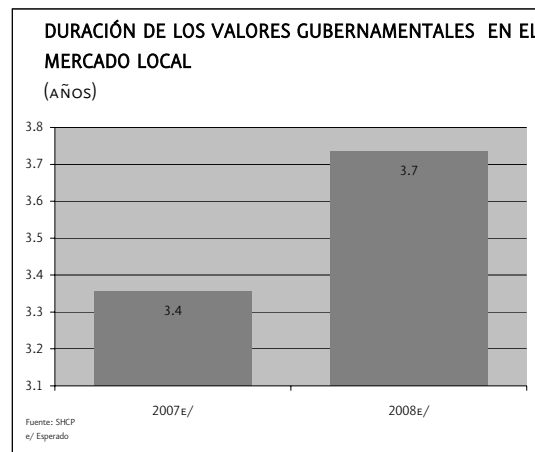
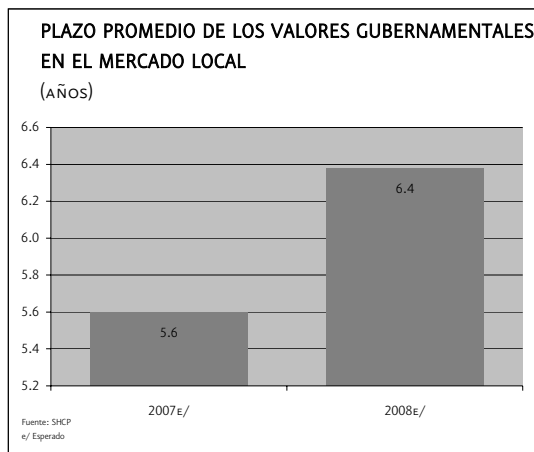


El costo financiero neto del Gobierno Federal en 2008 como proporción del PIB crecerá ligeramente respecto de lo estimado para 2007, lo cual se explica fundamentalmente por un incremento en el saldo de la deuda interna. Esto se debe a que, aunado a las operaciones de

sustitución de deuda externa por interna realizadas en años previos, para 2008 se tiene previsto que las necesidades de financiamiento del Gobierno Federal sean cubiertas completamente en el mercado local.

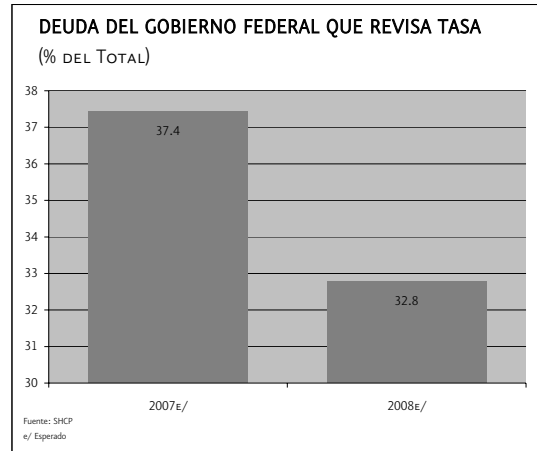
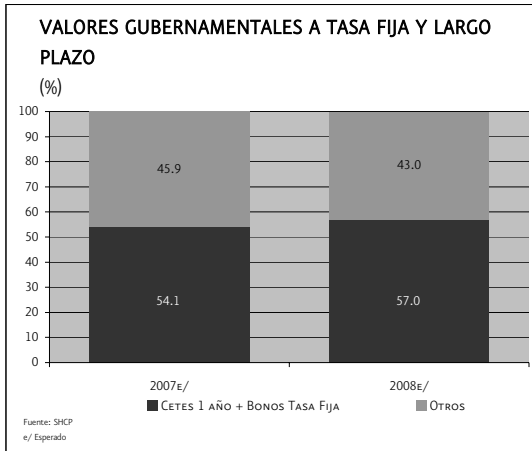


Como resultado de la estrategia de financiamiento, el plazo promedio de los valores gubernamentales en circulación emitidos en el mercado local pasará de 5.6 años al cierre de 2007 a 6.4 años al cierre de 2008 y la duración de estos instrumentos pasará de 3.4 a 3.7 años a lo largo de dicho periodo.

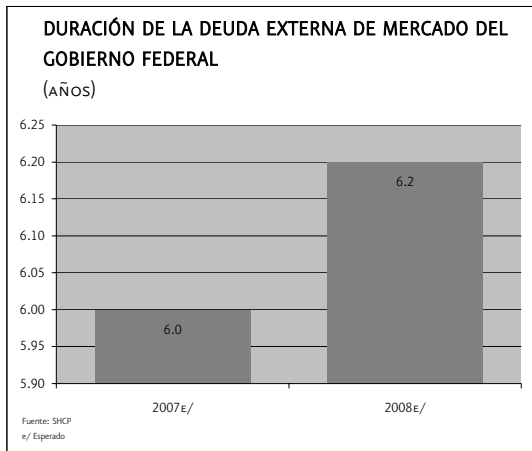
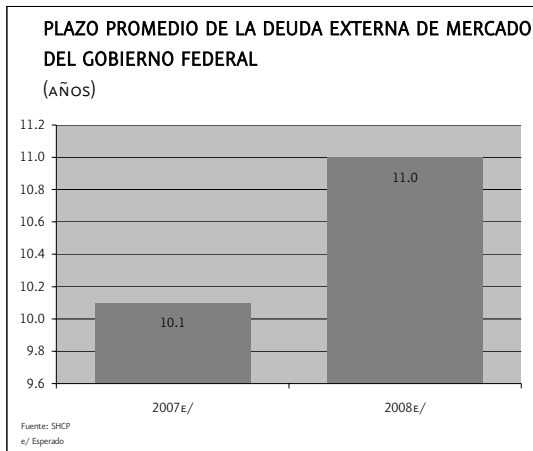


Por otra parte, la política de privilegiar el uso de instrumentos de largo plazo a tasa fija en la obtención de financiamiento interno se verá reflejada en el porcentaje que dichos instrumentos representan del total de la deuda interna, el cual pasará de 54.1 por ciento al cierre de 2007 a 57.0

por ciento a finales de 2008. Asimismo, dicha política se reflejará en el porcentaje de la deuda del Gobierno Federal que revisa tasa, el cual pasará de 37.4 a 32.8 por ciento durante el mismo periodo.



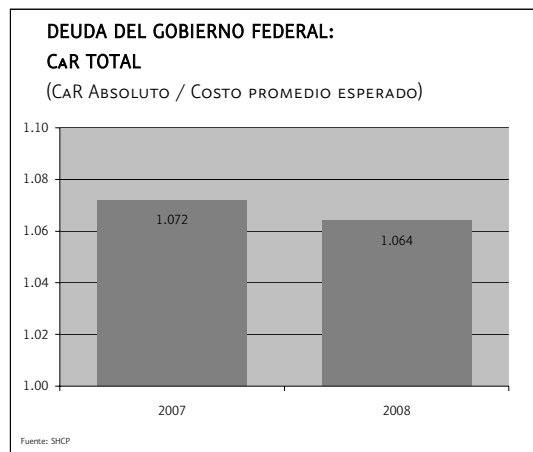
En lo que se refiere a la deuda externa de mercado del Gobierno Federal, se estima que su plazo promedio pasará de 10.1 años al cierre de 2007 a 11.0 años para el cierre de 2008, mientras que su duración se incrementará de 6.0 a 6.2 años en dicho periodo. De igual forma, se estima que para el cierre del 2008, la proporción de la deuda externa de mercado con un plazo residual de vencimiento mayor o igual a un año se ubique alrededor de 90.2 por ciento y que la proporción de la que revisa tasa sea 4.5 por ciento. Ambas cifras son similares a las observadas al cierre de 2007.



Como resultado de la política de crédito público que se seguirá en 2008, se espera que los indicadores de riesgo del portafolio de deuda mantengan una evolución favorable. En este

sentido, se anticipa que en 2008 el Costo en Riesgo (CaR) relativo del portafolio de deuda del Gobierno Federal disminuirá ligeramente respecto de 2007.

Cabe recordar que el CaR relativo es el cociente del costo financiero máximo que se presentaría en el año con un grado de confianza estadística del 95 por ciento y el costo esperado. Por ello, esta medida de riesgo refleja el incremento máximo que, para dicho grado de confianza estadística, podría presentarse en el costo financiero de 2008, dada la estructura de la deuda y el comportamiento estadístico de las tasas de interés y el tipo de cambio. En este contexto, con una probabilidad de 95 por ciento, el costo financiero para el año no excederá en 6 por ciento el costo esperado.



III.2 Nueva Ley del ISSSTE

En marzo de 2007 se promulgó la nueva Ley del ISSSTE, de acuerdo a la cual el Gobierno Federal deberá asumir compromisos que tendrán impacto tanto en el costo financiero de la deuda pública como en el monto del endeudamiento. En este sentido, conforme a lo establecido en la nueva Ley los trabajadores actuales tienen el derecho de permanecer en el sistema de reparto anterior o migrar al sistema de cuentas individuales existente.

Los derechos adquiridos de quienes elijan el nuevo sistema se reconocen a través de dos instrumentos: i) A los trabajadores en activo que aún no puedan retirarse se les acredita un bono de pensión que se deposita en sus cuentas individuales, en las cuales se seguirán acumulando las nuevas contribuciones, ii) a los trabajadores que ya pueden retirarse y que decidan hacerlo o

permanezcan activos se les otorgará un depósito a la vista en el Banco de México. De esta forma, para la instrumentación de la reforma, con base en la información que el ISSSTE proporcione a la SHCP, se emitirán los bonos de pensión o los depósitos a la vista, según sea el caso.

- En el caso de los bonos de pensión, el Gobierno Federal emitirá series de títulos no negociables de baja denominación con una fecha de vencimiento en cada año, de acuerdo al perfil de retiros, de modo que cada trabajador recibirá en su cuenta individual el bono que madura en la fecha más cercana a su retiro. Así, el monto de cada serie estará determinado por el número de trabajadores que previsiblemente se retirarán en el año correspondiente y el instrumento podrá liquidar anticipadamente a su correspondiente valor de redención, sólo por decisión del Gobierno Federal, en caso de muerte del trabajador o de retiro anticipado conforme a la ley. El bono estará denominado en Udis y será equivalente al valor presente neto de la pensión de los trabajadores a la fecha de su retiro, siendo liquidable a través de un depósito a la vista en el Banco de México. Estos bonos formarán parte de los recursos que los trabajadores acumularán en su cuenta individual aunque este instrumento no será parte de los activos de las Siefores.
- En el caso de los depósitos a la vista en el Banco de México acreditados a los trabajadores que se pueden retirar al momento de la reforma, dicho instrumento estará denominado en Udis y devengará una tasa real igual a la empleada para calcular el bono de pensión de acuerdo a la ley.

Los recursos en depósitos a la vista en el Banco de México que se acumulen, tanto por el monto inicial correspondiente a los trabajadores en posibilidad de retirarse como por el vencimiento sucesivo de los bonos de pensión, irán refinanciándose a través de valores gubernamentales. Así, el conjunto de títulos no negociables con los cuales se reconocen los derechos de los trabajadores como parte de la reforma, se irán transformando gradualmente en deuda pública de mercado. Entre los principales beneficios de este proceso, se continúa con el desarrollo de los mercados locales de deuda pública y corporativa y se aprovechan los beneficios de liquidez y profundidad del mercado de títulos gubernamentales.

IV. CONSIDERACIONES FINALES

Durante los últimos años, la política de crédito público ha transformado de forma significativa la estructura y características de los pasivos públicos. Se ha logrado aumentar el plazo promedio de los pasivos, disminuir la proporción de la deuda externa dentro de la deuda total, aumentar el porcentaje de la deuda a largo plazo y a tasa fija, así como disminuir su costo financiero.

El Gobierno Federal seguirá realizando un análisis permanente y exhaustivo de las distintas opciones de financiamiento que tiene para conformar una estructura de pasivos que permita cumplir con el objetivo principal de la política de deuda pública. Esto implica alcanzar la combinación de costo y riesgo adecuada a la estructura de las finanzas públicas en México.

Actualmente existen las condiciones para que las acciones en materia de crédito público transiten a una nueva etapa en donde se fortalezca el papel de la política de crédito público en el desarrollo de los mercados financieros nacionales. La política de deuda pública ha pasado de estar exclusivamente enfocada al manejo de riesgos a ser un agente estratégico para el desarrollo financiero en México. A través de acciones dirigidas a perfeccionar el funcionamiento de los mercados financieros, mejorar sus condiciones de liquidez y promover su eficiencia, la política de crédito público se convierte en un poderoso elemento para aumentar el volumen y mejorar la eficiencia en la asignación del crédito dentro de la economía.

Es necesario seguir fortaleciendo el papel de la deuda pública como un elemento clave en el desarrollo de los mercados financieros nacionales. En este sentido, es importante reconocer que la política de crédito público ha evolucionado de ser sólo una herramienta de manejo de riesgos a un elemento estratégico en el desarrollo financiero de nuestro país.