



SHCP

SECRETARÍA DE HACIENDA
Y CRÉDITO PÚBLICO

PLAN ANUAL
DE FINANCIAMIENTO
2016

UNIDAD DE CRÉDITO PÚBLICO

CONTENIDO

I. POLÍTICA DE DEUDA PÚBLICA	2
II. NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO PARA 2016	3
III. ESTRATEGIA DE FINANCIAMIENTO PARA 2016	7
III.1 Contexto Internacional	7
III.2 Estructura del Portafolio Actual	11
III.3 Estrategia de Financiamiento para 2016	14
IV. ANÁLISIS DE RIESGOS DE LA DEUDA PÚBLICA	25
IV.1 Costo en Riesgo (CaR)	25
IV.2 Análisis de Sostenibilidad	29
IV.3 Participación de Extranjeros en el Mercado Local de Deuda	32
V. CONSIDERACIONES FINALES	35

I. POLÍTICA DE DEUDA PÚBLICA

I.1 Antecedentes

El manejo responsable de la deuda pública es un elemento fundamental de la política macroeconómica de la Administración del Presidente Enrique Peña Nieto. Una estrategia prudente de endeudamiento contribuye a la fortaleza de la hacienda pública, condición indispensable para la estabilidad macroeconómica y el crecimiento económico.

La presente administración ha mantenido su compromiso con el fortalecimiento de las finanzas públicas para propiciar un entorno favorable para el desarrollo económico. En línea con dicho compromiso y conforme a la estrategia delineada en años anteriores, para el ejercicio fiscal 2016 se prevé una disminución en el déficit del sector público que propicia que la deuda del sector público en su versión más amplia (Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público) se estabilice y presente una trayectoria decreciente hacia el final de la presente administración.

En este contexto, para 2016 se mantendrá una política de deuda flexible que permita financiar las necesidades del Gobierno Federal en condiciones de costo y plazo adecuadas, con la posibilidad de cubrir dichas necesidades tanto en los mercados internos, como en los externos, conforme a la evolución de las condiciones financieras locales e internacionales. Adicionalmente, como se explica más adelante, de acuerdo con las modificaciones a la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria (LFPRH) promulgadas el 18 de noviembre de 2015, se cuenta con elementos adicionales de fortaleza en la conducción de las finanzas públicas. Lo anterior ya que los

Remanentes de Operación de Banco de México serán aplicados a mejorar la posición financiera del Gobierno Federal.

I.2 Política de Deuda Pública

Los objetivos centrales de la política de deuda pública son:

- Cubrir las necesidades de financiamiento del Gobierno Federal con bajos costos en un horizonte de largo plazo, con un bajo nivel de riesgo y considerando posibles escenarios extremos;
- Preservar la diversidad del acceso al crédito en diferentes mercados; y,
- Promover el desarrollo de mercados líquidos y profundos, con curvas de rendimiento que faciliten el acceso al financiamiento a una amplia gama de agentes económicos públicos y privados.

Para alcanzar los objetivos de la política de deuda pública se han establecido las siguientes líneas estratégicas:

1. Financiar las necesidades de recursos del Gobierno Federal en su mayor parte mediante endeudamiento interno, con el fin de mantener una estructura de deuda en la que predominen los pasivos denominados en moneda nacional. Con ello se buscará realizar el financiamiento interno de forma ordenada, en condiciones de mercado y con un bajo riesgo de refinanciamiento y de tasas de interés, lo que implica captar recursos a través de emisiones de instrumentos de largo plazo con tasa de interés fija.

2. Utilizar de manera activa el crédito externo, buscando diversificar las fuentes de financiamiento, mejorando las condiciones de los pasivos públicos denominados en moneda extranjera, preservando y ampliando el acceso a los mercados financieros internacionales.
3. Contar con un manejo integral de riesgos del portafolio de deuda, que permita hacer frente a una amplia gama de choques que podrían afectar los términos bajo los cuales se accede al financiamiento.
4. Desarrollar las referencias y las curvas de rendimiento, tanto en los mercados internos como externos, para facilitar el acceso a financiamiento de los sectores público y privado en mejores términos y condiciones.
5. Promover una política de comunicación transparente sobre el manejo del endeudamiento público, que le permita a los inversionistas y al público en general conocer los objetivos y estrategias del Gobierno Federal como emisor de deuda.

II. NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO PARA 2016

Las métricas de balance público para 2016 reflejan el compromiso del Ejecutivo Federal con el manejo responsable de las finanzas públicas. El Paquete Económico 2016 refrenda la decisión de no recurrir a mayor endeudamiento ante la previsión de menores ingresos petroleros, manteniendo la trayectoria decreciente del déficit.

Para 2016 los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP), la medida más amplia del

uso de recursos públicos, se estiman en 3.5% del Producto Interno Bruto (PIB) menor en 0.6 puntos del PIB a lo estimado para el cierre de 2015.

Los RFSP se componen de la suma del balance público presupuestario más la inversión en proyectos de alto impacto social y económico más los requerimientos financieros por Pidiregas y otros requerimientos financieros (Cuadro 1).

Cuadro 1. Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP)* (% del PIB)

CONCEPTO	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Balance Público Presupuestario LFPRH	-0.8	-0.6	-0.6	-0.3	-1.1	-1.0	-0.5
Inversión en Proyectos de Alto Impacto	-2.0	-1.8	-2.0	-2.0	-2.1	-2.5	-2.5
Requerimientos Financieros por Pidiregas	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1
Otros Requerimientos Financieros**	-1.0	-0.9	-1.1	-1.4	-1.5	-0.5	-0.4
RFSP	-3.9	-3.4	-3.8	-3.7	-4.6	-4.1	-3.5

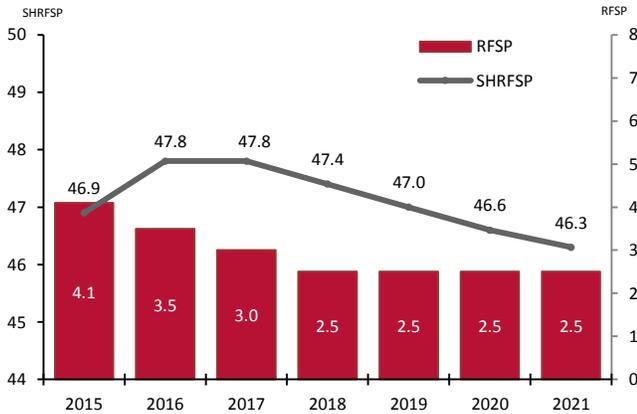
* Nueva metodología para los RFSP en línea con las adecuaciones a la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria de enero 2014, ver: Balance Fiscal en México, abril 2015, página electrónica de la SHCP.

** Otros requerimientos financieros incluyen: requerimientos financieros del IPAB, adecuaciones a los registros presupuestarios, requerimientos financieros del FARAC, Programa de Deudores, banca de desarrollo y fondos de fomento.

e/ Estimado
Fuente: SHCP

Se estima que el Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público (la medida más amplia de deuda) se estabilizará entre 2016 y 2017 para retomar una trayectoria decreciente a partir de 2018 (Gráfica 1).

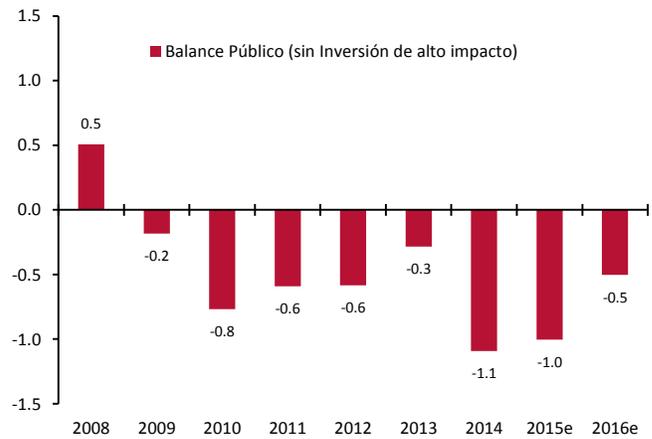
Gráfica 1. Estimación del Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público y RFSP (% del PIB)



Fuente: Criterios Generales de Política Económica 2016, SHCP

Por su parte, el balance público presupuestario se compone por la suma del balance del Gobierno Federal y el balance de Organismos y Empresas (organismos y empresas de control presupuestario directo y empresas productivas del Estado). Al respecto, para 2016, los balances combinados del Gobierno Federal y Organismos y Empresas resultan en un déficit presupuestario de 0.5% del PIB autorizado para el Sector Público en su conjunto. Dicho déficit es menor en 0.5 puntos del PIB al déficit estimado para 2015, lo cual está en línea con la trayectoria decreciente trazada en los Criterios Generales de Política Económica de 2014 (Gráfica 2).

Gráfica 2. Balance del Sector Público (% del PIB)



e/ Estimado

Fuente: SHCP

En lo que se refiere al endeudamiento del Gobierno Federal, en el artículo 2º de la Ley de Ingresos de la Federación para el ejercicio 2016, el H. Congreso de la Unión autorizó un techo de endeudamiento interno neto de 535 mil millones de pesos para el Gobierno Federal. Esta cifra es menor en 60 mil millones al techo autorizado para el 2015. Asimismo, se aprobó un endeudamiento externo neto de hasta 6 mil millones de dólares para el Gobierno Federal y la Banca de Desarrollo, igual que el techo aprobado en 2015.

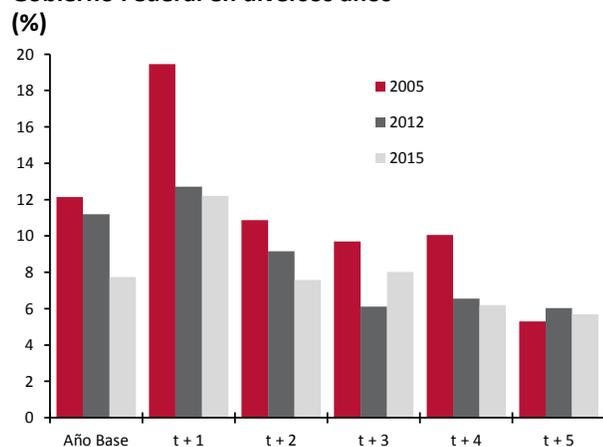
En este contexto, para 2016 se prevé un endeudamiento neto del Gobierno Federal de 526,220 millones de pesos (mdp), cifra equivalente a 2.7% del PIB. Esta cifra es menor respecto al déficit del Gobierno Federal estimado para 2015 de 3.2% del PIB. Ello implica que en 2016 se prevé una reducción en la absorción de recursos por parte del Gobierno Federal de 0.5 puntos del PIB respecto a 2015.

Por su parte, las necesidades brutas de recursos del Gobierno Federal para 2016, compuestas por la suma del endeudamiento neto más la deuda a contratar para el pago de

amortizaciones de la deuda del Gobierno Federal para el año, ascienden a 8.6% del PIB. Al respecto, las necesidades brutas de financiamiento en 2015 se estima cerrarán el año en 9.2% del PIB. De esta forma, en 2016 se prevé una menor emisión de deuda bruta respecto a 2015 en un monto equivalente a 0.6 puntos del PIB.

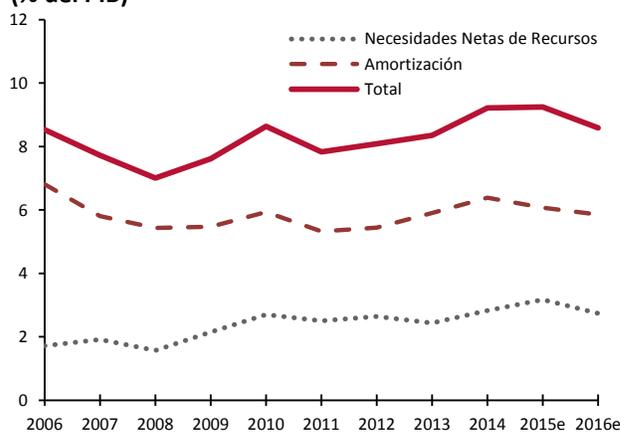
El perfil de vencimientos del Gobierno Federal se mantiene estable y con un bajo riesgo de refinanciamiento. Ello como resultado de la emisión de instrumentos de deuda a plazos mayores (Gráfica 3). Para 2016 las amortizaciones de capital, tanto de deuda interna como externa, representarán aproximadamente el 5.9% del PIB, cifra menor al 6.1% del PIB estimado para 2015 (Gráfica 4).

Gráfica 3. Perfil de Amortizaciones de la Deuda del Gobierno Federal en diversos años (%)



Con base en saldos contractuales al 30 de septiembre de cada año.
Fuente: SHCP

Gráfica 4. Necesidades de Financiamiento del Gobierno Federal (% del PIB)



e/ Estimado
Fuente: SHCP

Respecto a los vencimientos de deuda interna y externa programados para 2016, éstos ascienden a 5.6% y 0.2% del PIB, respectivamente (Cuadro 2).

Cuadro 2. Necesidades de Financiamiento del Gobierno Federal* (Miles de millones de pesos y % del PIB)

	2014		2015 ^e		2016 ^e		Variación 2016 vs. 2015 % PIB
	monto	% PIB	monto	% PIB	monto	% PIB	
TOTAL (A + B) ^{1/}	1,589.6	9.2	1,671.3	9.2	1,650.9	8.6	-0.6
A. Endeudamiento Neto	487.3	2.8	573.4	3.2	526.2	2.7	-0.5
B. Amortizaciones	1,102.3	6.4	1,097.9	6.1	1,124.7	5.9	-0.2
Deuda Externa	67.1	0.4	80.1	0.4	47.0	0.2	-0.2
Bonos	54.7	0.3	67.5	0.4	32.5	0.2	-0.2
OFIs	11.0	0.1	10.4	0.1	12.0	0.1	0.0
Otros	1.4	0.0	2.2	0.0	2.5	0.0	0.0
Deuda Interna	1,035.2	6.0	1,017.8	5.6	1,077.7	5.6	-0.0
Valores	1,023.8	5.9	1,016.1	5.6	1,077.6	5.6	-0.0
Cetes	635.6	3.7	678.7	3.8	655.5	3.4	-0.3
Bondes D	60.9	0.4	35.8	0.2	40.5	0.2	0.0
Bonos TF	206.2	1.2	301.6	1.7	217.4	1.1	-0.5
Udibonos	121.0	0.7	0.1	0.0	164.3	0.9	0.9
Otros pasivos ^{2/}	11.4	0.1	1.7	0.0	0.1	0.0	-0.0

^{1/} Los cálculos pueden no coincidir debido al redondeo.

^{2/} Incluye las necesidades netas del SAR.

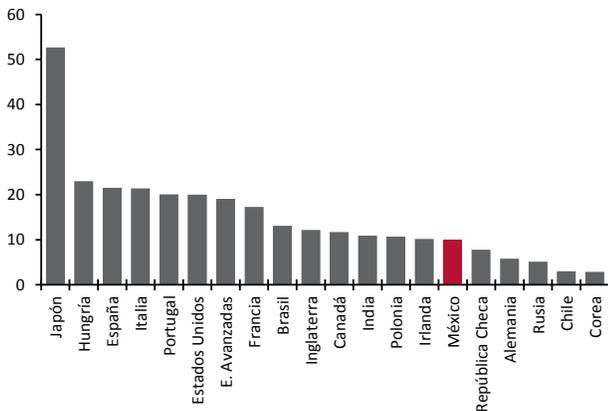
*Estimaciones para el cierre de 2015 y 2016

Fuente: SHCP

Finalmente, conviene señalar que las necesidades brutas de financiamiento del

Gobierno General se comparan favorablemente con los niveles observados en otras economías, tanto desarrolladas como emergentes (Gráfica 5).

Gráfica 5. Necesidades Brutas de Financiamiento del Gobierno General para 2015 (% del PIB)



Fuente: Fiscal Monitor, Abril 2015, FMI

Reformas para Seguir Fortaleciendo el Marco de Responsabilidad Hacendaria

En el marco del Paquete Económico 2016 se planteó una iniciativa de modificación a la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria con el objetivo de propiciar menores niveles de endeudamiento y utilizar recursos no recurrentes para alcanzar más ahorros permanentes del gasto público. La propuesta consistió en establecer un mecanismo para fortalecer la posición financiera del Gobierno Federal que diera lugar a una reducción de la deuda pública en caso de que se reciban ingresos extraordinarios asociados al remanente de operación del Banco de México.

En este sentido, el pasado 18 de noviembre de 2015 se publicó en el Diario Oficial de la Federación una reforma a la LFPRH en donde se agregó un artículo para que en los casos en que el Banco de México entere al Gobierno Federal

recursos por concepto de remanente de operación se destinen a lo siguiente: i) cuando menos el setenta por ciento a la amortización de la deuda pública del Gobierno Federal contratada en ejercicios fiscales anteriores o a la reducción del monto de financiamiento necesario para cubrir el Déficit Presupuestario que, en su caso, haya sido aprobado para el ejercicio fiscal en que se entere el remanente, o bien, una combinación de ambos conceptos, y, ii) el monto restante, a fortalecer el Fondo de Estabilización de los Ingresos Presupuestarios o al incremento de activos que fortalezcan la posición financiera del Gobierno Federal.

Teniendo en consideración lo anterior, en caso de que se generen ingresos extraordinarios provenientes del remanente de operación del Banco de México, éstos serán destinados al menos en un 70% a reducir el endeudamiento neto del Gobierno Federal y el resto al fortalecimiento de la posición financiera del Gobierno Federal de acuerdo con la LFPRH.

Lo anterior toma particular relevancia en un contexto externo de alta volatilidad en los mercados financieros internacionales. Un entorno ante el cual México debe seguir diferenciándose por el adecuado manejo de sus finanzas públicas y su compromiso con la responsabilidad hacendaria.

En suma, esta reforma a la LFPRH representa un cambio estructural de gran importancia que fortalece los principios en los que se sustenta la autonomía del Banco de México al establecer un mecanismo mediante el cual el remanente de operación de dicha institución contribuye a mejorar la posición financiera del Gobierno Federal y a reducir la deuda pública, al tiempo que fortalece el marco de responsabilidad hacendaria.

III. ESTRATEGIA DE FINANCIAMIENTO PARA 2016

III.1 Contexto Internacional

La evolución reciente de la economía internacional se ha caracterizado por dos elementos principales: **1)** un crecimiento económico global menor a lo esperado y heterogéneo; y **2)** episodios recurrentes de alta volatilidad en los mercados financieros internacionales que se han exacerbado por una disminución prolongada en los precios de las materias primas.

Las perspectivas de crecimiento a nivel mundial han continuado deteriorándose y se han revisado a la baja de manera continua, particularmente las de economías emergentes. Este bajo crecimiento ha impactado los esfuerzos de consolidación fiscal en varios países y ha acentuado los efectos de la volatilidad de los mercados en sus economías.

A finales de 2014, el Fondo Monetario Internacional (FMI) estimaba un crecimiento mundial para 2015 de 3.8% del PIB, el cual posteriormente revisó hasta 3.1%. La expectativa de crecimiento global de dicha institución para 2016 es de 3.6%. Por su parte, se estima que las economías avanzadas crecerán en promedio 2.0% en 2015 y 2.2% en 2016 (Cuadro 3).

El FMI estima un crecimiento de la economía de los Estados Unidos para 2016 de 2.8% (2.6% para 2015). La expectativa de un mayor dinamismo para la economía estadounidense está sustentada en un crecimiento sostenido del consumo privado, condiciones favorables de acceso al crédito y una aceleración de la inversión privada.

Cuadro 3. Tasas de Crecimiento Observadas y Esperadas en las Principales Economías (%)

Periodo	Mundial	Avanzadas	Emergentes y Desarrollo	Zona Euro	EUA	Japón	China
2012	3.4	1.2	5.2	-0.8	2.2	1.7	7.7
2013	3.3	1.1	5.0	-0.3	1.5	1.6	7.7
2014	3.4	1.8	4.6	0.9	2.4	-0.1	7.3
2015*	3.1	2.0	4.0	1.5	2.6	0.6	6.8
2016*	3.6	2.2	4.5	1.6	2.8	1.0	6.3
2020*	4.0	1.9	5.3	1.6	2.0	0.7	6.3

*Esperado

Fuente: WEO, Octubre 2015, FMI

Si bien el incremento en la volatilidad en los mercados financieros internacionales puede ser atribuido a diversos factores, destaca la incertidumbre que ha generado la expectativa en torno al proceso de normalización de las tasas en los Estados Unidos. Al respecto, tras varios años con tasas de interés históricamente bajas, el pasado 16 de diciembre, la Reserva Federal incrementó su tasa de referencia y señaló que sus acciones futuras serán graduales y dependientes de la evolución de su economía (Gráfica 6). A pesar de que el anuncio era esperado y fue bien recibido por el mercado, no se puede descartar volatilidad adicional en los mercados financieros y en los flujos de capital hacia las economías emergentes. Esta volatilidad podría afectar en mayor medida a aquellos países con fundamentos macroeconómicos débiles.

Recuadro 1. Implicaciones de las Decisiones de Política Monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos y de Banco de México sobre la Política de Financiamiento

El 16 de diciembre de 2015 el Banco Central de los Estados Unidos, la Reserva Federal (FED), elevó su tasa de referencia, iniciando el proceso de normalización de la política monetaria. El FED anunció un incremento de 25 puntos base en el rango objetivo de su tasa de referencia (FED Funds) ubicándola en 0.25%-0.50%. Este aumento representó el primer incremento en las tasas desde junio de 2006.

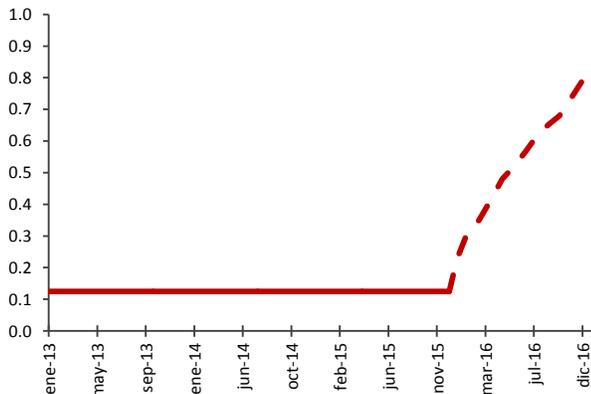
De acuerdo al FED, los riesgos tanto para las perspectivas de la actividad económica estadounidense, como para el mercado laboral están balanceados, mientras que esperan que la inflación suba conforme se disipen los efectos transitorios de la baja en los precios de los energéticos y las importaciones. El FED también estima que el mercado laboral se fortalecerá y que la inflación subirá en el mediano plazo a su objetivo de 2%. Adicionalmente, explicó que en el futuro la magnitud de los ajustes en el rango objetivo de la tasa de referencia dependerá de la evolución de la actividad económica, el mercado laboral, la inflación y sus expectativas. El FED espera que las condiciones económicas de los Estados Unidos evolucionen de manera tal que los incrementos en la tasa de referencia serían graduales.

Por su parte, el 17 de diciembre Banco de México, con el propósito principal de mantener la postura monetaria relativa entre los dos países, incrementó también su tasa de referencia en 25 puntos base. De acuerdo al Banco de México, a pesar de que el escenario central sobre el comportamiento de la inflación es congruente con el objetivo permanente de 3%, decidió incrementar el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, para ubicarla en 3.25%, buscando evitar una depreciación adicional de la moneda que pudiera ser desordenada y que afectara las expectativas de inflación y la inflación misma.

Es importante mencionar que los incrementos de las tasas de interés en Estados Unidos y México antes referidos eran esperados por la mayoría de los participantes en los mercados. Así, estos aumentos ya habían sido descontados e incorporados en las tasas de interés de algunos instrumentos, especialmente los de menor plazo. Sin embargo, lo anterior, no exime de eventos de elevada volatilidad financiera en el futuro.

La política de financiamiento para 2016 del Gobierno Federal tiene contemplado, tanto en la estrategia de financiamiento interno como en la de financiamiento externo, un escenario como el descrito anteriormente. En este escenario se presenta a lo largo de 2016 un aumento gradual en las tasas de interés de referencia. Al respecto conviene señalar que la trayectoria de alza gradual en las tasas de interés se prevé tenga un impacto limitado sobre el costo financiero de la deuda ya que solamente el 28% de la deuda total del Gobierno Federal (interna y externa) tiene una tasa de interés revisable. Sin embargo, como parte de la política de deuda pública se le dará un seguimiento puntual a la evolución de los mercados financieros internos y externos a efecto de tomar las acciones necesarias para buscar en todo momento las mejores condiciones para el manejo de la deuda.

Gráfica 6. Tasa Objetivo de Fondos Federales y sus Expectativas (%)



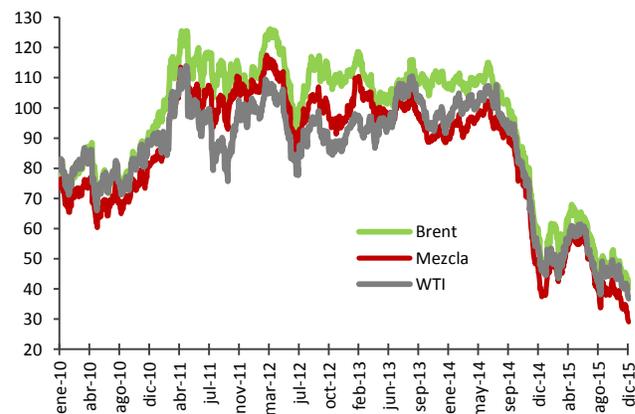
Fuente: Bloomberg

En contraste con lo observado en Estados Unidos, la actividad económica en algunos países avanzados y emergentes ha continuado deteriorándose. Al respecto, la zona Euro y Japón continúan presentando señales de debilidad. Esta situación sugiere que las condiciones monetarias a nivel mundial permanecerán acomodaticias y que la postura monetaria relativa entre Estados Unidos y estas economías continuará ampliándose durante los próximos años.

El bajo dinamismo económico también se ha observado en diferentes economías emergentes, particularmente en China y Brasil. Lo anterior, ha generado un ajuste importante en los precios de las materias primas, especialmente el del petróleo. Si bien, un factor a considerar es una menor demanda a nivel mundial, también es cierto que el mercado petrolero atraviesa por un periodo de ajustes estructurales. Esto confirma que los precios de los energéticos continuarán bajos por un tiempo prolongado (Gráfica 7).

En este contexto el dólar ha observado una apreciación con respecto a otras monedas. Este fortalecimiento de la divisa de los Estados Unidos se ha combinado con otros factores que han alimentado la incertidumbre y volatilidad de los mercados cambiarios y financieros a nivel global.

Gráfica 7. Evolución de los Precios del Petróleo (Dólares por Barril)



Fuente: Bloomberg

Los aspectos previamente mencionados significan un reto importante para las economías emergentes. Al respecto, es importante destacar que México se encuentra bien posicionado para hacerles frente. La respuesta por parte del Gobierno de la República y del Banco de México ha permitido diferenciarnos del resto de los países emergentes a través de un esfuerzo de consolidación fiscal, una política monetaria orientada a consolidar la convergencia de la inflación al objetivo de 3%, y la implementación en tiempo y forma de las reformas estructurales. En este contexto, conviene reiterar que la política de deuda pública para 2016 mantendrá flexibilidad para responder oportunamente a las condiciones prevalecientes en los mercados financieros nacionales e internacionales.

Recuadro 2. Evaluación de la Economía y la Deuda de México por el Fondo Monetario Internacional

Durante el mes de noviembre de 2015 se hizo pública la evaluación anual del Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI) sobre la economía mexicana. En el marco del Artículo IV de su Convenio Constitutivo, el FMI evalúa la situación económica y perspectivas de cada uno de sus países miembros, generalmente con una periodicidad anual.

El FMI en su evaluación de las condiciones económicas y financieras de México, en el marco de las consultas bajo el Artículo IV, resaltó la credibilidad y solidez de las políticas macroeconómicas del país, así como el fuerte compromiso de las autoridades para mantener la fortaleza de los fundamentos de la economía y salvaguardar la estabilidad financiera. Otros aspectos a destacar son los siguientes:

- El Directorio Ejecutivo señaló el progreso alcanzado en la implementación de las reformas estructurales en nuestro país, cuyos beneficios inmediatos han sido, entre otros, un incremento en la inversión, resaltando los sectores de telecomunicaciones y de energía; mejor otorgamiento de crédito debido a una mayor competencia y protección a usuarios en el sector bancario; la reducción en los precios de los servicios de las telecomunicaciones; y menores incrementos en los precios de los energéticos.
- El FMI reconoció el compromiso que han hecho las autoridades mexicanas para implementar una consolidación fiscal gradual, que fortalecerá las finanzas públicas y reforzará la confianza de los inversionistas hacia el país. Además, el FMI destacó que esta estrategia fiscal, que incluye una revisión profunda al gasto, refrenda el compromiso de reducir el déficit público y consolidar la sostenibilidad de la deuda al contribuir a ubicarla en una trayectoria descendente en el mediano plazo. El análisis de sostenibilidad de deuda hecho por el FMI muestra que la deuda pública es sostenible aun bajo varios escenarios de choques adversos.
- En su evaluación, el FMI también subrayó que el sistema financiero mexicano, incluyendo a bancos y a otros intermediarios financieros como aseguradoras y fondos de pensiones, permanece sólido. En particular, los bancos mantienen niveles de capitalización y liquidez elevados, cumpliendo con los requerimientos de Basilea III, haciendo a este sector resistente a los riesgos crediticios y de mercado.
- Finalmente, el FMI destacó que la posición externa de México es sólida y refleja los factores fundamentales de su economía, así como una postura adecuada en la implementación de políticas macroeconómicas. En particular, el régimen de tipo de cambio flexible ha tenido un papel clave en el ajuste de la economía ante los choques económicos y financieros provenientes del exterior.

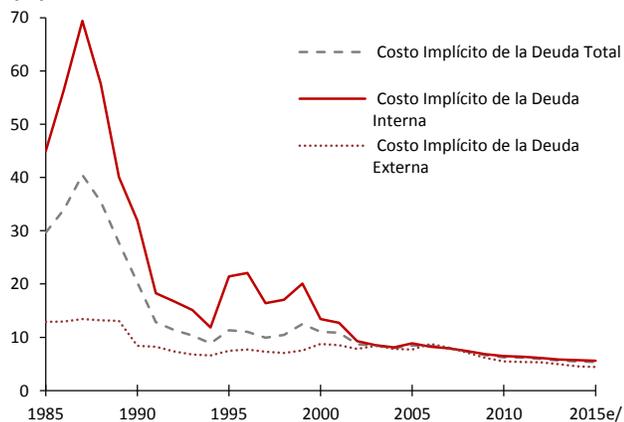
III.2 Estructura del Portafolio Actual

III.2.1 Saldos y Composición

En esta sección se presenta la evolución de los principales indicadores de la deuda del Gobierno Federal. Las métricas que se presentan permiten evaluar los distintos riesgos que se enfrentan en el manejo de la deuda pública. Una estructura sólida del portafolio de deuda permite reducir el efecto de la volatilidad financiera sobre las finanzas públicas.

El costo financiero de la deuda pública mantiene una tendencia baja y estable. Al respecto mientras que de 2000 a 2006 el promedio del costo financiero neto del Gobierno Federal fue en promedio de 2.2% del PIB, el promedio de 2012 a 2015 será de 1.7% del PIB.

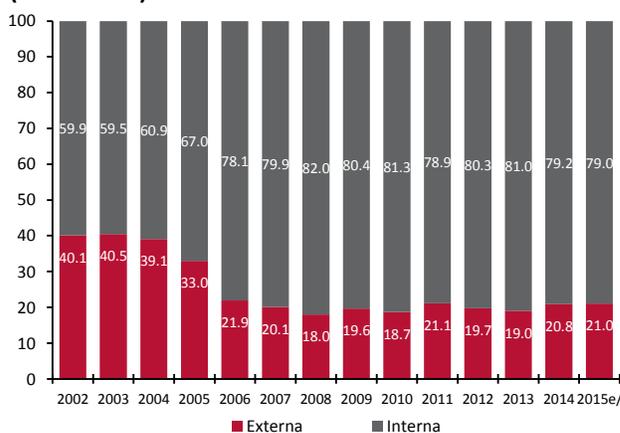
Gráfica 8. Costo Bruto Implícito de la Deuda del Gobierno Federal (%)



Fuente: SHCP

Por lo que se refiere a las monedas en las que está compuesto el portafolio de deuda del Gobierno Federal, cabe destacar que la mayor parte de los pasivos están denominados en moneda nacional (79.0%) (Gráfica 9).

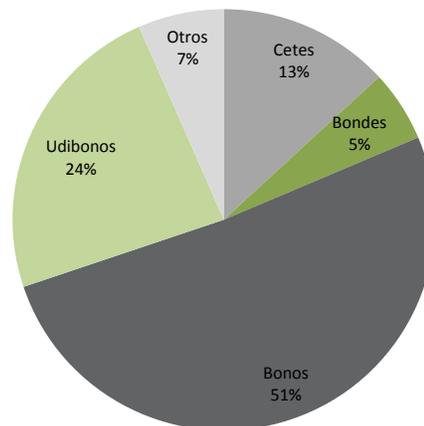
Gráfica 9. Composición de la Deuda Neta del Gobierno Federal (% del Total)



Fuente: SHCP
e/ Esperado

Dentro de los pasivos internos, la mayor parte se encuentra en instrumentos a tasa fija, tanto en pesos como en udís (Gráfica 10).

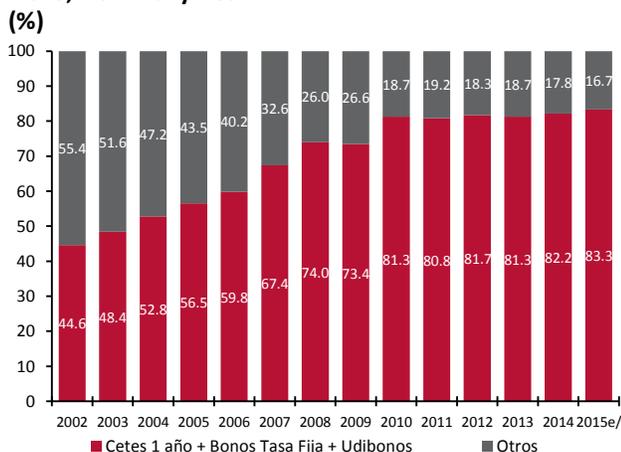
Gráfica 10. Composición de la Deuda Interna del Gobierno Federal (%)



Fuente: SHCP al cierre de septiembre de 2015

Dentro de la deuda interna, como resultado de una mayor colocación de instrumentos a largo plazo, se ha incrementado la participación de los valores a tasa fija en el saldo de los valores gubernamentales. Al cierre de 2015, este tipo de instrumentos se estima representará el 83.3% del total (Gráfica 11).

Gráfica 11. Valores Gubernamentales a Tasa Fija y Largo Plazo, Nominal y Real (%)



e/ Esperado
Fuente: SHCP

En lo que se refiere a la deuda externa, la mayor parte corresponde a bonos emitidos en los mercados internacionales (69%), siguiendo en importancia los créditos con Organismos Financieros Internacionales (OFIs) (29%) y en menor proporción los créditos bilaterales de comercio exterior (Gráfica 12).

Gráfica 12. Composición de la Deuda Externa del Gobierno Federal (%)

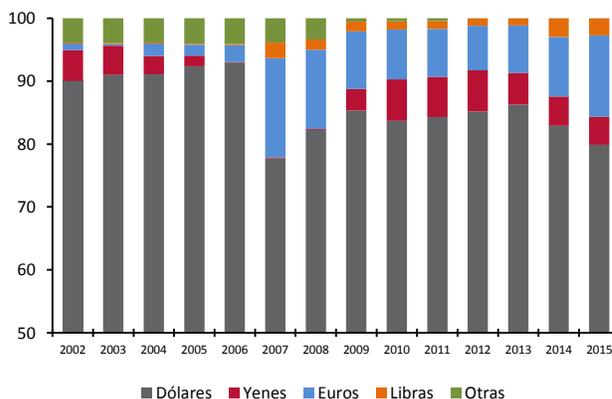


Fuente: SHCP al cierre de septiembre de 2015

En cuanto a la composición de monedas de la deuda externa, ésta se concentra principalmente en dólares americanos, si bien

con una disminución gradual en su participación en los últimos años en la medida en la que la diversificación de fuentes de fondeo y de la base de inversionistas ha incrementado la colocación de deuda en yenes, euros y libras esterlinas.

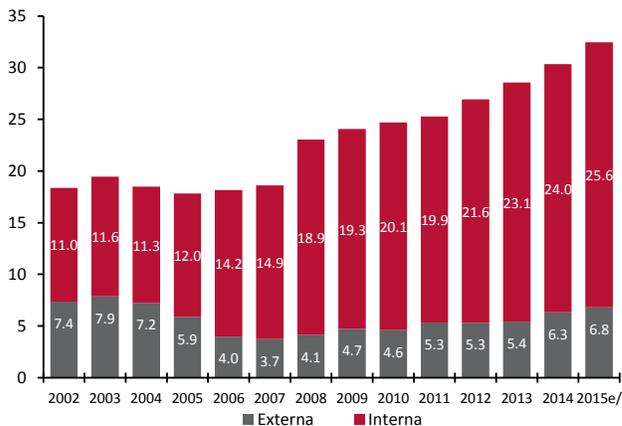
Gráfica 13. Composición por Moneda de la Deuda Externa del Gobierno Federal (% del Total)



Para 2015 corresponde al cierre del mes de julio
Fuente: SHCP

Se prevé que la deuda neta del Gobierno Federal al cierre del ejercicio 2015 sea 32.4% del PIB, con 6.8% del PIB externa y 25.6% del PIB interna (Gráfica 14).

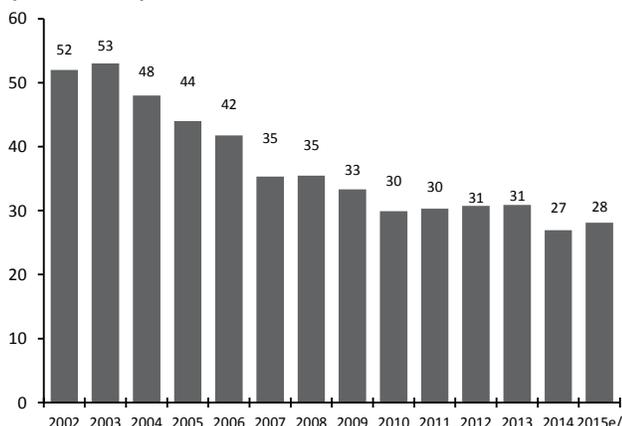
Gráfica 14. Deuda Neta del Gobierno Federal (% del PIB)



e/ Esperado
Fuente: SHCP

La deuda (interna y externa) con vencimiento menor a un año, así como la que tiene tasa de interés revisable (Bondes) se ha mantenido estable como porcentaje de la deuda total, y alcanzará al cierre de 2015 el 28% (Gráfica 15).

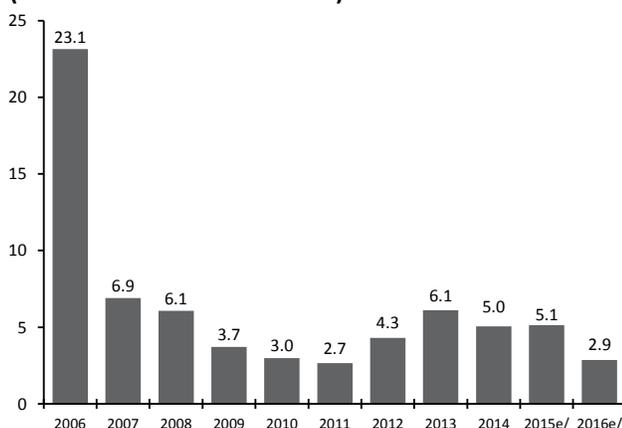
Gráfica 15. Deuda del Gobierno Federal que Revisa Tasa* (% del Total)



*Cifras revisadas
e/ Esperado
Fuente: SHCP

Para 2016 las amortizaciones de deuda externa del Gobierno Federal son reducidas, concentrándose principalmente en Bonos y en menor medida en créditos con OFIs.

Gráfica 16. Amortizaciones Anuales de Deuda Externa del Gobierno Federal (Miles de Millones de Dólares)

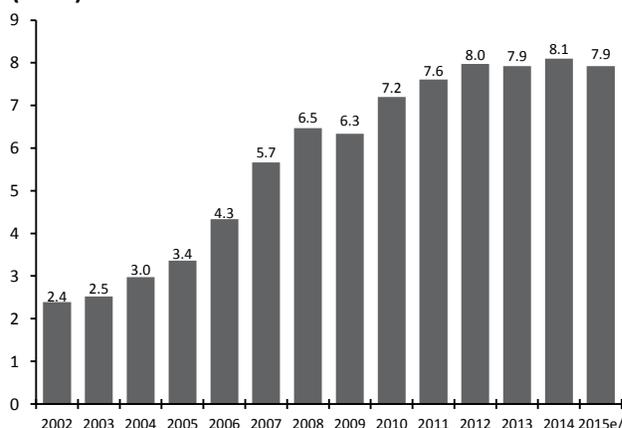


e/ Esperado
Fuente: SHCP

III.2.2 Plazo Promedio y Duración

El plazo promedio del portafolio en valores gubernamentales se estima que será de 7.9 años al cierre de 2015. Este indicador muestra que en promedio la deuda vence en el largo plazo, lo que coadyuva a enfrentar periodos de volatilidad y escasez de recursos en los mercados de deuda. (Gráfica 17). Adicionalmente, se prevé que la duración se ubicará en 5.0 años al cierre de 2015 (Gráfica 18).

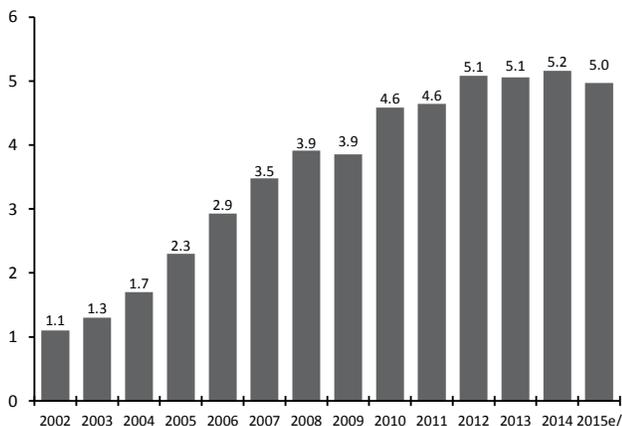
Gráfica 17. Plazo Promedio de Valores Gubernamentales en el Mercado Local (Años)



e/ Esperado
Fuente: SHCP

Como reflejo del fortalecimiento del portafolio de deuda del Gobierno Federal, el plazo promedio registró una tendencia gradual al alza desde el año 2000 y se ha mantenido en niveles elevados en los últimos años. En particular, este indicador se compara favorablemente respecto a otros países; por ejemplo, el plazo promedio de la deuda gubernamental en los Estados Unidos es actualmente de 5.8 años.

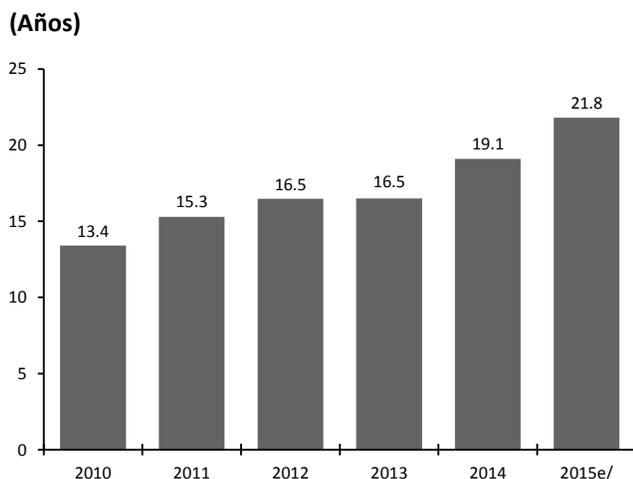
Gráfica 18. Duración de los Valores Gubernamentales en el Mercado Local (Años)



e/ Esperado
Fuente: SHCP

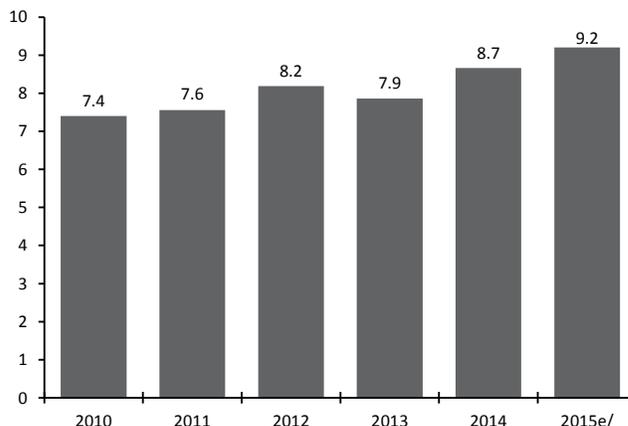
Por su parte, el plazo promedio de la deuda externa se ha incrementado en los últimos años. Entre 2010 y 2014 se realizaron 3 colocaciones de bonos a un plazo de 100 años y en abril de 2015 se realizó una colocación de un bono en euros a 100 años. Esto ha aumentado el plazo promedio y la duración de la deuda externa. Se estima que para el cierre de 2015, el plazo promedio y la duración de la deuda externa serán de 21.8 y 9.2 años respectivamente (Gráficas 19 y 20).

Gráfica 19. Plazo Promedio de la Deuda Externa de Mercado del Gobierno Federal (Años)



e/ Esperado
Fuente: SHCP

Gráfica 20. Duración de la Deuda Externa de Mercado del Gobierno Federal (Años)



e/ Esperado
Fuente: SHCP

III.3 Estrategia de Financiamiento para 2016

III.3.1 Endeudamiento Interno

III.3.1.1 Antecedentes

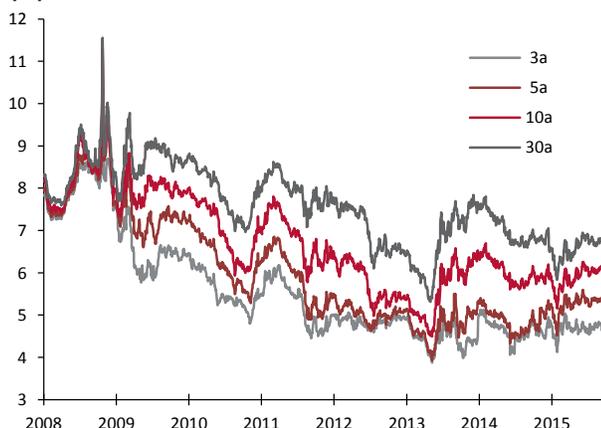
Durante 2015 la política de endeudamiento interno ha estado dirigida a satisfacer la mayor parte de las necesidades de financiamiento del Gobierno Federal a través de la colocación de valores gubernamentales, considerando la demanda de los inversionistas, tanto locales como extranjeros. En la implementación de esta estrategia se ha procurado en todo momento el buen funcionamiento del mercado local de deuda y el proveer referencias de mercado para otros emisores.

La estrategia para 2015 contempló la realización de operaciones de permuta de valores, siendo una herramienta efectiva para el manejo de la parte corta de la curva y del perfil de amortizaciones.

Durante 2015 se realizaron cuatro operaciones de permutas de Bonos a tasa fija, con las cuales

se logró refinanciar más de 165,000 millones de pesos ligados a instrumentos de la parte corta de la curva.

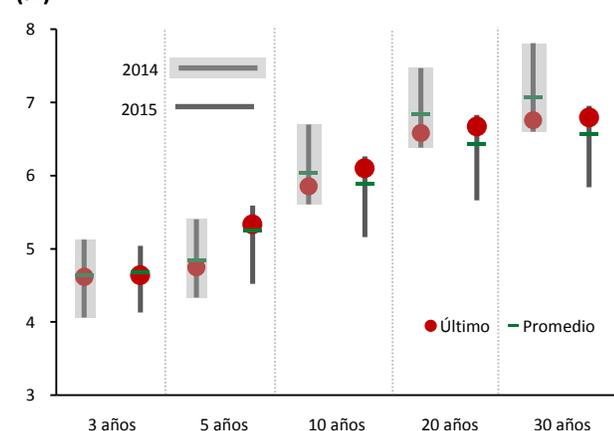
Gráfica 21. Rendimientos Históricos de Bonos M (%)



Fuente: SHCP

Gráfica 22. Rangos de Rendimiento de Bonos M 2015 Y 2014

(Valores Mín., Máx., Actual y Promedio)



Tanto para 2014 como para 2015 los últimos valores corresponden al 10 de septiembre.

Fuente: SHCP

Por otro lado, las subastas de segregados de Udibonos a plazo de 30 años se realizaron con una frecuencia de 12 semanas. El monto subastado se dio a conocer en la convocatoria correspondiente, la semana anterior a su colocación.

Finalmente, se continuó con la mecánica adoptada en el segundo trimestre de 2013 para determinar el monto a subastar de los Cetes a 28 y 91 días con mayor flexibilidad, a fin de tener un uso de caja más eficiente y conservar la relevancia de dichas subastas como referencia de mercado de tasas de interés.

Un elemento fundamental de la estrategia de colocación de valores ha sido el mantener una comunicación activa con el público inversionista y otorgar certeza sobre las necesidades de financiamiento y la combinación de instrumentos a colocar. Así, los anuncios trimestrales de colocación de valores gubernamentales dan certidumbre respecto a la oferta de títulos que se van a subastar, lo que permite a los inversionistas hacer inferencias sobre los instrumentos que les resulten más atractivos. Por otro lado, al revisarse el calendario de colocación con frecuencia trimestral, se pueden actualizar los montos de colocación que se realizan a lo largo del año a fin de tomar en cuenta los cambios que se pudieran presentar en los mercados financieros.

Al cierre de 2014 el déficit del Gobierno Federal resultó menor al esperado, al mismo tiempo en que las necesidades de financiamiento para 2015 preveían una reducción en la absorción de recursos. Derivado de lo anterior, para el primer trimestre del 2015 se decidió disminuir el monto de la colocación bruta y en consecuencia se redujeron los montos de colocación de los Bonos M y Udibonos en todos sus plazos, manteniendo los montos de colocación de Cetes y Bondes D sin cambios con respecto al último trimestre de 2014. Para el segundo trimestre del año, los montos de colocación de los valores gubernamentales permanecieron sin cambios.

Durante la primera mitad del año, la volatilidad en los mercados financieros internacionales permaneció en niveles elevados ante la continua reducción en el precio del petróleo, la incertidumbre en torno a las negociaciones de la deuda griega, la caída en los índices accionarios de China y sobre todo la incertidumbre del inicio y subsecuente ritmo de normalización de la política monetaria en Estados Unidos. En este entorno, las tasas de interés registraron incrementos como reflejo del proceso de ajuste en las tasas de Estados Unidos. Ante ello, para el tercer trimestre del año, se redujeron los montos de colocación de los Bonos M de corto plazo (3 y 5 años) y para compensar la disminución en la colocación bruta, se incrementó el monto de colocación quincenal de los Bonos D al plazo de 5 años.

Para el cuarto trimestre no se presentaron mayores cambios en las condiciones de mercado y se conservaron los montos de colocación del trimestre anterior, a excepción del incremento en el monto de colocación de los Bonos D.

La exposición al riesgo de tasas de interés esperada para finales de 2015 es similar a la del año anterior. Ello se ilustra en términos de la sensibilidad del precio de los bonos colocados ante cambios en las tasas de interés (cuyo proxy es la duración) (Cuadro 4).

Cuadro 4. Colocación de Valores Gubernamentales 2015 (Millones de pesos)

	I	II	III	IV
Cetes 28	Mín: 4,000 Máx: 9,000	Mín: 4,000 Máx: 11,000	Mín: 4,000 Máx: 11,000	Mín: 4,000 Máx: 11,000
Cetes 91	Mín: 7,000 Máx: 12,000	Mín: 7,000 Máx: 14,000	Mín: 7,000 Máx: 14,000	Mín: 7,000 Máx: 14,000
Cetes 182	11,000	11,000	11,000	11,000
Cetes 364	11,000	11,000	11,000	11,000
Bonos 3A	9,500	9,500	9,000	9,000
Bono 5A	9,000	9,000	8,500	8,500
Bonos 10A	8,000	8,000	8,000	8,000
Bonos 20A	3,000	3,000	3,000	3,000
Bono 30A	2,500	2,500	2,500	2,500
Udibonos 3A	850	850	850	850
Udibonos10A	750	750	750	750
Udibonos 30A	500	500	500	500
Bonos D 5A	3,000	3,000	4,000	5,000
Duración	5.07	5.13	4.98	5.0 e/

e/ Estimado

Fuente:SHCP

III.3.1.2 Política de Endeudamiento Interno

La política de endeudamiento interno para 2016 conserva los principales elementos de la estrategia de endeudamiento interno implementada en los últimos años, así como un alto grado de flexibilidad para adaptarse a las condiciones prevalecientes en los mercados financieros.

La estrategia contempla la posibilidad de realizar operaciones de permuta de valores, las cuales podrán involucrar los diferentes instrumentos que se colocan, con la finalidad de contribuir al sano desarrollo del mercado y a manejar adecuadamente las amortizaciones de deuda. Asimismo, se podrán realizar operaciones de recompra como una estrategia adicional para el manejo de la parte corta de la curva y del perfil de amortizaciones, así como hacer un uso de caja más eficiente.

Por otro lado, durante 2016 las subastas sindicadas continuaran realizándose con el mismo formato que años anteriores. Éstas podrán ser realizadas en cualquier trimestre del año y el monto a subastar podrá ser adicional a la colocación trimestral programada para ese instrumento. Los anuncios de convocatoria a las subastas se realizarán durante la semana previa a su colocación.

La estrategia para 2016 considera continuar fortaleciendo y adecuando la figura de Formadores de Mercado para seguir promoviendo la liquidez en el mercado de deuda local y así contribuir con su desarrollo. Finalmente, se continuará consolidando el programa de venta de títulos gubernamentales en directo a personas físicas a través de *cetesdirecto*.

A continuación se describen los aspectos más importantes de la política de endeudamiento interno:

a) Consideraciones sobre la Colocación de Instrumentos Denominados en Pesos a Tasa Fija

La estrategia para 2016 contempla acceder a los mercados bajo los mejores términos y condiciones y continuar fortaleciendo el buen funcionamiento de los mismos con niveles adecuados de liquidez. Para ello, se utilizará la política de reapertura de emisiones y se podrán ejecutar subastas sindicadas y operaciones de permuta y recompra.

La política de reapertura consiste en subastar y colocar como referencias instrumentos ya existentes, para incrementar el monto en circulación de la referencia en cuestión y así fortalecer el proceso de formación de precios.

En cuanto a las subastas sindicadas, éstas podrán realizarse siempre y cuando las condiciones de mercado lo permitan.

Como se anunció en el PAF 2015, se podrá continuar emitiendo nuevos instrumentos a tasa fija con vencimientos en marzo y septiembre. Esto último con el objetivo de reducir gradualmente la concentración de los vencimientos de emisiones futuras en junio y diciembre. Este esquema sólo utilizaría las nuevas referencias a 5 y 10 años.

El Gobierno Federal mantendrá un contacto cercano con los distintos participantes del mercado de valores gubernamentales, en particular con los involucrados en la figura de Formadores de Mercado, quienes han jugado un papel clave en el desarrollo del mercado local de deuda.

La participación de extranjeros en el mercado local ha tenido beneficios tangibles. A pesar de los episodios de alta volatilidad registrados en los mercados financieros internacionales, la participación de extranjeros ha observado un comportamiento estable en los últimos años. Ante la coyuntura actual, se continuará monitoreando la participación de los inversionistas internacionales en el mercado local, a fin de que su participación siga traducándose en beneficios para el desarrollo de los mercados y de la economía nacional, sin perder de vista los retos asociados a su creciente participación.

b) Política de Endeudamiento con Instrumentos Denominados en Udis, Incluyendo la Emisión de Segregados

La colocación de Udibonos ha sido un componente relevante en la estrategia de manejo de deuda del Gobierno Federal. Para 2016 se continuarán realizando acciones encaminadas al fortalecimiento de la curva de tasas reales.

Actualmente, los Udibonos se colocan cada 4 semanas a plazos de 3, 10 y 30 años. De esta manera, el mercado cuenta regularmente con una referencia sólida de precios para estos instrumentos. Ello fortalece la liquidez de los Udibonos en el mercado secundario, al tiempo que crea una referencia para otros emisores de deuda indizada a la inflación, fomentando el desarrollo de mercados relacionados. Durante 2016, no se prevé la realización de subastas sindicadas en este mercado, por lo tanto se utilizarán emisiones existentes para la subasta de las referencias a 3, 10 y 30 años.

Con respecto a las subastas de Udibonos segregados a plazo de 30 años, el Gobierno Federal continuará incorporando la subasta de estos instrumentos a los programas de subastas de valores gubernamentales. La fecha y frecuencia de colocación se darán a conocer de manera trimestral.

El Gobierno Federal mantendrá un contacto estrecho con los distintos participantes del mercado de deuda a tasa real, en particular con los Formadores de Mercado de Udibonos, ya que a través de estos últimos se buscará que más inversionistas se involucren en la consolidación de este mercado.

c) Colocación de Cetes a 28 y 91 días con montos máximos y mínimos

Durante 2016, se continuará con la mecánica de anunciar trimestralmente montos mínimos y máximos a colocar semanalmente de Cetes a 28 y 91 días. Esta práctica fue adoptada en 2013 y permite mantener una referencia de tasas de interés de corto plazo y contar con un instrumento de financiamiento que contribuya a tener un manejo de tesorería más eficiente. El monto específico a subastar de estos instrumentos será dado a conocer semanalmente en la convocatoria respectiva a través del Banco de México.

Durante 2016, el Gobierno Federal podrá implementar medidas adicionales que contribuyan a la eficiencia en el manejo de la tesorería y caja que permitan cubrir las necesidades de recursos a corto plazo y manejar adecuadamente las amortizaciones.

d) Programa de Venta de Títulos en Directo (cetesdirecto)

En 2016 se buscará continuar ampliando el acceso directo de las personas físicas al mercado primario de valores gubernamentales a través del programa *cetesdirecto*. El programa contribuye a fortalecer la cultura del ahorro y la inclusión financiera entre toda la población. Durante 2016, se seguirá buscando facilitar la contratación y operación de los clientes de *cetesdirecto* con el establecimiento de nuevos canales que permitan acercar el programa a más sectores de la población.

Recuadro 3. Participación de Extranjeros en el Mercado Local

La participación de inversionistas extranjeros en el mercado local de deuda ha tenido un comportamiento favorable en los últimos años, alcanzando en septiembre de 2015 el 36.5% del total de los valores gubernamentales en circulación. Cabe destacar que el interés de los inversionistas extranjeros por mantener en sus portafolios títulos de deuda interna se ha mantenido relativamente estable a pesar de la volatilidad que ha caracterizado a los mercados en meses recientes ante el inicio del ciclo de alza en las tasas de interés en los Estados Unidos.

Tenencia de Extranjeros sobre el Total de Valores en Circulación (%)

Valor	2002	2004	2006	2008	2010	2011	2012	2013	2014	2015*
Cetes	1.4	2.8	1.7	4.6	17.8	30.8	60.5	62.1	61.4	48.4
Bondes D	0.2	0.1	0.1	0.2	1.5	1.1	0.5	0.1	0.1	0.2
Bonos	5.5	16.0	15.5	21.8	31.0	43.1	54.0	56.2	57.8	60.4
Udibonos	0.0	0.6	2.6	2.7	4.6	6.4	11.9	9.8	12.0	10.7
Total	1.8	7.1	7.5	11.7	19.9	26.3	36.5	36.9	38.0	36.5

*/ Al 15 de septiembre de 2015

Fuente: Banxico

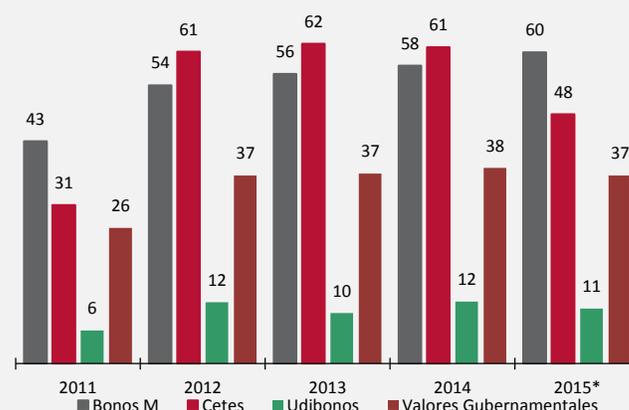
El contar con un grupo diversificado de inversionistas como tenedores del papel gubernamental ha favorecido el comportamiento del mercado en varias dimensiones: i) promueve una mayor profundidad del mercado de deuda nacional; ii) genera condiciones de mayor competencia en todos los instrumentos de la curva de rendimientos; y iii) promueve la participación en el mercado local de deuda de nuevos inversionistas institucionales, quienes tienden a mantener posiciones con horizontes de mediano y largo plazos favoreciendo eficiencia del mercado.

Tenencia de Extranjeros de Valores Gubernamentales (% del Total en Circulación)



Fuente: Banxico

Tenencia de Valores Gubernamentales por Inversionistas del Exterior (% del Total en Circulación)



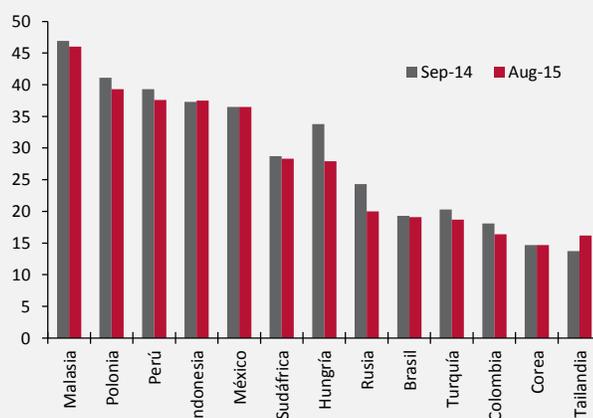
*/ Al 15 de septiembre de 2015

Fuente: Banxico

El nivel actual de participación de extranjeros en la tenencia de valores gubernamentales está en parte asociado a un cambio estructural, derivado de la consolidación del mercado de deuda local y al incremento en la diversificación internacional (ver Sección IV.3).

Ante el inicio del ciclo alcista en las tasas de interés en los Estados Unidos se vigilará de cerca la evolución de la tenencia de extranjeros y la evolución del mercado de deuda doméstico buscando en todo momento preservar el funcionamiento eficiente de este mercado y su operación en condiciones adecuadas de liquidez.

**Deuda Interna Total en Tenencia de Extranjeros
(% del Monto Total en Circulación)**



Fuente: Credit Suisse

III.3.2 Endeudamiento Externo

III.3.2.1 Antecedentes

Las acciones realizadas en cuanto al manejo de la deuda externa en 2015 se han orientado a desarrollar los bonos de referencia del Gobierno Federal, mejorar los términos y condiciones de los pasivos externos, así como ampliar y diversificar la base de inversionistas.

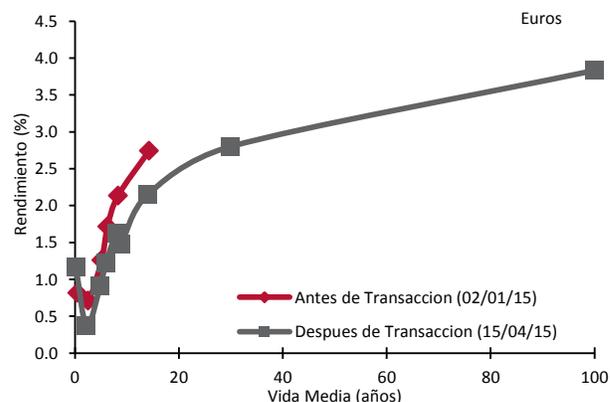
Durante 2015 se realizaron tres colocaciones en los principales mercados internacionales de capital (Cuadro 5).

En el mes de enero de 2015 el Gobierno Federal realizó una operación de financiamiento y de manejo de pasivos en los mercados internacionales, mediante la reapertura del bono con vencimiento en 2025 por 1,000 millones de dólares (mdd) (500 mdd de captación y 500 mdd para extender pasivos de corto plazo) y la emisión de un nuevo bono de referencia a 30 años con vencimiento en 2046 por 3,000 mdd (1,500 mdd de captación y 1,500 mdd de refinanciamiento a un mayor plazo).

Durante el mes de marzo de 2015 el Gobierno Federal realizó una emisión de dos nuevos bonos de referencia en euros a 9 y 30 años, por un total de 2,500 millones de euros, aproximadamente 2,700 millones de dólares a la fecha de colocación.

En el mes de abril de 2015, el Gobierno Federal realizó la emisión de un nuevo bono de referencia en euros a 100 años, por un total de 1,500 millones de euros, aproximadamente 1,680 millones de dólares a la fecha de colocación. Ésta fue la primera emisión de un país en el mercado en euros a 100 años.

Gráfica 23. Construcción de Curva de Rendimiento en Euros (Rendimiento %)



Fuente: Bloomberg

Finalmente, es importante destacar que las emisiones realizadas en 2015 han mantenido condiciones de costo históricamente bajas y, a partir de noviembre de 2014, han contado con las nuevas cláusulas de *pari passu* y acción colectiva (CACs). Estas nuevas cláusulas permiten alcanzar procesos de reestructura más ordenados cuando éstos son necesarios y son congruentes con las recomendaciones del Fondo Monetario Internacional y del G20.

Cuadro 5. Emisiones en los Mercados Internacionales de Capital durante 2015

Fecha	Bono	Monto (millones dls)	Plazo (Años)	Moneda Original	Rendimiento (%)	Cupón (%)
Enero	UMS 2025	1,000	10	DÓLAR	3.56	3.60
	UMS 2046	3,000	30	DÓLAR	4.60	4.60
Marzo	UMS 2024	1,343	9	EUR	1.69	1.63
	UMS 2045	1,343	30	EUR	3.09	3.00
Abril	UMS 2115	1,680	100	EUR	4.20	4.00

Fuente: SHCP

III.3.2.2 Política de Endeudamiento Externo

La estrategia de endeudamiento externo para 2016 estará encaminada a ampliar y a diversificar la base de inversionistas del Gobierno Federal así como desarrollar los Bonos

de referencia en los distintos mercados en los que se tiene presencia. Asimismo, de acuerdo con la evolución de los mercados, mejorar los términos y condiciones de la deuda externa.

La estrategia para 2016 contempla la posibilidad de realizar operaciones de manejo de pasivos dirigidas a fortalecer la estructura de deuda pública y/o consolidar la emisión de los nuevos bonos de referencia.

La estrategia para las distintas fuentes de financiamiento se describe a continuación.

a) Deuda de Mercado

Se recurrirá a los mercados externos como una fuente complementaria de financiamiento, buscando obtener condiciones de financiamiento adecuadas de acuerdo a la evolución de los mercados, así como preservar y ampliar la base de inversionistas del Gobierno Federal.

Durante 2016 el Gobierno Federal buscará utilizar los mercados internacionales de capital como fuentes de financiamiento, tratando de obtener un costo de financiamiento adecuado, con un bajo riesgo de refinanciamiento y que contribuya a una mayor diversificación del portafolio total de deuda. Se buscará mantener la presencia en los mercados financieros internacionales de mayor importancia y profundidad, así como desarrollar y fortalecer las emisiones de referencia del Gobierno Federal.

En los últimos años, el Gobierno Federal ha emitido deuda en los mercados de dólares, euros, yenes y libras esterlinas. Derivado de las condiciones económicas que prevalezcan en los distintos mercados de capitales internacionales, se pueden presentar características de liquidez y

primas de riesgo diferenciadas en cada mercado. Por ello, es necesario dar un seguimiento puntual a la evolución de dichos factores, a fin de identificar las oportunidades de financiamiento más convenientes. Al respecto, si bien el mercado de capitales en dólares es uno de clara importancia, el Gobierno Federal evaluará la conveniencia de realizar operaciones de financiamiento en euros, yenes, o libras esterlinas cuando el acceso a dichos recursos sea en condiciones favorables. Adicionalmente, se evaluarán otras alternativas que se pudieran presentar en otros mercados, siempre que los términos y condiciones del financiamiento sean adecuados, diversifiquen en mejores términos el portafolio de deuda del Gobierno Federal y se juzgue conveniente mantener presencia regular en dichos mercados.

Por otro lado, se mantendrá una comunicación estrecha con los inversionistas en los mercados financieros internacionales, a fin de promover su participación en instrumentos de deuda del Gobierno Federal, tanto externos como internos.

La actividad del Gobierno de la República en los mercados de deuda internacionales buscará un funcionamiento ordenado y eficiente de las curvas de rendimientos en moneda extranjera, a través de operaciones de financiamiento y manejo de pasivos, procurando que las emisiones de nuevas referencias tengan el volumen necesario para contar con una curva de rendimientos líquida y eficiente. Con esto se busca contar con mayores oportunidades de financiamiento, reducir el costo de la deuda y tener una referencia de utilidad para guiar el costo de otras emisiones del sector público y privado.

En cuanto a las operaciones de manejo de pasivos, el Gobierno Federal mantendrá como objetivo propiciar un costo financiero de la deuda externa de mercado bajo y estable a lo largo del tiempo. En este sentido, se podrán realizar operaciones de recompra o intercambio, aislados o en combinación con nuevas emisiones. En particular, a través de este tipo de operaciones es posible reducir el peso relativo de aquellos bonos cuyo rendimiento no refleje adecuadamente el costo de financiamiento del Gobierno Federal y que, por tanto, podrían distorsionar la curva de rendimientos y posibles emisiones futuras. Asimismo, estas operaciones permiten dar mantenimiento a las curvas de deuda externa, extendiendo el plazo de los vencimientos y suavizando el perfil de amortizaciones en el corto plazo para disminuir el riesgo de refinanciamiento.

El Gobierno Federal podrá utilizar instrumentos derivados con el objetivo de mejorar el perfil del financiamiento externo y mantener bajo y estable el costo financiero de la deuda externa, considerando un horizonte de mediano y largo plazos, bajo una amplia gama de escenarios.

Dado que las actividades de financiamiento del Gobierno Federal en los mercados externos son complementarias a la estrategia de financiamiento interno, es importante conservar suficiente flexibilidad en cuanto a las fechas de ejecución y a los plazos de la deuda a emitir, a fin de aprovechar las oportunidades que se presenten en los mercados internacionales.

b) Deuda con Organismos Financieros Internacionales (OFIs)

Durante 2016 se continuará utilizando el financiamiento a través de OFIs como una fuente complementaria de recursos para el Gobierno Federal. Se mantendrá la suficiente

flexibilidad en la estrategia de endeudamiento externo para que en caso de que se presentasen periodos de volatilidad o baja liquidez en los mercados financieros de capital el endeudamiento con los OFIs pueda ser una fuente de financiamiento contra-cíclico. Una de las ventajas de utilizar este tipo de financiamiento es que a diferencia del endeudamiento de mercado, el que se realiza con OFIs no se restringe o encarece en los periodos de volatilidad y, por tanto, es una fuente estable de recursos.

En distintos periodos de volatilidad en los mercados financieros internacionales, los OFIs han cumplido adecuadamente el papel de ser una fuente relativamente estable de financiamiento y de bajo costo. Para 2016 se tiene contemplado utilizar y conservar el acceso a este tipo de financiamiento.

c) Deuda con Organismos Bilaterales

Los financiamientos y garantías que ofrecen las agencias de crédito a la exportación (ECAs) representan una fuente alterna de crédito que está ligada a las importaciones de maquinaria especializada y equipos de alta tecnología que son realizadas por las dependencias y entidades del sector público.

Para 2016 se planea seguir utilizando estas fuentes de financiamiento si sus condiciones financieras son competitivas. Al igual que el crédito con OFIs, los financiamientos con las ECAs suelen estar disponibles aun en momentos de volatilidad e incertidumbre financiera global, convirtiéndose en una fuente de financiamiento contra-cíclica. Las garantías que ofrecen este tipo de agencias, permiten obtener tasas de interés preferenciales, y acceder a una nueva base de inversionistas. Durante 2016 se evaluará recurrir a la contratación de nuevos

financiamientos con las Agencias de Crédito a la Exportación.

III.3.3 Perspectiva del Portafolio de Deuda Pública

En resumen, considerando la aplicación de la estrategia definida en esta sección, tanto para el endeudamiento interno como el externo, y sujeto a las condiciones en los mercados financieros descritas, el escenario central estimado para los principales indicadores de deuda pública en 2016, se presenta en el Cuadro 6.

Cuadro 6. Escenario Central Estimado para los Principales Indicadores de Deuda del Gobierno Federal

Indicador ^{1/}	2014	2015 ^e	2016 ^e
Deuda Neta % del PIB	30.3	32.4	33.6
Deuda Externa Neta % del PIB	6.3	6.8	7.2
Deuda Interna Neta % del PIB	24.0	25.6	26.3
Deuda Interna en Valores Gubernamentales			
% a tasa nominal fija y de largo Plazo	58.1	57.6	57.3
% a tasa fija y de largo Plazo	82.2	83.3	82.2
Plazo Promedio (años)	8.1	7.9	7.9
Duración (años)	5.2	5.0	5.0
Deuda Externa de Mercado			
% a tasa fija	100.0	100.0	100.0
% a Plazo mayor a un año	95.6	96.5	93.7
Vida media (años)	19.1	21.8	21.2
Duración (años)	8.7	9.2	9.3
Deuda que revisa tasa (% del Total)	26.9	28.1	28.7
Costo Financiero del Gobierno Federal (% PIB)	1.7	1.8	2.0
CaR Total (%)	3.5	3.0	2.6

e/ Estimados

1_/ Los cálculos pueden no coincidir debido al redondeo

IV. ANÁLISIS DE RIESGOS DE LA DEUDA PÚBLICA

Como se señala en la sección 1.2, la política de deuda pública tiene entre sus componentes el contar con un adecuado manejo de riesgos del portafolio de la misma. Ello a fin de hacer frente a una amplia gama de choques o escenarios que podrían afectar el acceso al financiamiento, en términos de plazo, costo y disponibilidad de recursos.

Esta sección presenta un análisis de los riesgos a los que está sujeto el portafolio de la deuda pública en México. En primer lugar, se presenta un análisis del Costo en Riesgo, el cual ilustra los posibles escenarios de costo financiero a los que está expuesta la deuda. Adicionalmente, se presenta un análisis para evaluar la sostenibilidad de la deuda del Gobierno Federal y del Sector Público. Finalmente, se analiza la participación de inversionistas extranjeros en el mercado local de deuda. Destacan los siguientes resultados:

1. Respecto al Costo en Riesgo, bajo las distintas métricas presentadas se estima que, con 95% de confianza, el costo financiero total del Gobierno Federal para 2016 no se desviaría en más de 2.6% respecto a su escenario central. Esto significa que con ese nivel de confianza, el costo financiero no se incrementaría en más de 10 mil millones de pesos sobre el escenario central, cifra equivalente a menos de 0.1% del PIB esperado para 2016.
2. Respecto al análisis de sostenibilidad, se encuentra que la deuda pública presenta una trayectoria sostenible en los próximos años. Adicionalmente los elementos de disciplina fiscal considerados en la Ley Federal de

Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria, refuerzan este resultado.

3. Respecto de la participación de extranjeros en el mercado local de deuda, como se señaló en el PAF 2015, la evidencia muestra un cambio estructural en la participación de estos inversionistas desde finales de 2012. Como se ha mencionado en ocasiones anteriores, este cambio estructural se espera contribuya a que a pesar de la volatilidad en los mercados internacionales, la tenencia de extranjeros, que se caracteriza por una media bien definida en 37% y una menor volatilidad respecto de periodos pasados, presente variaciones menores.

IV.1 Costo en Riesgo (CaR)¹

La estimación del CaR se basa en tres elementos: i) las características del portafolio actual de deuda; ii) el programa de colocación para el año (tipos de instrumentos a colocar, montos y plazos de los mismos, decisión sobre el porcentaje de recursos que se captarán en el mercado interno y externo, y distintos tipos de monedas); y iii) una proyección de las variables que se requieren para determinar el costo financiero, las cuales pueden provenir de datos históricos o bien de un modelo estadístico.²

A continuación se presentan distintas métricas del Costo en Riesgo:

¹ Se refiere al costo financiero presupuestario, Ramo 24.

² Para el caso del tercer elemento, existen múltiples modelos econométricos, ver PAF 2011 para la descripción metodológica del cálculo del CaR. Para referencia de la metodología del CaR conjunto, ver PAF 2014.

IV.1.1 Costo en Riesgo Relativo de Tasas de Interés para la Deuda Denominada en Moneda Local

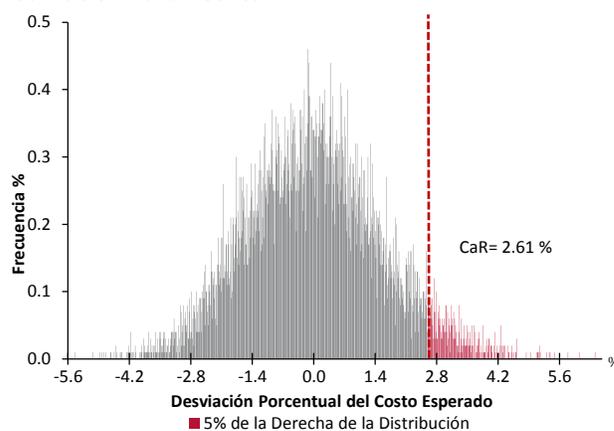
a) Estimación Paramétrica

En este caso particular, se utiliza un modelo CIR (Cox, Ingersoll y Ross, 1985) para calcular la trayectoria esperada de toda la curva de tasas de interés para un año respectivo (datos mensuales).

El modelo permite pronosticar un escenario central, y simular 10,000 trayectorias posibles de tasas de interés basadas en choques aleatorios. Así, para cada simulación de curva de tasas de interés a lo largo del año se calcula un nuevo costo financiero y se construye una distribución del posible nivel del costo financiero que podría observarse en dicho año, en este caso para 2016 (Gráfica 24).

Una vez calculada la distribución de los distintos escenarios del costo financiero, el CaR se define como la desviación porcentual entre la observación del percentil 95 de la distribución y la media de la distribución (escenario central). Bajo esta métrica, se espera que con un 95% de confianza el costo financiero interno en 2016 no se incremente en más de 2.61% con relación a su valor central.

Gráfica 24. Distribución de los Costos de 2016 de la Deuda Interna del Gobierno Federal Estimación Paramétrica



Fuente: SHCP

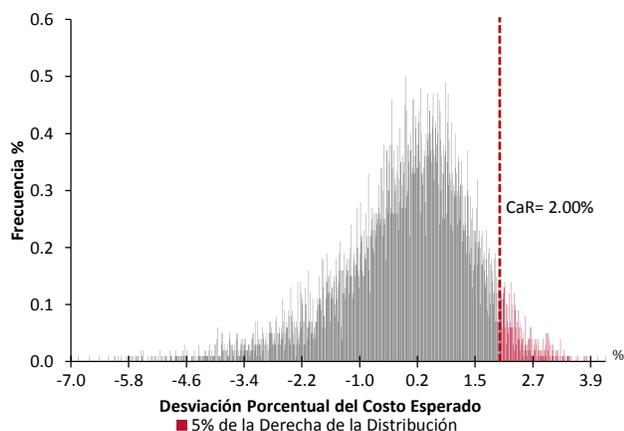
b) Estimación No Paramétrica

Este ejercicio utiliza los datos observados de los cambios en las variables de mercado que inciden en el costo financiero, como son las tasas de interés a sus diferentes plazos. En este caso se utilizaron observaciones de los últimos 8 años.³ Con estas observaciones, es posible construir una matriz de variaciones mensuales o “choques” para dichas variables durante todo el periodo. Con esta información se construyeron escenarios de curvas de rendimiento para 2016, utilizando como fuente generadora de datos, la matriz de choques observados históricamente.

Esta métrica es más flexible que el modelo CIR y no necesita la estimación de parámetros para generar la simulación de la curva de rendimientos, ya que utiliza la propia evidencia empírica.

³ Se utilizan los últimos 8 años de datos debido a que para este periodo ya se cuenta con información para todos los instrumentos del portafolio.

Gráfica 25. Distribución de los Costos de 2016 de la Deuda Interna del Gobierno Federal Estimación No Paramétrica

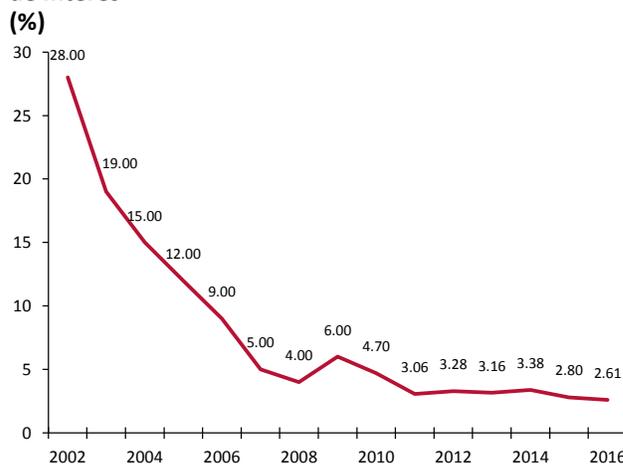


Fuente: SHCP

Al igual que en el modelo paramétrico, el costo relativo en riesgo se define como la desviación porcentual entre la observación del percentil 95 de la distribución y la media de la distribución (escenario central). El CaR resultante bajo esta métrica para 2016 es 2.00% respecto al costo financiero del escenario base (Gráfica 25).

Los valores del CaR relativo para la deuda interna se comparan favorablemente con los obtenidos en años anteriores. Como puede apreciarse en la Gráfica 26, la estimación del CaR paramétrico relativo para la estrategia de colocación implementada en 2002 fue de 28%. Ello implica una disminución en el valor del CaR de más de 25 puntos porcentuales.

Gráfica 26. Deuda del Gobierno Federal: Comportamiento Histórico del CaR Paramétrico de Tasas de Interés (%)



e/ Esperado

Fuente: SHCP

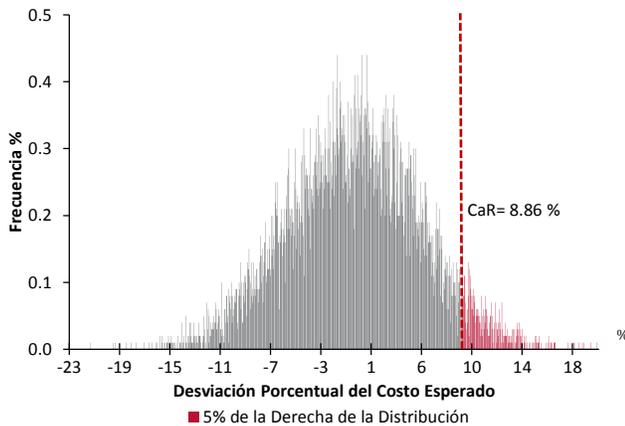
Esta disminución en el riesgo asociado al costo financiero es resultado tanto de un mejor entorno macroeconómico interno, que se ha reflejado en una reducción en el nivel y en la volatilidad de las tasas de interés, como de la estrategia de manejo de deuda, extendiendo la duración de la deuda local y externa, con bonos a tasa nominal fija de hasta 30 años en pesos y en dólares, libras esterlinas y euros que van hasta los 100 años.

IV.1.2 Costo en Riesgo Relativo para la Deuda Externa

El CaR del costo financiero de la deuda externa depende fundamentalmente del tipo de cambio. Al respecto, también se presentan estimaciones paramétricas y no paramétricas. Éstas calculan la desviación de un escenario central del costo financiero de la deuda externa por posibles choques en los tipos de cambio incluidos en el portafolio de deuda. Bajo ambas estimaciones, se simulan 10,000 escenarios de tipos de cambio para los 12 meses de 2016. En el caso paramétrico las simulaciones se estiman a partir de modelos de pronóstico de las monedas. Estos

modelos se utilizan para definir un escenario central y generar simulaciones alrededor del mismo a partir de choques al término de error del modelo. En el caso no paramétrico, se utilizan las depreciaciones observadas como fuente de información para simular los choques. En las Gráficas 27 y 28 se observan las distribuciones del costo financiero de la deuda externa.

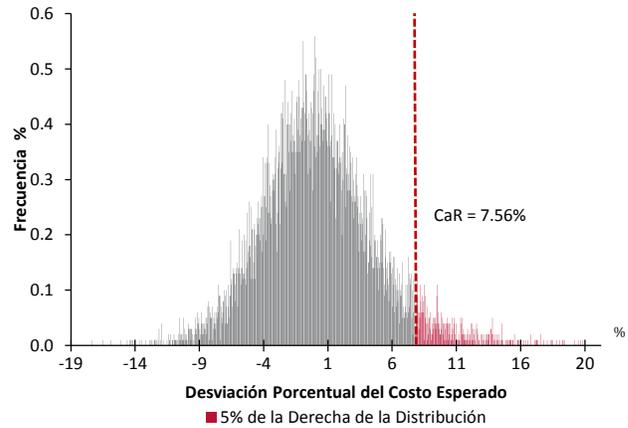
Gráfica 27. Distribución de los Costos de 2016 de la Deuda Externa del Gobierno Federal Estimación Paramétrica



Fuente: SHCP

Se obtiene un valor del CaR relativo paramétrico para 2016 de 8.86%, el cual indica que con un nivel de confianza de 95% el costo financiero no se incrementaría más allá de esa cifra respecto de su valor esperado. Para el caso no paramétrico, el CaR relativo de la deuda externa se estima para 2016 en 7.56%. Estos valores reflejan la propia volatilidad a la que están sujetos los tipos de cambio de las monedas incluidas en esta estimación.

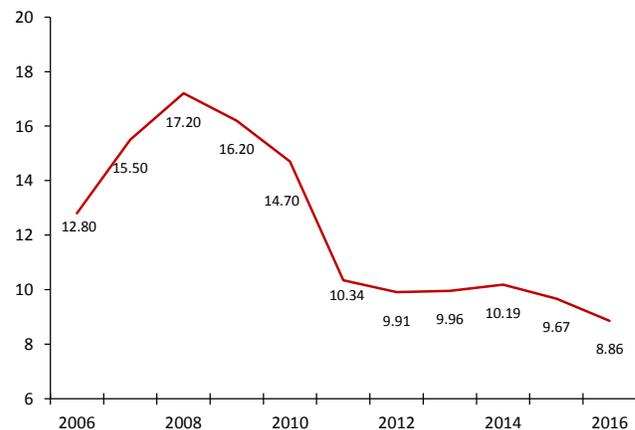
Gráfica 28. Distribución de los Costos de 2016 de la Deuda Externa del Gobierno Federal Estimación No Paramétrica



Fuente: SHCP

Desde una perspectiva histórica, estos valores del CaR relativo también se comparan de manera favorable con los observados en años anteriores. En específico, la estimación del CaR paramétrico para 2006 fue de 12.8%, lo cual implica una disminución en el riesgo asociado al costo financiero del portafolio externo de deuda de alrededor de 4 puntos porcentuales.

Gráfica 29. Deuda del Gobierno Federal: Comportamiento Histórico del CaR Paramétrico de Tipo de Cambio (%)



Fuente: SHCP

IV.1.3 Estimación del CaR Conjunto

La medida más general del Costo en Riesgo es el CaR Conjunto, la cual se estima a partir de una metodología no paramétrica, que se construye considerando el comportamiento histórico de las tasas de interés y de los tipos de cambio. Con ésta es posible simular de manera conjunta los posibles choques simultáneos de tipo de cambio y tasas de interés, considerando la historia del comportamiento conjunto de estas variables. Bajo esta métrica, se estima que para 2016, con un 95% de confianza, el costo financiero no se incrementaría en más de 2.58% con relación a su escenario central, lo que corresponde a una variación alrededor de los 10 mil millones de pesos.

Finalmente, también se analizan escenarios aún más extremos mediante el cálculo del CaR Conjunto Extremo. Bajo estas estimaciones se encontró que, considerando el promedio de los peores escenarios (aquellos superiores al percentil 95 de la distribución obtenida), el costo financiero de la deuda no se desviaría más allá de 3.25% de su valor esperado para 2016. El Cuadro 7 resume los valores del CaR obtenidos bajo las distintas métricas.

Cuadro 7. Métricas de Costo en Riesgo (CaR) (%)

Medida	Costo en Riesgo	
	Paramétrico	No Paramétrico
Costo en Riesgo Relativo		
CaR Deuda Interna	2.61	2.00
CaR Deuda Externa	8.86	7.56
CaR Conjunto		2.58
CaR Conjunto Extremo		3.25

Fuente: SHCP

Es importante destacar que estos resultados se derivan de las características del portafolio de deuda, ya que cerca del 83.3% del portafolio total está denominado a tasa fija y con plazo

mayor a un año. Ello implica que el esfuerzo por extender el plazo y la duración de los valores gubernamentales ha permitido estabilizar el costo financiero.

Cabe destacar que a pesar de que los costos financieros de la deuda externa han sido menores en los últimos años, estos se encuentran sujetos al entorno internacional y a la volatilidad del tipo de cambio. Por ello uno de los pilares de la estrategia de financiamiento ha sido mantener una composición en el portafolio de deuda que se concentre en la emisión en los mercados locales que reduce las amortizaciones de deuda externa de corto plazo sin dejar de hacer un uso activo del endeudamiento externo.

IV.2 Análisis de Sostenibilidad⁴

La crisis financiera internacional que se observó en 2008-2009 generó un notable deterioro en la posición fiscal y en el endeudamiento público de la gran mayoría de los países, especialmente en algunas economías avanzadas. Este deterioro generó que la deuda en los países desarrollados pasara de 74.7% del PIB en 2006 a 105.4% en 2014.⁵

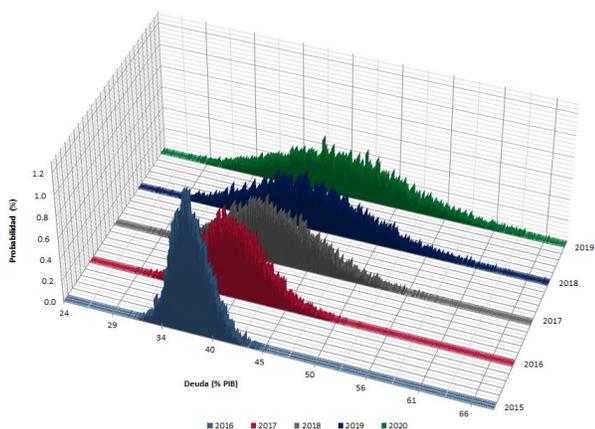
En esta sección se presenta un análisis estocástico de sostenibilidad de la deuda a partir de la estimación de Vectores Auto-Regresivos (VARs). Primero, se evalúa la trayectoria que podría seguir la deuda pública bajo diferentes escenarios implícitos en la historia reciente; y segundo, se evalúa el efecto de la regla de balance estructural implícita de la

⁴ Para referencia de la metodología que se utiliza en el análisis de sostenibilidad, consultar el PAF 2014.

⁵ Fiscal Monitor, octubre 2015, FMI. Se refiere a la deuda del Gobierno General, que incluye los sectores públicos en los países.

Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria.

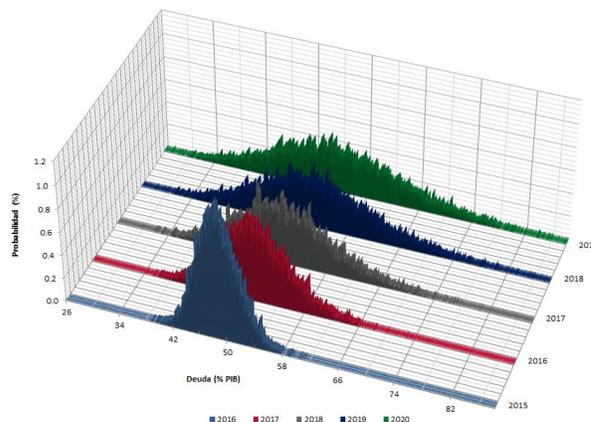
Gráfica 30. Distribución de Probabilidad de la Deuda del Gobierno Federal



Fuente: SHCP

Cabe señalar que el uso de VARs en el análisis de la sostenibilidad de la deuda tiene múltiples ventajas. Primero, permite generar distribuciones de probabilidad para la deuda pública en cada punto del tiempo (Gráficas 30 y 31), lo cual permite calcular trayectorias de la deuda a distintos niveles de confianza estadística. Segundo, permite capturar la interacción empírica observada entre las distintas variables que determinan la trayectoria de la deuda, lo cual resulta relevante para capturar cómo los choques que reciben las variables interactúan entre sí. Por último, este tipo de herramientas han sido recomendadas por el FMI para estos fines.

Gráfica 31. Distribución de Probabilidad de la Deuda del Sector Público



Fuente: SHCP

Los resultados del escenario que utilizan exclusivamente los datos históricos muestran que la trayectoria de la deuda pública observará valores bajos, manejables y estables. Cabe señalar que si bien la deuda pública del Gobierno Federal muestra una trayectoria que alcanza 40% del PIB para 2020, esto se debe a que el modelo únicamente captura el comportamiento histórico, ignorando los compromisos fiscales anunciados y los elementos de responsabilidad fiscal establecidos en la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria.

La regla de balance estructural contenida en la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria (LFPRH) consiste en un límite al gasto corriente estructural, lo cual tiene implicaciones sobre la posición fiscal a lo largo del ciclo económico y es por ello que se le denomina como una regla de balance estructural implícita. Sus principales características son:

1. Cuando el PIB se encuentre cerca de su nivel de tendencia se tendrán balances

públicos cercanos a cero (equilibrio presupuestario);

2. Cuando el PIB crezca por debajo de su tendencia el balance público podría registrar un déficit, con una ruta para regresar al equilibrio presupuestario; y
3. Cuando el crecimiento del PIB sea superior al de su tendencia, la regla hará posible generar superávit que permitan generar ahorros o disminuir el endeudamiento.

Para evaluar los efectos de esta regla sobre la trayectoria de la deuda del Sector Público, se incorporaron restricciones al modelo que ajustan el balance primario del Sector Público para alcanzar un balance presupuestario (excluyendo la inversión de mediano plazo) que cumpla con las características citadas anteriormente, considerando una tendencia en la tasa de crecimiento del PIB de 3%.^{6, 7, 8}

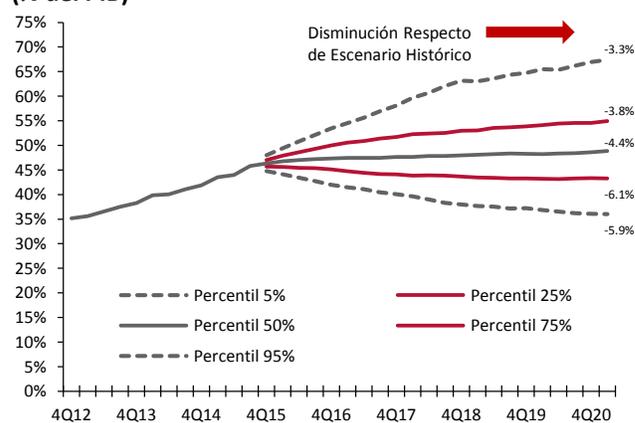
⁶ El balance presupuestario del Sector Público que excluye la inversión de mediano plazo se puede expresar de la siguiente manera: Balance = Balance Primario - Costo Financiero + Inversión de Mediano Plazo. De esta expresión se observa que mediante ajustes en el balance primario se pueden alcanzar los objetivos de balance presupuestario. Por ejemplo, suponiendo un costo financiero promedio de 3% del PIB e inversión de mediano plazo de 2.5%, el balance presupuestario que excluye dicha inversión tomará un valor de cero sólo si el balance primario es de 0.5%.

⁷ El valor del crecimiento de tendencia se propone sólo para fines de este análisis y no representa un cálculo oficial.

⁸ Específicamente, se impone la restricción que si el modelo pronostica tasas de crecimiento de la economía superiores a 3.0% que son acompañadas por déficit presupuestales (se supone una inversión de mediano plazo promedio de 2.5% del PIB), el VAR recibe choques estocásticos en el balance primario (haciendo uso de la descomposición de Cholesky) que hacen que el balance presupuestario que excluye la inversión de mediano plazo sea de cero. Para los escenarios en que se observan superávit, el modelo no recibe choque alguno, permitiendo generar ahorros fiscales. De igual forma, si el modelo pronostica

Bajo estas consideraciones, se estima que la regla de balance estructural tendrá efectos positivos en la trayectoria de deuda del sector público (Gráfica 32), disminuyendo tanto el escenario central como los escenarios extremos en alrededor de 4 puntos del PIB respecto del escenario histórico (el cual, lleva implícito el efecto de la regla de balance presupuestario que ha venido operando desde su aprobación en 2006).

Gráfica 32. Trayectorias de Deuda del Sector Público (% del PIB)



PP: Puntos Porcentuales
Fuente: SHCP

A partir de este análisis, se estima que la deuda pública se encontrará en niveles bajos y estables en los próximos años. El manejo de la deuda pública seguirá siendo un elemento de fortaleza de la economía mexicana que incluso se ha visto beneficiado con la adopción de la regla de balance estructural descrita.

tasas de crecimiento de la economía inferiores a 3.0% que son acompañadas por superávit presupuestales, el VAR recibe choques estocásticos en el balance primario que generan un balance presupuestario (excluyendo la inversión de mediano plazo) de cero. Para los escenarios en que se observan déficit, el modelo no recibe choque alguno, permitiendo estímulos contracíclicos.

Estos factores representan una diferenciación positiva entre México y otras economías emergentes.

Conforme a lo establecido en este Plan Anual de Financiamiento 2016, el manejo de la deuda pública seguirá contribuyendo a la fortaleza de las finanzas públicas y al desarrollo de los mercados financieros, en beneficio de todo tipo de emisores, públicos y privados.

IV.3 Participación de Extranjeros en el Mercado Local de Deuda

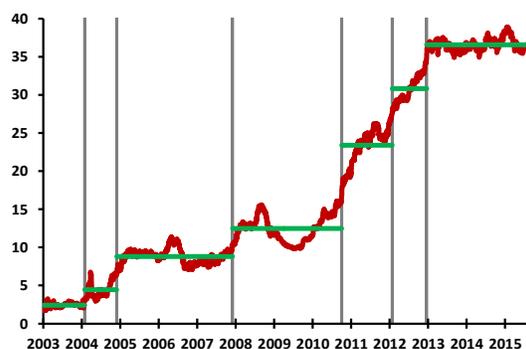
La participación de inversionistas extranjeros en el mercado local de deuda se incrementó de alrededor de 10% en 2005 a 36% a noviembre de 2015. Cabe destacar que la tendencia creciente en la participación de extranjeros se observó principalmente durante el periodo 2010-2013, donde se incrementó de 12% a 36%. Desde finales de 2012 se observa una tendencia estable, alrededor de 37%.

En esta sección se actualiza la estimación de cambios estructurales que ha observado la participación de extranjeros en el mercado local de deuda mediante la prueba de Lavielle y Moulines [2000].⁹ Los resultados reiteran la existencia de un último cambio estructural hacia finales de 2012, a partir del cual la tenencia de extranjeros registra 35 meses sin cambio estructural y con la volatilidad más baja registrada desde 2004 (Cuadro 8). Así, en dicho periodo se tiene una tenencia promedio de 36.6% y una desviación estándar de 0.8 puntos

⁹ Se utilizó la prueba de cambio estructural de Lavielle y Moulines [2000] sobre la serie de la tenencia de extranjeros (como % del total). La prueba estadística permite encontrar de forma endógena los cambios estructurales ocurridos en una serie de tiempo.

porcentuales, cifra inferior a la volatilidad de 1.7 puntos porcentuales registrada en el periodo previo. Ello refleja un comportamiento más estable de la tenencia de extranjeros de valores gubernamentales.

Gráfica 33. Tenencia de Extranjeros en el Mercado Local de Deuda (% del Total en Circulación)



Fuente: Banxico

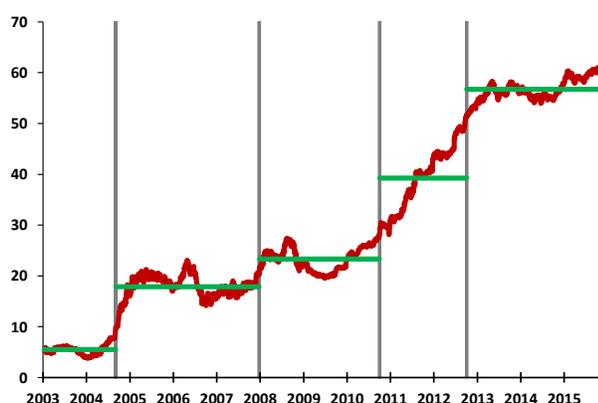
Adicionalmente, en periodos anteriores se encontraron cambios estructurales en la tenencia de extranjeros que están asociados a la inclusión de los Bonos Mexicanos en Índices Globales de Bonos (el GEMX en enero de 2008 y WGBI en octubre 2010); así como a la sustitución del instrumento de política monetaria, del llamado “corto” a un objetivo de tasas de interés (abril 2004).

Estos resultados son similares a los que se obtienen al analizar la tenencia de extranjeros en Bonos M. En este caso también se encontró el último cambio estructural en la media y varianza de la serie al cierre de 2012 (Cuadro 8). A partir de esta fecha, la tenencia media es de 57%, mientras que su volatilidad disminuyó de 6.4 a 2.1 puntos porcentuales. En el caso de la tenencia de los Cetes, las pruebas estadísticas también encuentran un cambio estructural hacia el final de 2012, fecha a partir de la cual se ha

observado una participación promedio de los inversionistas extranjeros de 57%.

El comportamiento de los inversionistas extranjeros ha estado influenciado por múltiples factores, entre los cuales destacan: a) el desarrollo del mercado local de deuda; b) la inclusión de los bonos mexicanos en múltiples índices; c) la confianza en los sólidos fundamentos macroeconómicos de la economía; y d) las bajas tasas de interés que han prevalecido en las principales economías desarrolladas. La interacción de estos factores, así como los diferentes factores de riesgo que inciden en los mercados financieros internacionales se ven reflejados en la tenencia de valores gubernamentales, la cual ha pasado por diferentes periodos. Como ha quedado acreditado en esta sección, el periodo más reciente se caracteriza por una mayor estabilidad.

Gráfica 34. Tenencia de Extranjeros de Bonos M (% del Total en Circulación)



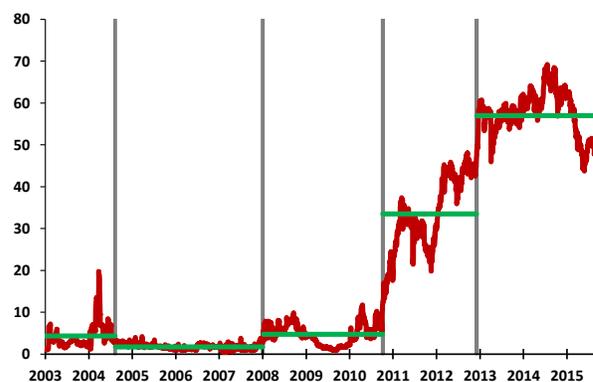
Fuente: Banxico

Por otro lado, los resultados también muestran que la tenencia de extranjeros no ha presentado cambios estructurales como resultado de choques negativos recientes. La tenencia de extranjeros se estabilizó hacia finales de 2012, meses previos a la volatilidad en los mercados

financieros asociada a las declaraciones del Presidente de la Reserva Federal en mayo de 2013 en relación a la reducción del estímulo cuantitativo. Este episodio de volatilidad no impactó de manera permanente o significativa la dinámica de la tenencia de extranjeros; sino que se observó un comportamiento ordenado.

No obstante, futuros episodios de volatilidad podrían presionar los mercados financieros internacionales, especialmente a las economías emergentes. Por ello, es necesario continuar monitoreando la tenencia de extranjeros a fin de conservar los beneficios asociados a su participación en el mercado local y estar atentos a los posibles retos a los que la internacionalización del mercado local de deuda pudiera estar expuesta.

Gráfica 35. Tenencia de Extranjeros en Cetes (% del Total en Circulación)



Fuente: Banxico

Cuadro 8. Cambios Estructurales en la Tenencia de Extranjeros

	Periodo	μ	σ
Total en Circulación	ene-03 ene-04	2.42	0.32
	ene-04 nov-04	4.45	1.09
	nov-04 nov-07	8.80	0.95
	dic-07 oct-10	12.48	1.77
	oct-10 ene-12	23.38	2.49
	ene-12 dic-12	30.81	1.72
	dic-12 nov-15	36.56	0.76
Bonos M	ene-03 sep-04	5.51	1.03
	sep-04 dic-07	17.89	2.34
	dic-07 oct-10	23.30	2.31
	oct-10 oct-12	39.27	6.37
	oct-12 nov-15	56.72	2.13
Cetes	ene-03 ago-04	4.31	3.26
	ago-04 ene-08	1.70	0.60
	ene-08 oct-10	4.74	2.53
	oct-10 dic-12	33.48	9.03
	dic-12 nov-15	56.98	5.88

Fuente: SHCP

V. CONSIDERACIONES FINALES

El Presidente de la República, Lic. Enrique Peña Nieto, ha establecido como un objetivo prioritario hacer de la estabilidad macroeconómica una política de Estado. Este objetivo adquiere mayor relevancia en las condiciones actuales de la economía mundial.

Después de varios años de una expansión monetaria sin precedente conducida por los bancos centrales de las principales economías avanzadas, Estados Unidos ya ha iniciado el proceso de normalización de su política monetaria. Si bien hasta ahora este proceso ha sido asimilado de manera adecuada en los mercados, prevalece incertidumbre respecto a los posibles efectos del mismo sobre las condiciones financieras globales y los flujos de capital hacia las economías emergentes.

En este contexto, el compromiso con un manejo prudente de la economía enmarcado en una estrategia de un menor déficit público en 2016 y una trayectoria decreciente de éste en los próximos años permiten adicionar un elemento de fortaleza a la economía mexicana para enfrentar la volatilidad del entorno internacional.

De esta forma conviene destacar cinco factores que contribuyen a que México esté bien posicionado para enfrentar el entorno externo: i) el proceso de consolidación fiscal que contribuirá a estabilizar y reducir el SHRFSP; ii) una estructura sólida y bien manejada de la deuda pública; iii) una inflación baja y estable; iv) un sistema financiero sano y bien capitalizado; y v) la implementación de las reformas estructurales que otorgan al país mejores perspectivas de crecimiento tanto en el corto como en largo plazo.

Estos factores representan una diferenciación positiva entre México y otras economías emergentes.

Por tanto, conforme a lo establecido en este Plan Anual de Financiamiento 2016, el manejo de la deuda pública seguirá contribuyendo a la fortaleza de las finanzas públicas y al desarrollo de los mercados financieros, en beneficio de todo tipo de emisores, públicos y privados, y a favor de las familias mexicanas.