



# El mercado de capitales en República Dominicana

APROVECHANDO SU POTENCIAL PARA  
EL DESARROLLO



# El mercado de capitales en República Dominicana

APROVECHANDO SU POTENCIAL  
PARA EL DESARROLLO

Las opiniones e interpretaciones que figuran en esta publicación no reflejan necesariamente el parecer oficial de la OCDE, del Centro de Desarrollo o de los gobiernos de sus países miembros.

Tanto este documento como cualquier mapa que se incluya en él no conllevan perjuicio alguno respecto al estatus o la soberanía de cualquier territorio, a la delimitación de fronteras y límites internacionales, ni al nombre de cualquier territorio, ciudad o área.

**Por favor, cite esta publicación de la siguiente manera:**

OECD (2012), *El mercado de capitales en República Dominicana: Aprovechando su potencial para el desarrollo*, OECD Publishing.

<http://dx.doi.org/10.1787/9789264177680-es>

ISBN 978-92-64-17040-7 (impresa)

ISBN 978-92-64-17768-0 (PDF)

Los datos estadísticos para Israel son suministrados por y bajo la responsabilidad de las autoridades israelíes competentes. El uso de estos datos por la OCDE es sin perjuicio del estatuto de los Altos del Golán, Jerusalén Este y los asentamientos israelíes en Cisjordania bajo los términos del derecho internacional.

**Fotografías:** Portada © Istockphoto/woraput chawalitphon.

© OCDE 2012

This publication was originally drafted in Spanish. The official version is published in English under the title *Capital Markets in the Dominican Republic: Tapping the Potential for Development*.

---

Usted puede copiar, descargar o imprimir los contenidos de la OCDE para su propio uso y puede incluir extractos de publicaciones, bases de datos y productos de multimedia en sus propios documentos, presentaciones, blogs, sitios web y materiales docentes, siempre y cuando se dé el adecuado reconocimiento a la OCDE como fuente y propietaria del copyright. Toda solicitud para uso público o comercial y derechos de traducción deberá dirigirse a [rights@oecd.org](mailto:rights@oecd.org). Las solicitudes de permisos para fotocopiar partes de este material con fines comerciales o de uso público deben dirigirse al Copyright Clearance Center (CCC) en [info@copyright.com](mailto:info@copyright.com) o al Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) en [contact@cfcopies.com](mailto:contact@cfcopies.com).

---

## Prólogo

Los mercados financieros juegan un papel clave en el financiamiento de las actividades económicas conduciendo a un mayor crecimiento y desarrollo económico.

Este estudio puede considerarse como un *libro blanco* que provee un diagnóstico de la estructura actual del mercado de capitales de República Dominicana, así como recomendaciones en busca de un desarrollo sostenible de este mercado.

Este informe se realizó a solicitud del gobierno de República Dominicana y fue financiado por la Superintendencia de Valores de República Dominicana. Este se enmarca dentro de las actividades que el Centro de Desarrollo de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) realiza sobre América Latina y el Caribe, así como dentro del análisis de los mercados financieros en economías emergentes. Finalmente, este informe forma parte de los esfuerzos del Centro de Desarrollo en la identificación de obstáculos y la definición de estrategias para el desarrollo de cada país.



## Agradecimientos

Este informe fue preparado por el Centro de Desarrollo de la OCDE, bajo la coordinación de Sebastián Nieto-Parra, economista de la Oficina de Competitividad y Análisis Estructural, y la supervisión de Carlos Álvarez, Director Adjunto del Centro de Desarrollo. La redacción de este documento estuvo a cargo de Sebastián Nieto-Parra, Hamlet Gutiérrez (en comisión del Ministerio de Economía, Planificación y Desarrollo de República Dominicana al Centro de Desarrollo de la OCDE), Juan Sebastián Robledo y Liliana Meza-González. Parte del proceso de elaboración de este documento se realizó con el Departamento de Asuntos Financieros de la OCDE. En particular, se agradece a Héctor Lehedé, administrador principal de la División de Asuntos Corporativos de dicho departamento, por su participación en la misión realizada en República Dominicana en miras a la realización de este informe así como por las innumerables discusiones. Se agradecen los comentarios y contribuciones de otros miembros de la organización. En particular a Rolando Avendaño, Rita Da Costa, Christian Daude, Stephen Lumpkin, Annalisa Primi, Edouard Turkisch y Juan Yermo. Un especial agradecimiento a Vanda Legrandgérard por su participación en la etapa de publicación de este estudio.

Para la realización del presente trabajo, se llevó a cabo en noviembre de 2011 el taller “Profundizando el Mercado de Capitales de República Dominicana” con los principales actores públicos y privados del mercado de capitales dominicano. En particular, en este taller participaron funcionarios del Banco Central, del Ministerio de Economía, Desarrollo y Planificación, del Ministerio de Hacienda, de la Superintendencia de Valores, y de la Superintendencia de Pensiones. Con respecto a los actores del sector privado, el taller contó con la presencia de ejecutivos de la Bolsa de Valores, de las principales empresas emisoras, de intermediarios y gremios financieros involucrados en el mercado de capitales. Los comentarios y discusiones del taller, y posteriores reuniones bilaterales, organizadas en torno a los diferentes capítulos de este documento fueron insumos fundamentales para la realización de este estudio.

En particular, el Centro de Desarrollo de la OCDE contó con el invaluable apoyo de la Superintendencia de Valores de República Dominicana, sin cuyos aportes no habría podido llevarse a buen término la investigación. En primer lugar, los comentarios y discusiones con el Superintendente de Valores, Guarocuya Félix, fueron imprescindibles en el proceso de elaboración del presente documento. A su vez, los aportes de información cuantitativa y cualitativa, así como las numerosas discusiones con el Departamento de Prospectiva y Planificación Estratégica, y en particular con Carmen Sancho, Rosaura Quiñones y Juan Ernesto Jiménez, fueron determinantes para la concepción de este documento. Finalmente, se agradecen los comentarios de las direcciones de la Superintendencia de Valores que participaron durante las diferentes etapas del proceso de elaboración de este informe.

## Índice

Prefacio .....	9
Resumen ejecutivo .....	11
<i>Capítulo 1</i> Situación y marco general de los mercados financieros.....	15
• Hacia una mejor coordinación de políticas para el desarrollo del mercado de capitales .....	19
• La economía política de la reforma del mercado de capitales .....	21
<i>Capítulo 2</i> Contexto macroeconómico .....	25
• El impacto de la crisis de 2003-04 sobre la conducción de la política monetaria y financiera .....	29
• Recomendaciones y perspectiva.....	30
<i>Capítulo 3</i> Características y retos del sistema financiero .....	35
• Profundidad y concentración bancaria.....	37
• Recomendaciones y perspectiva.....	42
<i>Capítulo 4</i> El mercado de deuda pública.....	47
• El riesgo soberano dominicano.....	49
• Dos actores en el mercado de deuda doméstica: Banco Central y Ministerio de Hacienda .....	51
• Recomendaciones y perspectiva.....	54
• <i>Anexo 4.A1.</i> Rendimiento bruto anual de los títulos emitidos por el sector público (2011).....	57
• <i>Anexo 4.A2.</i> Rendimiento bruto anual de los títulos emitidos por el Banco Central (2005-11) .....	58
<i>Capítulo 5</i> El mercado de deuda privada y la regulación del mercado de capitales .....	63
• Mercados primario y secundario: principales retos .....	67
• Hacia una mayor coordinación del marco institucional y regulatorio .....	69
• Recomendaciones y perspectiva.....	73
• <i>Anexo 5.A1.</i> Emisiones de deuda privada (2006-11) .....	76
• <i>Anexo 5.A2.</i> Tasa de interés de los títulos emitidos según calificación de riesgo .....	77

<i>Capítulo 6</i> Los inversionistas institucionales .....	81
• Dificultades y retos actuales .....	85
• Recomendaciones y perspectiva .....	90
• <i>Anexo 6.A1.</i> Rendimiento-riesgo de los instrumentos de deuda pública y privada en Estados Unidos (2008-11) .....	91
• <i>Anexo 6.A2.</i> Matriz de correlación entre instrumentos (2008-11) .....	92
 <i>Capítulo 7</i> Educación financiera, nuevos instrumentos y expansión de mercados	95
• Educación financiera.....	96
• Esquemas para el acceso al financiamiento de las pequeñas y medianas empresas.....	97
• Remesas y desarrollo del mercado de capitales.....	99
• Cooperación entre bolsas de valores y expansión de mercados .....	101
• Recomendaciones y perspectiva .....	103
 <b>Cuadro</b>	
3.1 Indicadores de rentabilidad y de ingreso .....	39
 <b>Gráficos</b>	
1.1 Nivel de desarrollo de los mercados financieros.....	18
2.1 Crecimiento del PIB per cápita en República Dominicana, América Latina y países de la OCDE .....	26
2.2 Déficit en cuenta corriente y tipo de cambio .....	30
3.1 Préstamos incobrables en relación con el número total de préstamos .....	36
3.2 Profundidad financiera.....	38
3.3 Relación de solvencia y profundidad financiera.....	40
3.4 Proporción de préstamos a los hogares en relación con las rentas del trabajo.....	41
4.1 Composición de la deuda pública .....	49
4.2 Calificación soberana .....	50
4.3 Rendimiento neto anual de los títulos emitidos por el Ministerio de Hacienda y el Banco Central .....	52
4.4 Rendimiento neto anual de los títulos emitidos por el Banco Central .....	54
5.1 Deuda privada sobre PIB y PIB per cápita .....	65
5.2 Tasa de interés promedio anual de los títulos emitidos según calificación de riesgo .....	66
5.3 Plazo de aprobación de la CCRLI de las emisiones de deuda privada .....	72
6.1 Activos de los fondos de pensiones y compañías de seguros .....	83
6.2 Plazo de los portafolios de los fondos de pensiones de capitalización individual	84
6.3 Porcentaje de los activos de los fondos de pensiones invertidos en títulos públicos y entidades financieras .....	85
6.4 Curva de rendimiento-riesgo de los fondos de pensiones y sus instrumentos de inversión .....	87
6.5 Composición del portafolio de los fondos de pensiones de capitalización individual.....	88
7.1 Flujos de remesas y profundidad financiera .....	100

## Prefacio

La crisis financiera internacional ha revelado la necesidad de una sana supervisión y regulación del sistema financiero y del mercado de capitales. Un esquema institucional adecuado y un desarrollo financiero sostenible permiten distribuir eficazmente los recursos necesarios para el desarrollo de una economía. Al igual que en otros países de América Latina y el Caribe, la profundidad de los mercados financieros de República Dominicana es reducida. El objetivo de este trabajo es identificar las acciones que se pueden llevar a cabo para un funcionamiento eficiente y eficaz del mercado de capitales en este país.

Con el fin de determinar los desafíos para lograr un acceso adecuado a los mercados de capitales, este estudio se orienta en tres aspectos. En primer lugar, describe las políticas que se implementaron tras la crisis financiera de 2003-04 en República Dominicana. En segundo lugar, se estudia la interacción entre los principales actores públicos y privados de los mercados financieros. Finalmente, subraya la relevancia de políticas públicas adecuadas para acomodar las perspectivas de desarrollo de estos mercados. Sobre este último aspecto, este estudio se concentra en la gestión de la deuda pública así como en las políticas de regulación y supervisión de los mercados financieros.

El informe insiste en las fallas de coordinación de las políticas públicas que impiden una mayor penetración del mercado de capitales. En primer lugar, las políticas monetaria y fiscal deberían estar mejor coordinadas en un contexto de vulnerabilidad en la balanza de pagos. En segundo lugar, la gestión de la deuda pública necesita coordinarse adecuadamente entre el Banco Central y el Ministerio de Hacienda. En tercer lugar, es necesario establecer un marco institucional que incremente la coordinación entre los diferentes supervisores de los mercados financieros. Finalmente, el marco operativo del mercado de capitales requiere una mayor coherencia para facilitar el desarrollo de su infraestructura.

Mario Pezzini  
Director  
Centro de Desarrollo de la OCDE  
Junio de 2012



## Resumen ejecutivo

Este estudio analiza el panorama de los mercados financieros de República Dominicana y presenta recomendaciones para lograr una mayor profundidad y un mejor marco institucional del mercado de capitales. Un sano mercado de capitales es trascendental para el desarrollo y sostenibilidad de la economía del país. Factores como la emisión organizada de deuda pública y una curva de rendimiento favorecen el financiamiento a largo plazo y la gestión de riesgo para los agentes de la economía. Al mismo tiempo, el desarrollo sostenible de un mercado de bonos corporativos reduce el costo de financiación de las compañías y permite al sector bancario especializarse en deudores con mayores asimetrías de información.

República Dominicana ha avanzado considerablemente en el desarrollo de los mercados de deuda pública y privada. Como miembro de la *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), la Superintendencia de Valores actualmente implementa los estándares internacionales para fomentar un mercado organizado. En los últimos años se ha mejorado el marco institucional del mercado de deuda emitida por el Estado, en particular, con la creación en 2006 de la Dirección General de Crédito Público en el Ministerio de Hacienda. La Dirección de Crédito Público usa una plataforma de negociación que permite realizar de manera formal y transparente las subastas de los bonos emitidos por el Ministerio de Hacienda. Recientemente los títulos de deuda doméstica emitidos por el Banco Central han sido desmaterializados y siguen un proceso de subasta. El mercado de bonos corporativos de República Dominicana presenta niveles eficientes de desmaterialización, convergencia contable y medición de riesgo al momento de emisión con respecto a otras economías emergentes. El número de emisores con emisiones activas ha pasado de 3 en 2005 a 20 en 2011. Asimismo, el patrimonio de los fondos de pensiones, los principales inversionistas institucionales del país, ha crecido sustancialmente de 1.0% del PIB en 2003 a más del 6.0% del PIB en 2010.

No obstante, los canales y el monto de financiación a la economía dominicana son reducidos con respecto al nivel de ingreso del país, y se sitúan por debajo de las economías de la región y de la OCDE. Esto se explica por un bajo nivel de bancarización (el crédito comercial no supera el 15% del PIB) y por el reducido desarrollo del mercado de capitales. El mercado de deuda privada representa menos del 1.5% del PIB comparado con 10% del PIB en los principales países de Latinoamérica. Más aún, en República Dominicana no existe un mercado de acciones.

A diferencia de la mayoría de las economías emergentes y de la OCDE, en República Dominicana hay dos emisores de deuda pública. El Banco Central, principal emisor doméstico, interviene en el mercado de títulos para fines principalmente monetarios y el Ministerio de Hacienda realiza emisiones como parte de su política fiscal. Estos diferentes propósitos de emisión y la falta de coordinación entre ambos emisores han llevado a una estructura inadecuada de rendimientos y plazos en la deuda pública. Para emisiones realizadas con un mismo vencimiento se observan diferenciales en las tasas de colocación superiores a 400 puntos básicos. Estas deficiencias en la gestión de la deuda pública han resultado en tasas de colocación altas y en la ausencia de una curva cero-riesgo de referencia. Estos factores afectan negativamente el mercado de deuda privada, el impacto dinamizador de los inversionistas institucionales en el sector real y la posible creación de un mercado de renta variable.

Si bien el mercado de bonos privados ha presentado avances y muestra un crecimiento sostenido, es todavía reducido y rezagado en términos de concentración, madurez e indexación de tipo de interés y de moneda a la emisión. El mercado primario está afectado por un complejo proceso de emisión y por fallas de coordinación y transferencia de información entre las diferentes superintendencias, en particular cuando los emisores privados desean que inversionistas institucionales puedan adquirir los títulos. En estos casos, la aprobación para emitir tarda con frecuencia tres meses o más, casi el triple del promedio en Iberoamérica. El mercado secundario evidencia baja liquidez y difícil formación de precios debido al funcionamiento ineficiente de piezas claves en la infraestructura de mercado como son la plataforma de transacción y los sistemas de liquidación, compensación e información.

Los fondos de pensiones han concentrado su inversión en títulos de deuda pública, sobre todo del Banco Central, atraídos por el alto rendimiento-riesgo que estos ofrecen. Por ejemplo, para el periodo 2008-11, mientras que el rendimiento de los certificados de inversión especial del Banco Central (20% anual) representa el doble que el de los bonos de empresas, su volatilidad representa únicamente la mitad con relación a estos últimos bonos. Como

resultado, las administradoras de pensiones han mantenido su inversión en títulos del Banco Central al límite permitido, el cual ha incrementado gradualmente de 35% del portafolio en 2008 a 50% en 2011. En contraste, la inversión en la deuda emitida por el sector real representa únicamente el 5% de los portafolios de los fondos de pensión.

La principal recomendación para el desarrollo del mercado de capitales es mejorar la gestión de la emisión de deuda pública:

- A corto plazo, se requiere una mayor coordinación entre el Banco Central y el Ministerio de Hacienda en sus procesos de emisión, así como iniciar la gestión de deuda consolidada en un único emisor. Un objetivo central de dicha coordinación es la creación de una curva de referencia cero-riesgo.
- A largo plazo, al igual que en la mayoría de las economías de la región y de la OCDE, el Ministerio de Hacienda debería ser el único emisor de los bonos públicos.

Es necesario implementar estrategias adicionales para el crecimiento sostenible del mercado de capitales. En particular, se requeriría:

- En términos macroeconómicos, una mejor gestión de los riesgos inherentes de la balanza de pagos, implementando instrumentos anticíclicos a los precios de *commodities*.
- En el sistema financiero, una mayor profundidad y mejor acceso al crédito, sobre todo para las pequeñas y medianas empresas.
- Una mayor comunicación y coordinación efectiva entre las superintendencias de bancos, pensiones, seguros y valores que permita agilizar y simplificar el proceso de aprobación de las emisiones y evitar la posibilidad de solapamiento e incluso de contradicción entre reglamentos de distintas superintendencias. Es recomendable la institución de un comité coordinador, el cual estaría constituido por expertos independientes y agentes reguladores.
- Un mejor funcionamiento en el mercado primario y secundario de deuda privada. Es crucial reducir el tiempo de aprobación de una emisión, lograr una estandarización de la documentación requerida y simplificar el proceso de inversión para inversionistas institucionales. Es necesario el desarrollo adecuado de un sistema centralizado de información, depósitos, compensación y de pagos. Finalmente, la regulación y disciplina de mercado deben sancionar drásticamente

las operaciones de compra y venta que se realicen a través de las transferencias libre de pago e incentivar el uso de sistemas de transacciones de formación de precios.

- El desarrollo de programas integrales de educación financiera dirigidos tanto a individuos no bancarizados como inversionistas que desconozcan los instrumentos no tradicionales.
- En la expansión de mercados, la participación de un mayor número de inversionistas institucionales, como los fondos cerrados de inversión y los fondos mutuos, así como la ampliación de la variedad de instrumentos de inversión disponibles. Finalmente, es aconsejable el continuar la cooperación internacional con otros países de la región para dinamizar las sinergias, haciendo énfasis en la mejora de los estándares de supervisión y regulación.

## Capítulo 1

# Situación y marco general de los mercados financieros

### Resumen

Un desarrollo sostenible del mercado de capitales favorece el crecimiento económico. República Dominicana ha realizado reformas macroeconómicas, del sistema financiero y del mercado de capitales que han favorecido la estabilidad económica. Sin embargo, la penetración del sistema financiero y del mercado de valores es reducida con respecto al nivel de desarrollo del país. Fallas de coordinación en las políticas públicas relacionadas con los mercados financieros impiden su crecimiento. El contexto económico y político favorece el *momentum* para avanzar en el proceso de adopción de reformas para el desarrollo del mercado de capitales.

Este informe tiene como objetivo estudiar el funcionamiento y presentar las principales recomendaciones para una mayor eficacia y eficiencia del mercado de capitales en República Dominicana. El presente capítulo expone los logros relacionados con este mercado así como los principales obstáculos vinculados a fallas de coordinación que limitan su desarrollo. Igualmente insiste en la economía política de las reformas como elemento fundamental para avanzar en el desarrollo del mercado de capitales. Este estudio continúa haciendo énfasis en dos aspectos fundamentales para una mayor profundidad de este mercado: el entorno macroeconómico (capítulo 2) y la solvencia y desarrollo del sector financiero (capítulo 3). Posteriormente, este informe se concentra en los dos principales instrumentos del mercado de capitales dominicano, por orden de importancia, el mercado de deuda pública (capítulo 4) y el mercado de bonos privado (capítulo 5). El capítulo 6 analiza el papel y situación de los inversionistas institucionales, haciendo hincapié en los fondos de pensiones. Finalmente, se estudian tres aspectos claves para el sano desarrollo de este mercado: la educación financiera, el empleo de nuevos instrumentos financieros y la cooperación con otros mercados (capítulo 7).

El análisis y las recomendaciones presentadas en este informe buscan una mayor profundidad del mercado de capitales, aspecto crucial para el desarrollo sostenible de la economía dominicana. El desarrollo del mercado financiero y de capitales tiene un impacto positivo sobre el crecimiento económico (Levine, 2004). La emisión organizada de deuda pública y una curva de rendimiento de alta liquidez facilita el financiamiento a largo plazo y la gestión de riesgo para los agentes de la economía. Un mercado de bonos corporativos provee un costo de financiación reducido y estable a corporaciones bien establecidas, permitiendo que el sector bancario se especialice en deudores con mayores asimetrías de información. Al mismo tiempo, se incrementan las posibilidades de financiar proyectos innovadores y grandes obras de infraestructura. Además, al emitir bonos de tasa fija a largo plazo y en moneda local, las empresas se protegen del riesgo de *rollover* que ha implicado altos costos en crisis pasadas en la región (Borensztein *et al.*, 2008). A largo plazo, los mercados de bonos corporativos pueden actuar de forma contra-cíclica sobre el acceso al crédito, como por ejemplo en crisis de deuda soberana y crisis bancarias sistemáticas (Bolton y Freixas, 2008).

Los avances hechos por República Dominicana en la gestión macroeconómica y del sistema financiero han influido en el desarrollo del mercado de capitales. Si bien el número de medidas y factores es amplio, se destacan los siguientes aspectos. El Estado ha aprobado reformas para mejorar el sistema de planificación de políticas públicas y de administración financiera

que imprimen mayor transparencia a los procesos presupuestarios e incorpora una mayor coordinación de las políticas macroeconómicas entre el Ministerio de Economía, Planificación y Desarrollo, el Ministerio de Hacienda y el Banco Central. El marco regulatorio y de supervisión bancaria ha seguido las pautas recomendadas por el Comité de Basilea con el fin de medir apropiadamente los riesgos para el requerimiento de capital, lo que se ha traducido en un sistema bancario saneado y solvente con respecto a la crisis bancaria de 2003-04.

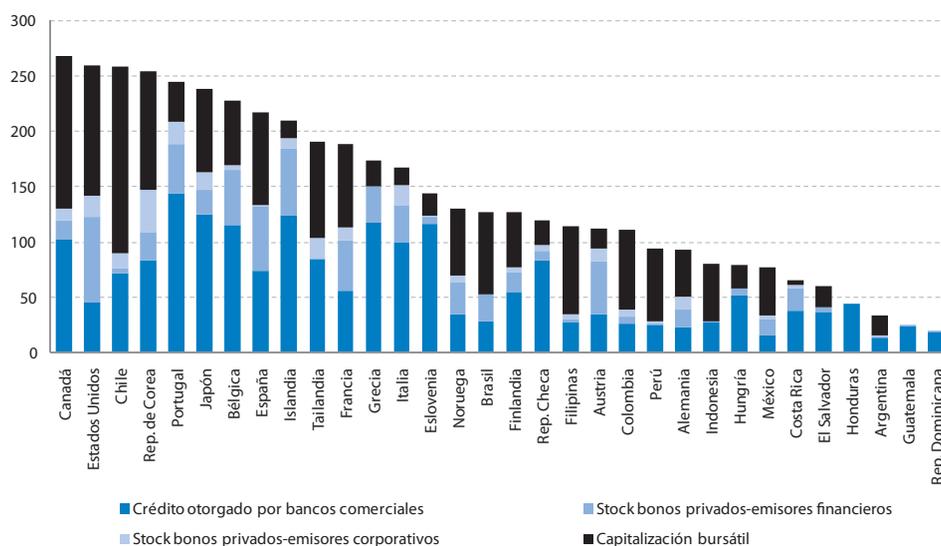
Igualmente, en los últimos años se han observado mejoras en el marco institucional del mercado de deuda emitida por el Estado. La legislación relacionada con la gestión de deuda pública permitió la creación en 2006 de la Dirección General de Crédito Público en el Ministerio de Hacienda como órgano rector del sistema de crédito público con el fin de tener un organismo centralizado en la gestión de deuda pública encargado de la emisión y colocación de títulos, bonos y otras obligaciones financieras. La Dirección de Crédito Público usa una plataforma de negociación que permite realizar de manera formal y transparente las subastas de los bonos emitidos por el Ministerio de Hacienda. Recientemente los títulos de deuda doméstica emitidos por el Banco Central han sido desmaterializados y siguen un proceso de subasta.

Finalmente, se han realizado progresos en el marco regulatorio así como en la profundidad del mercado de capitales. El mercado dominicano de bonos corporativos presenta niveles satisfactorios de desmaterialización, convergencia contable y medición de riesgo a la emisión con respecto a otras economías emergentes. La Superintendencia de Valores es miembro ordinario de la *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), lo que le ha favorecido el proceso de implementación de los estándares internacionales para fomentar un mercado organizado.<sup>1</sup> El número de emisores con emisiones activas ha crecido de 3 en 2005 a 20 en 2011. Igualmente, el patrimonio de los fondos de pensiones, inversionista institucional líder del mercado de capitales, ha crecido sustancialmente de 1.0% del PIB en 2003 a más del 6.0% del PIB en el 2010. Esfuerzos para una mayor divulgación de la educación financiera y la promulgación de un marco legal para el desarrollo de nuevos instrumentos (como recientemente las titularizaciones hipotecarias y bonos hipotecarios) corroboran el interés del Estado dominicano por un desarrollo sostenible del mercado de capitales.

Sin embargo, los canales y el monto de financiación al sector privado continúan reducidos con respecto al nivel de ingreso de la economía dominicana. Si bien hay evidencia que demasiada profundidad financiera puede perjudicar el crecimiento económico (Arcand *et al.*, 2011), la baja penetración financiera dominicana da margen para un mayor desarrollo económico gracias a un futuro

dinamismo de los mercados financieros.<sup>2</sup> Al igual que el resto de los países de la región (a excepción de Chile), el nivel de financiación a la economía dominicana es reducido con respecto a los países de la OCDE (Gráfico 1.1). Este bajo nivel, inclusive con respecto a los países de la región, se explica por el bajo nivel de bancarización y ante todo por el reducido desarrollo del mercado de capitales. Sobre este último aspecto, el mercado de deuda privada sólo representa el 1.3% del PIB y el mercado de renta variable es inexistente.

Gráfico 1.1. Nivel de desarrollo de los mercados financieros  
(% del PIB en 2010)



Nota: Selección de países OCDE y no OCDE. El saldo de crédito otorgado por los bancos comerciales incluye el crédito otorgado por los bancos comerciales a las corporaciones no financieras y a los hogares.

Fuente: Centro de Desarrollo de la OCDE con base en Banco Mundial (*World Development Indicators*), *Bank for International Settlements (BIS)*, Bloomberg, Fondo Monetario Internacional (*Financial Access Survey*) y fuentes nacionales.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932607518>

La corrección de los obstáculos estructurales detallados en este informe allanaría el camino para el desarrollo de un mercado de renta variable. Está previsto para el transcurso del 2012 que algunas empresas floten parte de su capital y diversas empresas entrevistadas expresaron su interés en participar en un eventual mercado de renta variable. Si bien se espera entonces que

haya algunas emisiones de acciones en el mediano plazo, los esfuerzos ahora deben estar concentrados en resolver debilidades fundamentales del mercado de capitales. Unas bases sólidas ayudarán al sano desarrollo del mercado de capitales en su totalidad, incluyendo el mercado de renta variable. Así, la consolidación de las recomendaciones presentadas en este estudio permitiría sentar las bases para un eventual desarrollo del mercado de renta variable.

## Hacia una mejor coordinación de políticas para el desarrollo del mercado de capitales

Existen fallas de coordinación de las políticas públicas que impiden una mayor penetración del mercado de capitales. Estas fallas pueden considerarse de cuatro tipos. Primero, la estabilidad macroeconómica es fundamental para el desarrollo del mercado de capitales. En este sentido, las políticas monetaria y fiscal deben estar mejor coordinadas en un contexto de vulnerabilidad en la balanza de pagos. Segundo, la gestión de la deuda pública debe coordinarse adecuadamente entre el Banco Central y el Ministerio de Hacienda. Tercero, es necesario establecer un marco institucional que incremente la coordinación entre los diferentes supervisores del sistema financiero y de capitales. Finalmente, el marco operativo del mercado de capitales requiere una mayor coherencia y coordinación para facilitar el desarrollo de su infraestructura.

La adecuada independencia y coordinación de las políticas monetaria y fiscal son determinantes para la solvencia del mercado de capitales. El Banco Central tiene como rol principal la estabilidad de los precios para lo cual es fundamental la implementación de una política de inflación objetivo que supone una independencia del Banco Central, una única variable objetivo (la tasa de inflación), un principal instrumento de intervención (la tasa de interés) y una tasa de cambio flexible. La evidencia empírica en República Dominicana revela intervenciones del Banco Central en el mercado cambiario que afectarían los principios de una política de inflación objetivo. El plan actual de eliminación del déficit cuasi-fiscal y de recapitalización del Banco Central recae en una operación con títulos de deuda del gobierno que requiere una muy estrecha coordinación entre las autoridades fiscales y monetarias, y bajo el marco de independencia de la política fiscal. Las desviaciones de las metas originales acordadas aplazarían la consolidación de un solo emisor en el mercado de deuda pública, generando señales distintas a los demás participantes del mercado.

Para generar mayor dinamismo en el mercado de bonos privados, se requiere una mejor coordinación en la gestión de la deuda pública interna. En el corto plazo es recomendable que el Banco Central y el Ministerio de Hacienda tengan una permanente comunicación con el fin de coordinar aspectos relacionados con las características de los títulos emitidos, tales como el vencimiento, la denominación y las fechas de emisión. Igualmente, es fundamental tener un mismo sistema de colocación en el mercado primario que permita una convergencia de los rendimientos de los títulos. Con el fin de mejorar la eficiencia de un mercado de bonos es necesario reducir los niveles de fragmentación y tener una infraestructura de mercado robusta y segura. En este sentido, se debe ir llevando la gestión de deuda a un único emisor, consolidándola en el Ministerio de Hacienda. En el mediano plazo, a medida que la gestión de la deuda doméstica soberana sea gestionada únicamente por la Dirección General de Crédito Público, el papel del Banco Central en el desarrollo del mercado de deuda pública será limitado a operaciones repos de estos títulos para la conducción de la política monetaria.

Debido a la estructura institucional, se requiere un esquema de estricta coordinación y comunicación inter-organizacional para evitar asimetrías de información entre las agencias reguladoras. La regulación y supervisión del sistema financiero y de capitales de República Dominicana está dividido en cuatro superintendencias: Superintendencias de Bancos, de Pensiones, de Seguros y de Valores. Por consiguiente, es determinante una coordinación efectiva en la priorización de los objetivos de política y de los instrumentos con los cuales se persiguen dichos objetivos. Para esto debe haber una coherencia en la rendición de cuentas de las instituciones involucradas en la regulación del sistema financiero y de capitales. Los principios de gobierno corporativo de la OCDE destacan que la posibilidad de solapamiento e incluso de contradicción entre reglamentos de distintas superintendencias deberá controlarse para evitar la aparición de lagunas reglamentarias. Es recomendable la institución de un comité coordinador cuando se cuenta con múltiples cuerpos regulatorios dentro del mercado financiero y de capitales, el cual estaría constituido por expertos independientes y agentes reguladores. Finalmente, las superintendencias requieren de personal altamente capacitado para llevar a cabo un trabajo eficaz, por lo que necesitarán de autonomía y de recursos suficientes para cumplir sus obligaciones con profesionalidad y objetividad (OCDE, 2004).

Es necesario establecer una mayor coordinación en el funcionamiento de la infraestructura del mercado de capitales. El proceso de colocación en el mercado primario privado debe coordinarse adecuadamente entre los diferentes actores públicos así como privados. Con este fin es crucial reducir el tiempo de

aprobación de una emisión, lograr una estandarización de la documentación requerida y simplificar el proceso de inversión para inversionistas institucionales en el mercado primario. Respecto al sistema de pagos y de custodia de valores, es necesario el desarrollo adecuado de un sistema centralizado de información, depósitos, compensación y de pagos. La regulación y disciplina de mercado deben sancionar drásticamente las operaciones de compra y venta que se realicen a través de las transferencias libre de pago e incentivar el uso del sistema de transacciones a través de un mercado de formación de precios informatizado. Se debe también promover una mayor variedad de tipos de instrumentos de inversión y actores en el mercado secundario, así como desarrollar un código de gobierno corporativo.

Acciones en busca de una mejora de estas políticas públicas llevaría a un mayor dinamismo de la economía dominicana. La prioridad en las acciones es mejorar la gestión de la deuda pública, donde los beneficios serían múltiples. Primero, reduciría el costo de financiamiento de la Nación. Segundo, la deuda pública sería referencia para las emisiones de deuda privada (a partir de una curva cero-riesgo). Finalmente, un menor efecto de desplazamiento (*crowding-out*), tanto de tasa de interés como de monto emitido, permitiría un mayor acceso a la financiación de empresas del sector real de la economía. La adecuada coordinación de los organismos reguladores, el desarrollo de un código de gobierno corporativo y la mejora en los procesos de emisión y transacción en el mercado secundario reducirían el costo y tiempo de emisión para las empresas, facilitando el acceso al mercado de capitales a sectores productivos del país. El fomento de la educación financiera y de nuevos instrumentos financieros (regulados apropiadamente) facilitaría el acceso al mercado de capitales a nuevos actores de la economía de forma sostenible.

## La economía política de la reforma del mercado de capitales

Si bien este informe se concentra en qué tipo de medidas son necesarias para mejorar la eficacia del mercado de valores dominicano, el *cómo* llevarlas a cabo es igual de relevante. Es necesario estudiar no sólo qué tipo de prácticas y estrategias debería adoptar el sector público para favorecer el desarrollo del mercado de valores, sino también cómo éstas se adoptan. Este es el dilema del proceso de reforma, un proceso que se puede analizar en términos de un “ciclo de reforma” compuesto por varias etapas (etapa de planeación, diálogo, adopción, implementación y sostenibilidad). Aunque estas etapas no siempre

se desarrollan de manera secuencial, resulta útil distinguirlas para evaluar el poder relativo de cada jugador y los esfuerzos reformistas, con el fin de evitar obstáculos en el futuro. La OCDE ha estudiado ampliamente el proceso de la economía política y el proceso de formulación de políticas de la reforma para diferentes sectores de la economía haciendo hincapié en la interacción de los agentes y el contexto socio económico y político.<sup>3</sup>

Varios aspectos favorecen el *momentum* para avanzar en el proceso de adopción de reformas para el desarrollo al mercado de capitales con el fin de promover una financiación más adecuada del sector real. El rezago de un mercado de capitales acorde con el nivel de desarrollo de la economía impide la financiación adecuada del sector real. El contexto político de un nuevo gobierno genera tradicionalmente el apoyo de los diferentes actores involucrados en el proceso de adopción e implementación de las reformas. El incierto contexto financiero internacional y las recientes experiencias de crisis en economías emergentes y desarrolladas revelan aún más la necesidad de un marco institucional y regulatorio adecuado para el buen funcionamiento del mercado de valores. Si bien la crisis financiera de 2003-04 obligó a una actuación expedita por parte de las autoridades con un marco regulatorio todavía en proceso de definición, las reformas financieras después de la crisis junto con una estabilidad económica permiten hoy en día una consolidación de las operaciones de deuda pública en un único actor. Finalmente, de acuerdo a entrevistas con participantes del mercado y a los resultados del taller realizado para este documento, gran parte de los actores públicos y privados coinciden sobre las principales medidas necesarias para una mayor penetración y estabilidad del mercado de capitales.

## Notas

1. La última conferencia anual del Comité de Mercados Emergentes de la IOSCO se celebró en República Dominicana en octubre de 2011.
2. Se estima que el crédito al sector privado tiene un impacto positivo sobre el crecimiento económico hasta alcanzar un nivel cercano al 110% del PIB. A partir de este punto, un aumento del crédito empieza a tener un impacto negativo. El crédito bancario al sector privado y el stock de deuda privada emitida en República Dominicana no superan el 25% y el 1.5% del PIB respectivamente.
3. Ver Tompson (2009), OCDE (2010), OCDE (2011) para estudios sobre *Making Reform Happen* en países de la OCDE y Dayton-Johnson *et al.* (2011) para una revisión del proceso de reformas en América Latina.

## Referencias

- ARCAND, J., E. BERKES y U. PANIZZA (2011), "Too Much Finance?", Artículo presentado en la conferencia LACEA (*The Latin American and Caribbean Economic Association*) 2011, mimeo, disponible en: [www.webmeets.com/files/papers/lacea-lames/2011/16/abp\\_19a.pdf](http://www.webmeets.com/files/papers/lacea-lames/2011/16/abp_19a.pdf)
- BOLTON, P. y X. FREIXAS (2008), "How Can Emerging Market Economies Benefit from a Corporate Bond Market?", en Borensztein, E., K. Cowan, B. Eichengreen y U. Panizza (eds.) *Building Bond Markets in Latin America: On the Verge of a Big Bang?*, The MIT Press, (pp. 29-49), Cambridge, MA.
- BORENSZTEIN, E., K. COWAN, B. EICHENGREEN y U. PANIZZA (2008), *Bond Markets in Latin America: On the Verge of a Big Bang?*, The MIT Press, Cambridge, MA.
- DAYTON-JOHNSON, J., J. LONDOÑO y S. NIETO-PARRA (2011), "The Process of Reform in Latin America: A Review Essay", *OECD Development Centre Working Paper*, No. 304, OCDE, París.
- LEVINE, R. (2004), "Finance and Growth: Theory and Evidence", *NBER Working Paper No. 10766*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- OCDE (2004), *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE*, OCDE, París.
- OCDE (2010), *Making Reform Happen: Lessons from OECD Countries*, OCDE, París.
- OCDE (2011), *Making the Most of Public Investment in a Tight Fiscal Environment: Multi-level Governance Lessons from the Crisis*, OCDE, París.
- TOMPSON, W. (2009), *The Political Economy of Reform: Lessons from Pensions, Product Markets, and Labour Markets in Ten OECD Countries*, OCDE, París.

## Capítulo 2

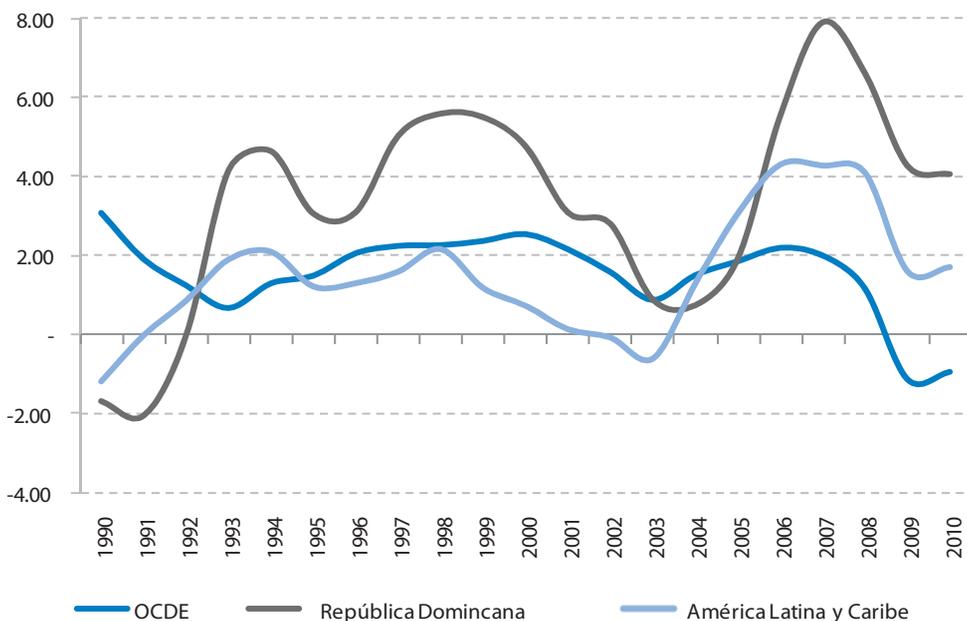
# Contexto macroeconómico

### Resumen

El rescate bancario realizado por el Banco Central tras la crisis financiera del 2003 resultó en un deterioro de su balance general, afectando igualmente las cuentas fiscales del gobierno central. Respecto a la balanza de pagos, el déficit en cuenta corriente se explica principalmente por los pocos mecanismos que tiene República Dominicana para contrarrestar los choques de precios de los rubros de importación, como importador neto de *commodities*. Se recomienda desarrollar un fondo que tenga un componente contra-cíclico que ayude a mitigar los choques sobre la balanza comercial y la implementación de una política que elimine las operaciones del Banco Central en el mercado cambiario a través de las emisiones de títulos.

República Dominicana, una economía pequeña y abierta, ha presentado un gran dinamismo en las últimas décadas, acentuado por un crecimiento económico acelerado y una apertura comercial. República Dominicana presentó uno de los crecimientos económicos más rápidos en la región, promediando un 6% anual entre 1990 y 2010. Asimismo, en términos per cápita, el país fue capaz de incrementar su ingreso en 50% en un periodo de veinte años (BID, 2010). Una porción de ese crecimiento fue apoyado en el sector externo donde las exportaciones se duplicaron entre principios de los noventa y el 2010, y el país percibió grandes flujos de inversión que permitieron financiar varios motores del crecimiento del PIB, como el turismo. Posteriormente a la crisis financiera de 2003-04, el crecimiento del PIB per cápita se recuperó y ha alcanzado en los últimos años tasas superiores a las registradas por las economías de la OCDE y de la región (Gráfico 2.1).

Gráfico 2.1. Crecimiento del PIB per cápita en República Dominicana, América Latina y países de la OCDE (% , 1990-2010)



Nota: Promedio móvil 3 años.

Fuente: Centro de Desarrollo de la OCDE con base en cifras del *World Development Indicators* del Banco Mundial.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932607537>

La economía dominicana ha sufrido cambios fundamentales en los últimos veinte años, que han modificado la estructura de la economía de una basada en exportaciones agrícolas a una economía de servicios. Durante la década de los noventa se introdujeron cambios significativos en la estructura productiva, sobre todo en los aspectos tributarios, comerciales, y de inversión extranjera. Tras una fuerte contracción de la economía en 1990, en los siguientes cinco años el país atravesó por varias reformas de carácter estructural que modificaron sustancialmente las bases de la economía. En esa época se fue consolidando la transformación de una economía primordialmente agrícola y de industria ligera hacia una economía basada en servicios, destacándose entre ellos las telecomunicaciones y los servicios financieros, así como el turismo y las zonas francas por su capacidad para la generación de divisas.<sup>1</sup>

Las reformas se extendieron al sector financiero, permitiendo una mayor apertura y flexibilización de crédito, en un proceso paralelo a la flexibilización de la política cambiaria. En el sector financiero fueron importantes las medidas para la integración de los mercados domésticos a la dinámica internacional, destacándose la reducción de los obstáculos para la operación de bancos extranjeros y la consolidación en la provisión de productos y servicios por parte de la banca. En los mercados de capitales, la flexibilización progresiva de la política cambiaria fue eliminando las distorsiones del mercado dual de cambio. Adicionalmente, la nueva Ley de Inversión Extranjera (Ley 16-95) eliminó las restricciones al flujo de capitales externos en el país. Bajo este esquema, la inversión extranjera directa en el país se triplicó en diez años, pasando de 189 millones de dólares estadounidenses (USD) a principios de los noventa a 953 millones de USD en el 2000 y 2 371 millones de USD en el 2011, con el grueso de éstos dirigido a la inversión en el sector turístico.

La crisis financiera del 2003-04 ocasionó un fuerte choque a la economía que desembocó en un deterioro de los principales indicadores macroeconómicos y sociales del país. En el 2003, a raíz de la quiebra de tres bancos comerciales, que representaban el 26% de los activos del sistema financiero, el país se vio envuelto en un periodo de alta inflación (42.7% en el 2003 y 28.7% en el 2004), una fuerte depreciación de la moneda (113% entre 2002 y 2003),<sup>2</sup> un deterioro de las cuentas fiscales con un déficit de 3.8% del PIB, y una pérdida generalizada de confianza por parte de los agentes económicos. Esta situación, en adición a los efectos del choque petrolero del 2003 y un rescate bancario que representó el 20.3% del PIB, provocaron que en 2003 la economía decreciera 0.3% en términos reales (BCRD, 2004).

La salida de capitales provocó un choque adicional que generó un desbalance en el tipo de cambio y en las cuentas externas. De especial impacto

para la economía nacional fue la salida de capitales, causada por la fuerte depreciación que ocasionó una colocación de activos en el exterior por parte de actores privados, al tiempo que la incertidumbre económica provocó una reducción en los flujos de inversión directa. A pesar de que la cuenta corriente experimentó un superávit por primera vez en 11 años, debido al choque positivo de la depreciación sobre las exportaciones, el saldo no fue suficiente para evitar un déficit de balanza de pagos de 546.5 millones de USD en 2003, equivalente al 2.7% del PIB.

La firma de un Acuerdo Stand-By con el Fondo Monetario Internacional (FMI) permitió financiar la brecha externa e iniciar un programa de estabilización macroeconómica. En medio de esta situación, en el 2005 el país firmó un Acuerdo *Stand-By* con el FMI por dos años, ascendiente a 437.8 millones de derechos especiales de giro (DEG).<sup>3</sup> Bajo este acuerdo el país tuvo acceso a recursos externos que permitieron una recomposición de las reservas externas del Banco Central, así como un financiamiento del gobierno central. Además, se promovieron importantes reformas al sistema financiero que fortalecieron la posición general del sistema, con el fin de evitar un efecto contagio ante un choque de magnitud similar.<sup>4</sup> Estas medidas incluyen nuevos estándares de adecuación patrimonial, una supervisión en base a estados financieros consolidados y un marco legal para la prevención de riesgos permiten explicar la adecuada solvencia actual del sector financiero.

Tras la crisis y la ejecución de importantes reformas al sector financiero, el país experimentó un periodo de acelerado crecimiento económico. Este crecimiento, que promedió 8.5% en el periodo 2005-08, se apoyó en los sectores de telecomunicaciones y comercio que alcanzaron las tasas de crecimiento de 21.1% y 11.5% respectivamente. El cuadro macroeconómico fue acompañado de una mejora en los indicadores fiscales, apoyados por el Acuerdo *Stand-By* con el FMI, resultando en un superávit de 0.1% del PIB en el 2007. Las finanzas públicas recibieron igualmente una fuerte inyección de recursos producto del incremento en el precio del níquel que reportó ingresos al gobierno de 11 879.4 millones de pesos dominicanos (DOP), un crecimiento de más de 200% respecto al año anterior.

Si bien diversos choques externos han fragilizado la capacidad de respuesta fiscal, la política económica ha mantenido la estabilidad macroeconómica. El alza sostenida de los principales *commodities* en los mercados internacionales ejerció fuertes presiones en las cuentas fiscales y externas del país.<sup>5</sup> Por su parte, la crisis económica mundial desatada a finales del 2008 redujo la demanda externa de productos y servicios dominicanos, que se tradujo en una reducción de las exportaciones de 18.7% interanual en 2009, una caída en el flujo de remesas y

una desaceleración de la actividad turística. Un nuevo Acuerdo con el FMI, vigente desde finales de 2009 hasta el primer trimestre de 2012, tuvo por motivo asegurar el financiamiento para estimular la recuperación económica, dada las condiciones restrictivas de crédito. Este acuerdo proporcionó un financiamiento de alrededor de 1 700 millones de USD, que ha permitido perseguir los objetivos de gasto público. Con estas condiciones la economía ha logrado mantener cierta estabilidad macroeconómica, aunque este escenario está condicionado por la situación económica mundial.

## **El impacto de la crisis de 2003-04 sobre la conducción de la política monetaria y financiera**

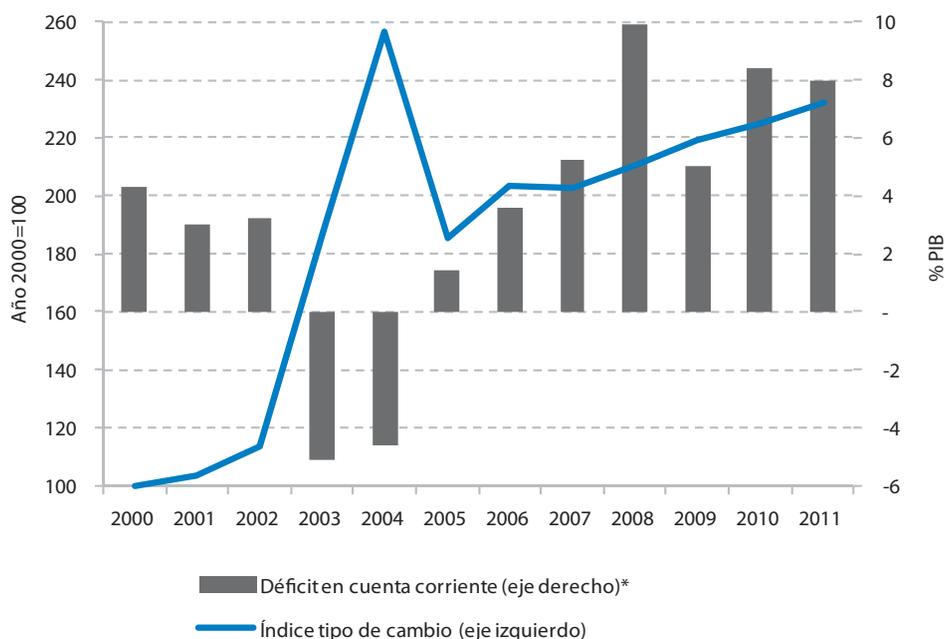
El Banco Central tuvo un papel principal en el rescate financiero. Durante la crisis financiera del 2003-04, el Banco Central jugó un papel esencial, realizando un rescate bancario respaldando los depositantes, con el objetivo de reducir el riesgo de una crisis sistémica. Al mismo tiempo el Banco Central realizó colocaciones de títulos como principal instrumento para reducir la liquidez generada por el rescate. Estas acciones resultaron en un deterioro de su balance general, desembocando en un déficit cuasi-fiscal que ha causado presiones tanto en el manejo de la política monetaria como fiscal.

La emisión de títulos del Banco Central permitió una salida expedita de la crisis pero generó una situación de desequilibrio de los agregados monetarios y fiscales que condiciona una conducción efectiva de la política monetaria. La emisión de certificados de participación a altas tasas de interés permitió controlar el exceso de liquidez provocado por el rescate bancario. Así, los valores en circulación del Banco Central se multiplicaron por un factor de más de ocho en un periodo de doce meses, pasando de 6 905 millones de DOP en diciembre 2002, a 60 008 millones de DOP en diciembre 2003 (BCRD, 2004). Sin embargo, esta política agresiva, entendida como necesaria para mantener la estabilidad macroeconómica, significó una erosión de la posición general del Banco Central, afectando al mismo tiempo las cuentas fiscales del gobierno central.

El balance estructural de las cuentas externas genera gran presión sobre el tipo de cambio y condiciona la conducción de la política monetaria. Regularmente deficitario, a partir del 2007 el balance de la cuenta corriente ha mostrado unos altos y persistentes niveles de déficit, con un nivel estimado de casi 8% en 2011 (BCRD, 2012) que generan presiones sobre el tipo de cambio y amenazan la estabilidad de las cuentas externas (ver Gráfico 2.2). Gran parte de este déficit se explica por los fuertes choques en los precios de los principales rubros de

importación, entre los que se destaca el petróleo. República Dominicana, como importador neto de *commodities*, tiene pocos mecanismos para contrarrestar estos choques. La inversión extranjera directa únicamente representó 36.7% del déficit en cuenta corriente en 2010. Con una balanza comercial altamente deficitaria, el equilibrio de la balanza de pagos se mantiene gracias al flujo de capitales. Esta incertidumbre crea presiones sobre el tipo de cambio, otorgándole un rol central en los objetivos de la política monetaria.

Gráfico 2.2. Déficit en cuenta corriente y tipo de cambio (2000-11)



Nota: \* Valor negativo representa un superávit de la cuenta corriente (% del PIB).

Fuente: Centro de Desarrollo de la OCDE con base en cifras del *World Development Indicators* del Banco Mundial y Banco Central de República Dominicana.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932607556>

## Recomendaciones y perspectiva

Una adecuada gestión de los factores que afectan la debilidad de la balanza de pagos mejora la percepción de los inversionistas en los mercados de capitales.

A pesar de la dificultad que representa ser un importador neto de *commodities*, desarrollar un mecanismo que ahorre ante una caída (alza) inesperada de precios de las principales materias primas importadas (exportadas) generaría un componente contra-cíclico que puede ayudar a mitigar los choques sobre las cuentas externas.<sup>6</sup> Es necesario, por lo tanto, una modificación de la estructura fiscal del Estado, que permita asegurar un nivel adecuado de financiación de las políticas públicas y mantener un apropiado equilibrio macroeconómico. La presión tributaria en República Dominicana es reducida inclusive con respecto a otros países de la región (alrededor de 13% del PIB vs. alrededor de 20% del PIB en América Latina y más de 30% del PIB en la OCDE). Sobre las exportaciones, una mayor promoción de *clusters* y fondos de innovación así como de sectores altamente productivos podrían acompañar las exportaciones derivadas de las zonas francas, las cuales representan alrededor de tres cuartos del total de las exportaciones, de acuerdo a cifras oficiales (ver Comisión Attali, 2010 para un análisis detallado sobre las recomendaciones de política industrial y de servicios para una economía más competitiva). Adicionalmente, estas políticas tendrían externalidades positivas sobre la inversión extranjera directa que podría financiar el déficit comercial. Los efectos serían inmediatos sobre el desarrollo del mercado de capitales debido a una mejor percepción de los inversionistas nacionales e internacionales susceptibles de invertir en los mercados de capitales.

El establecimiento de un objetivo de metas de inflación imprime mayor transparencia al manejo de la política monetaria y permitiría eliminar la competencia directa entre actores públicos en el mercado de títulos. En su programa monetario para el 2012, las autoridades tienen previsto la implementación de una política monetaria basada en objetivos de metas de inflación, a implementarse a partir del 2012 (BCRD, 2010). Debido a una creciente inestabilidad de la demanda de dinero, el manejo de la política monetaria a partir de agregados monetarios es poco efectivo. La implementación de una política de inflación objetivo supone una independencia del Banco Central, una única variable objetivo (la tasa de inflación), un principal instrumento de intervención (la tasa de interés) y una tasa de cambio flexible. El plan actual de eliminación del déficit cuasi-fiscal y recapitalización del Banco Central recae en una operación con títulos de deuda del gobierno que requiere una muy estrecha coordinación entre las autoridades fiscales y monetarias. La participación activa del Banco Central en el mercado de deuda pública con un objetivo de política monetaria genera distorsiones y competencia con el Ministerio de Hacienda, quien a su vez participa en el mercado con objetivos de financiamiento.

### Notas

1. De acuerdo a Pozo *et al.* (2010) el esquema de zonas francas se desarrolló como un paso para proteger un segmento de la economía local de la “infraestructura legal, política y económica”. Bajo este esquema se incrementó la inversión de capital y las zonas francas se convirtieron en uno de los principales sectores generadores de divisas. Las exportaciones de zonas francas ascendieron a 4 884.4 millones de dólares estadounidenses (USD) en 2011, alrededor de un 8.6% del PIB.
2. El tipo de cambio, en promedio mensual, pasó de 17.8 DOP/USD en diciembre de 2002 a 37.8 DOP/USD en diciembre de 2003. Adicionalmente, alcanzó (en promedio mensual) un máximo de 50.4 DOP/USD en febrero de 2004, a partir del cual se comenzó a sentir el efecto de las medidas restrictivas puestas en marcha por las autoridades. Esto provocó que esta tasa finalizara el 2004 en 29.3 DOP/USD.
3. El gobierno había suscrito en 2003 y 2004 otros Acuerdos *Stand-By* con el organismo que fueron suspendidos debido a desviaciones originales en las metas acordadas. Entre estos acuerdos el programa abarcó el periodo 2004-07.
4. Durante este periodo también se introdujeron reformas importantes al sistema de planificación y administración financiera del Estado.
5. En julio de 2008, los precios del trigo, soya y maíz se habían incrementado en 38.3%, 90.6% y 99.7% respecto al año anterior, respectivamente. En respuesta, el gobierno utilizó amplios subsidios para mitigar el alza en los precios de los productos básicos.
6. Los ingresos por la explotación de minas de ferróníquel y oro pueden alimentar un fondo de este tipo. A pesar de ser recursos relativamente limitados, consagrarlos en un fondo contra-cíclico eliminaría la discrecionalidad en su uso e imprimiría fiabilidad a la política fiscal. Por ejemplo, durante 2007 los ingresos por la explotación de las minas de ferróníquel se triplicaron respecto al año anterior, con la ganancia inesperada siendo utilizada para amortiguar parcialmente el incremento en los precios del petróleo.

## Referencias

- COMISIÓN ATTALI (2010), *Informe de la Comisión Internacional para el Desarrollo Estratégico de la República Dominicana*, Attali & Associés. Disponible en : <http://www.economia.gov.do/eweb/>
- BCRD (BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA DOMINICANA) (2004), *Informe de la Economía Dominicana, Enero – Diciembre 2003*, Banco Central de la República Dominicana, Santo Domingo, República Dominicana.
- BCRD (2010), *Estrategia para la implementación de un esquema de metas de inflación en la República Dominicana*, Banco Central de la República Dominicana, Santo Domingo, República Dominicana.
- BCRD (2012), *Resultados preliminares de la economía dominicana enero-diciembre 2011*, Banco Central de la República Dominicana, Santo Domingo, República Dominicana.
- BID (BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO) (2010), *La ruta hacia el crecimiento sostenible en República Dominicana: Fiscalidad, competitividad, institucionalidad y electricidad*, BID, Washington, DC.
- Pozo, S., J. SÁNCHEZ-FUNG y A. SANTOS-PAULINO (2010), “Economic development strategies in the Dominican Republic”, *Wider Working Paper 115*, UN University/World Institute for Development Economics Research, Helsinki.



## Capítulo 3

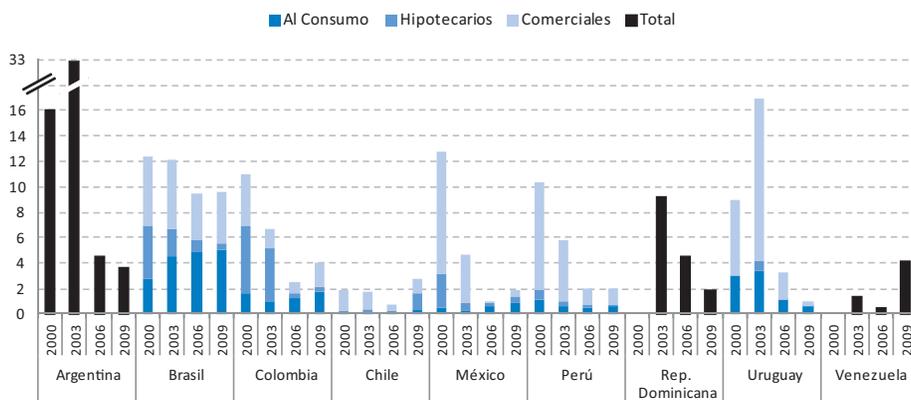
# Características y retos del sistema financiero

### Resumen

La adecuada gestión de las políticas fiscales y monetarias así como la mejora del marco regulatorio y de supervisión de los intermediarios financieros han contribuido a que el sistema financiero dominicano haya resistido a la crisis internacional actual. El principal reto es incrementar la bancarización garantizando la solvencia del sistema financiero. Mientras que las altas tasas de interés activas dificultan el acceso a crédito para las empresas, las tasas pasivas son negativas en términos reales. Se recomienda continuar mejorando el marco regulatorio, a través por ejemplo de la implementación de criterios *stress-testing*, reglas contra-cíclicas a las provisiones y mejoras en el manejo del riesgo sistémico. Igualmente, con el fin de mejorar la información y evaluación de los riesgos inherentes al sistema financiero, se recomienda la elaboración de un reporte de estabilidad financiera realizado por el Banco Central.

El sistema financiero dominicano se caracteriza por su estabilidad y solvencia, tras las reformas llevadas a cabo después de la crisis financiera del 2003-04. Al igual que el resto de la región, el sistema financiero dominicano ha resistido notablemente bien la crisis actual. Esto contrasta con lo ocurrido en 2003 en el país y en general en numerosos países en la región en los que el costo de las crisis bancarias ha sido elevado.<sup>1</sup> Los bancos se han visto respaldados por la mejora de la regulación y la supervisión, ayudados por una buena gestión de las políticas fiscales y monetarias. Un primer signo de esta mejora es la calidad crediticia de los préstamos bancarios (Gráfico 3.1). Después de la crisis bancaria, la proporción de préstamos incobrables en relación al total ha descendido significativamente situándose hoy día cerca del 2%. Mientras que en algunas economías latinoamericanas como Brasil, Colombia, Chile, México, Perú y Venezuela se puede observar el efecto de la crisis por un aumento de la cartera morosa, en República Dominicana esta cartera continúa siendo proporcionalmente baja, particularmente cuando se compara con economías emergentes fuera del continente americano.<sup>2</sup>

Gráfico 3.1. Préstamos incobrables en relación con el número total de préstamos (%)



Nota: Debido a diferencias en las contabilidades y los regímenes de supervisión nacionales, la información no es estrictamente comparable entre países.

Fuente: Centro de Desarrollo de la OCDE con base en Bancos Centrales nacionales y organismos de supervisión.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932607575>

Los niveles adecuados de provisión de la cartera y de capital proporcionan un “colchón de seguridad” en caso de choques económicos y confirman la solvencia del sistema. La proporción de provisiones en relación con los préstamos incobrables muestra que ha permanecido cómodamente por encima del 100% desde 2005 (vs. un 30% a mediados del 2003), y al igual que otros

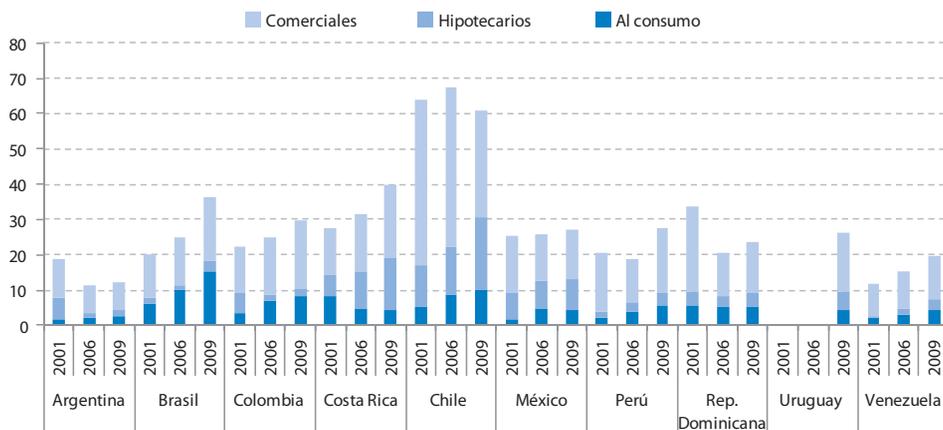
países latinoamericanos de nuevo ampliamente por encima de otras economías emergentes.<sup>3</sup> Por su parte, la relación de solvencia que tiene en cuenta el perfil de riesgo de los activos subyacentes ha estado alrededor del 17% desde 2004 (vs. 12.5% en 2003), por encima del promedio mundial (15%), y del requerido por el Comité de Basilea y las autoridades dominicanas (8% y 10% respectivamente). Adicionalmente, la inclusión del riesgo de mercado desde 2007 en la medición del margen de solvencia significa un avance en el control de los riesgos de mercado.<sup>4</sup>

La exposición en moneda extranjera se concentra en los créditos comerciales a grandes empresas y supone un ajuste cambiario con respecto a los ingresos de éstas. Los desajustes cambiarios, generados cuando las obligaciones financieras de hogares y empresas están denominadas en una moneda diferente de la de sus ingresos, abren un cauce de exposición para el sector privado y, por consiguiente, suponen un riesgo para la estabilidad del sistema financiero.<sup>5</sup> En República Dominicana cerca del 20% de los créditos otorgados por el sistema financiero están denominados en USD. El 96% de estos créditos está en créditos a empresas grandes, lo cual representa cerca del 40% del total de los créditos a estas empresas. Un factor clave para explicar esta alta proporción es la tasa de financiación. Es decir, la tasa de interés en pesos dominicanos se mantiene elevada con respecto a la tasa de financiamiento en USD (alrededor de 17% vs. 7% al primer trimestre de 2012), señalando las expectativas implícitas de depreciación.

## Profundidad y concentración bancaria

La bancarización de la economía dominicana es baja, aun cuando se compara con economías similares y con la región. Si bien la banca es solvente, el rezago más importante es el bajo nivel de bancarización. En general los bancos latinoamericanos son solventes. Sin embargo, esto no implica que el sistema financiero esté contribuyendo con toda su capacidad al desarrollo económico. Al igual que en el resto de países latinoamericanos, la proporción de crédito comercial sobre PIB es relativamente reducida con respecto a otras economías emergentes. Mientras que antes de la crisis financiera de 2003-04 era cercano al 25% del PIB, actualmente no supera el 15% del PIB. Debido a la fuerte reducción del crédito a empresas, República Dominicana es el país de la región que tiene la mayor reducción de bancarización después de una crisis bancaria (Gráfico 3.2). Si bien la profundidad financiera (el cociente entre el total de préstamos y la renta nacional) ha mejorado después de la crisis (pasando de 19% en diciembre de 2004 a 24% en diciembre de 2010), la tasa de créditos al sector privado sigue siendo reducida.

Gráfico 3.2. **Profundidad financiera**  
(%, número total de préstamos como porcentaje del PIB)



Fuente: Centro de Desarrollo de la OCDE con base en Bancos Centrales nacionales y organismos de supervisión.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932607594>

La concentración bancaria en República Dominicana, al igual que otras experiencias en la región, es elevada.<sup>6</sup> La concentración bancaria ha venido aumentando y actualmente los 10 principales bancos representan cerca del 90% de los activos del sistema financiero (vs. 75% a finales de 2000). A partir de un análisis de distribución de la cartera de créditos, se destaca que si con un coeficiente Gini de 0.76, la concentración es mayor que en Colombia, Chile y Perú, en otros países de la región es aún mayor (como Brasil y México). Respecto a los ingresos netos, los 5 primeros bancos representan más del 75% del total de estos ingresos. Dentro de las principales economías de la región, Chile y Perú superan este porcentaje. Con un coeficiente Gini de 0.78 en la distribución de los ingresos netos, este coeficiente es mayor que en Argentina, Brasil, Colombia, Chile y México, y es similar a Perú.

La banca local presenta unos elevados niveles de rentabilidad, explicados por un alto margen de intermediación financiera. Los altos niveles de rentabilidad se explican por las altas tasas de interés de los créditos. Después de experimentar rentabilidades negativas en 2003, los niveles de hoy en día son inclusive superiores que otras economías emergentes. Al igual que en otras economías de la región, esto se explica parcialmente por los ingresos financieros (ver columna 3 del Cuadro 3.1). Mientras que en República Dominicana el ingreso de

los intereses de los créditos sobre el promedio bruto de los créditos es cercano a 15% para los primeros 10 bancos, en algunas economías latinoamericanas y otras economías emergentes no supera el 10%.

Cuadro 3.1. Indicadores de rentabilidad y de ingreso (%)

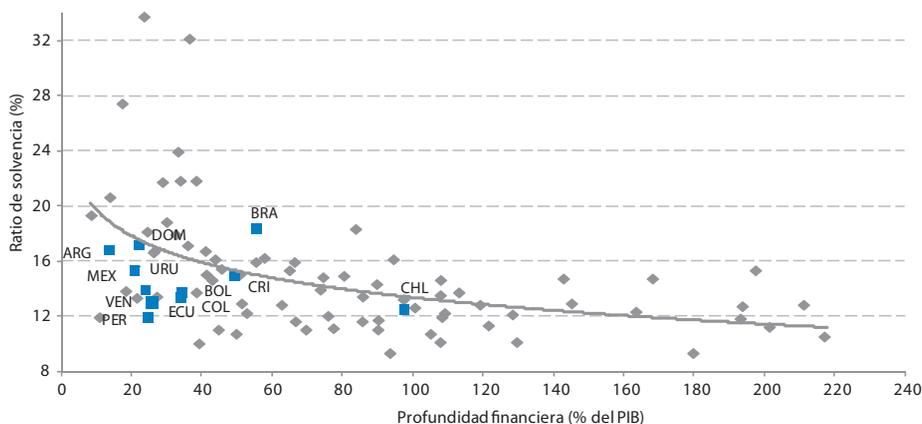
	Rentabilidad de los activos promedio (ROAA)	Rentabilidad del patrimonio promedio (ROAE)	Ingresos de los intereses de los créditos / Promedio bruto de los créditos	Ingreso neto / Promedio del total de activos
Brasil	1.76	21.77	14.74	1.84
Colombia	2.01	18.73	8.88	2.03
Chile	1.43	17.85	7.71	1.44
China	1.06	19.6	5.13	1.06
Rep. de Corea	0.46	5.51	4.88	0.53
Rep. Dominicana	2.09	17.82	15.47	2.09
México	1.54	13.59	12.64	1.54
Perú	2.03	19.88	12.99	2.14
Sudáfrica	0.92	8.95	9.34	0.92

*Nota:* Promedio de los 10 principales bancos en activos. Último año disponible.

*Fuente:* Centro de Desarrollo de la OCDE con base en Bankscope (con información a diciembre de 2011).

La profundidad financiera está estrechamente relacionada con la adecuación de capital de los bancos. El Gráfico 3.3 compara la proporción de préstamos privados como porcentaje del PIB (medida de la profundidad financiera) con el índice de solvencia (medida de la adecuación de capital). Con excepción de Chile, la región tiene una profundidad financiera baja (35% frente al 76% del resto del mundo), mientras que el índice de solvencia de la región (14.5%) se aproxima al del resto del mundo (14.8%). República Dominicana, dado su nivel de bancarización, tiene un margen de solvencia superior a varias economías latinoamericanas. Por lo general, ambas mediciones no son independientes, y unos índices de solvencia elevados se explican en parte por una débil profundidad financiera, algo particularmente cierto en el caso de República Dominicana. Los índices de solvencia superiores al 20% se observan sólo en países con una profundidad financiera inferior al 40% del PIB. De igual modo, la mayoría de los países con un índice de solvencia superior al 15% tienen una profundidad financiera inferior al 100%.

Gráfico 3.3. Relación de solvencia y profundidad financiera



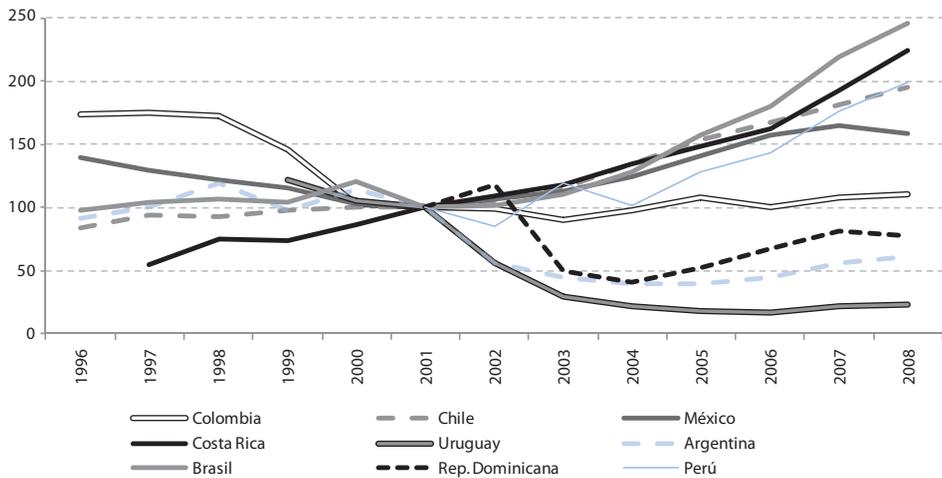
Nota: Los países latinoamericanos (Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, Ecuador, México, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela) se han indicado con un cuadrado azul. La profundidad financiera se define como la proporción de préstamos nacionales privados en el PIB, y el índice de solvencia se define como el cociente entre el capital regulatorio bancario y los activos ponderados por riesgo.

Fuente: Centro de Desarrollo de la OCDE con base en FMI y WDI del Banco Mundial.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932607613>

Es necesaria una conexión entre el crecimiento de los créditos y la capacidad de pago del sector privado. Si se mide este aspecto mediante la proporción de préstamos a los hogares en relación con las rentas del trabajo a nivel nacional, puede deducirse la forma en que las pasadas crisis bancarias causaron estragos en toda la región (Gráfico 3.4). En República Dominicana, así como en otros países afectados por las crisis (Argentina, Colombia y Uruguay), esa proporción sigue aún hoy por debajo del nivel anterior a la crisis en cuestión. Por otra parte, una firme supervisión y regulación financiera puede permitir que esta proporción se amplíe de forma sostenible. En Brasil, Chile, Costa Rica y México, el cociente préstamos/rentas ha crecido constantemente durante los últimos ocho años sin amenazar la calidad del préstamo o la solvencia del sistema bancario.

Gráfico 3.4. Proporción de préstamos a los hogares en relación con las rentas del trabajo (1996-2008)



Nota: Año base 2001.

Fuente: Centro de Desarrollo de la OCDE con base en Bancos Centrales nacionales, Comisión Económica para América Latina y el Caribe y organismos de supervisión.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932607632>

Mejorar el sistema financiero de una economía es importante para el crecimiento y el desarrollo nacional. Los sistemas financieros pueden proporcionar información sobre las oportunidades de financiamiento y contribuir así a asignar capital productivo a la economía (Levine, 2004; Banco Mundial, 2007). Además, el desarrollo financiero y la movilización de capital están estrechamente interrelacionados, ya que los instrumentos financieros canalizan la inversión hacia actividades de mayor rendimiento, con positivas repercusiones para el crecimiento del PIB (Acemoglu y Zilibotti, 1997). En definitiva, el crecimiento económico y la reducción de la pobreza están muy ligados al desarrollo financiero.<sup>7</sup> Los elevados índices de solvencia de la región están asociados con bajas proporciones de préstamos en relación con el PIB, sugiriendo que el grado de intermediación financiera está por debajo del nivel óptimo.

## Recomendaciones y perspectiva

Mientras que el sistema financiero dominicano ha recobrado su estabilidad, el gran reto es mejorar el acceso al crédito en un entorno de prudente regulación y supervisión bancaria. Desde la crisis bancaria de 2003-04 el sistema financiero ha mejorado su solvencia. Sin embargo, aún quedan mejoras pendientes en el ámbito de supervisión y regulación y ante todo en la bancarización que se mantiene inferior al 25% del PIB, nivel reducido con respecto a otras economías en desarrollo y emergentes.

Continuar mejorando la supervisión y regulación del sistema financiero es una condición necesaria para su buen desenvolvimiento. Si bien se ha observado una mejora en la regulación y supervisión del sistema financiero, aún algunos aspectos quedan por adoptar e implementar. La inclusión del riesgo de mercado en el margen de solvencia y las intenciones de seguir los procesos de adopción de Basilea II son aspectos claves para la adaptación a esquemas internacionales. Sin embargo, con el fin de promover la estabilidad financiera, la implementación de criterios *stress-testing*, reglas contra-cíclicas a las provisiones tal como ocurre en algunos países de la región (ver OCDE, 2010a), mejoras en el manejo del riesgo sistémico, tal como lo intenta promover Basilea III, y el establecimiento de un esquema definido de resolución de crisis (por ejemplo, los esquemas de garantías de depósitos), son ejemplos de regulaciones que podrían mejorar la consolidación del sistema financiero.

Es necesario profundizar en el análisis y los estudios sobre los riesgos inherentes al sistema financiero. La promoción de análisis y divulgación de información sobre la solvencia del sistema financiero y ante todo de los riesgos potenciales de las empresas y hogares permite anticipar las posibles vulnerabilidades del sistema financiero. En este sentido, al igual que ocurre en los países de la OCDE y en los principales de la región, se recomienda la realización de un Reporte de Estabilidad Financiera por el Banco Central que incluya los aspectos mencionados anteriormente.

Las altas tasas de interés se presentan como uno de los obstáculos en la canalización del crédito, y reflejan un alto grado de costos operativos para el sector financiero. El margen financiero en República Dominicana presenta un obstáculo para una mayor profundización financiera. Las altas tasas de interés dificultan el acceso a crédito para empresas relativamente pequeñas, mientras que las tasas pasivas son negativas en términos reales, generando pocos incentivos a la bancarización. Acciones de política pública pueden contribuir a una reducción de estos márgenes. Entre otros factores, el costo de cumplimiento

regulatorio (como el encaje legal) se presenta como uno de los obstáculos al descenso de las tasas de interés. Adicionalmente, facilitado por un sector bien regulado, la carga impositiva tiende a ser alta. A mediados de 2011 se aprobó un impuesto a los activos de las entidades financieras que, conjuntamente con el aumento de la tasa del impuesto sobre la renta corporativo, encarecen los costos operacionales que tienden a traspasarse directamente a los usuarios. El impuesto a los activos de las entidades financieras (1% de los activos y deducible del impuesto sobre la renta) se supone de carácter transitorio, siendo válido hasta 2013. Volver permanente este impuesto impediría una mayor profundidad del sistema financiero.<sup>8</sup>

## Notas

1. Puede citarse cualquiera de las crisis de los años 1980 o, más recientemente, las de Ecuador en 1998, Bolivia en 1999, Colombia en 1999, Perú en 1999, Argentina en 2001, o Uruguay en 2002. Además, las crisis externas, como la asiática en 1997 y la rusa en 1998, han provocado inestabilidad en los sistemas financieros latinoamericanos. Todas esas crisis se caracterizan por afectar de forma larga y costosa al sector público (Reinhart y Rogoff, 2010).
2. La proporción media de préstamos incobrables en relación con el número total de préstamos en 2009 para las economías emergentes de Asia y los de Europa Central y Oriental rozaba el 4.7% y el 11.2% respectivamente (FMI, 2010a).
3. El promedio latinoamericano de provisiones bancarias para préstamos incobrables era del 165% en 2009, muy por encima del promedio asiático (108%) y de la media de Europa Central y Oriental (75%) para ese mismo año (FMI, 2010b).
4. Existe no obstante una diferencia importante en los márgenes de solvencia según el tipo de intermediario. Mientras que para los bancos múltiples el nivel es cercano a 14%, para las asociaciones de ahorro y préstamo, los bancos de ahorro, las corporaciones de crédito y el Banco Nacional de Fomento de Vivienda y Producción, los márgenes de solvencia se sitúan en 31%, 18%, 19% y 47% respectivamente.
5. Ver OCDE (2010a) para el caso de algunos países de América Latina en los que la exposición en moneda extranjera es alta.
6. De acuerdo a cálculos realizados a partir de la base de datos de *Bankscope* para Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México y República Dominicana.
7. King y Levine (1993), Levine y Zervos (1998) y Beck *et al.* (2000) documentan la forma en que el desarrollo financiero se asocia a un mayor crecimiento económico. Además, Beck *et al.* (2004) han mostrado que el desarrollo financiero también conduce a menores niveles de pobreza y de desigualdad. Aunque esta relación no es lineal y hay límites a su relación positiva (ver Arcand *et al.*, 2011), dado el bajo margen de bancarización en República Dominicana se espera un efecto positivo sobre el crecimiento económico.
8. Ver OCDE (2010b) para un análisis del impacto del impuesto a las transacciones financieras sobre la bancarización en Colombia.

## Referencias

- ACEMOGLU, D. y F. ZILIBOTTI (1997), "Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification, and Growth", *Journal of Political Economy*, vol. 105(4), pp. 709-751.
- ARCAND, J., E. BERKES y U. PANIZZA (2011), "Too Much Finance?", Artículo presentado en la conferencia LACEA (*The Latin American and Caribbean Economic Association*) 2011, mimeo, Disponible en: [www.webmeets.com/files/papers/lacea-lames/2011/16/abp\\_19a.pdf](http://www.webmeets.com/files/papers/lacea-lames/2011/16/abp_19a.pdf)
- BANCO MUNDIAL (2007), *Finance for All? Policies and Pitfalls in Expanding Access*, Banco Mundial, Washington, DC.
- BECK, T., A. DEMIRGÜÇ-KUNT y R. LEVINE (2000), "A New Database on Financial Development and Structure", *World Bank Economic Review* 14, pp. 597-605, actualizado en noviembre de 2008, Banco Mundial, Washington, DC.
- BECK, T., A. DEMIRGÜÇ-KUNT y R. LEVINE (2004), "Finance, Inequality and Poverty: Cross-Country Evidence", Carlson School of Management, University of Minnesota, mimeo.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2010a), *Perspectivas de la Economía Mundial*, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- FMI (2010b), *Global Financial Stability Report: Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System*, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- KING, R. y R. LEVINE (1993), "Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence", *Journal of Monetary Economics* 32, pp. 513-542.
- LEVINE, R. (2004), "Finance and Growth: Theory and Evidence", *NBER Working Paper No. 10766*, National Bureau of Economic research, Cambridge, MA.
- LEVINE, R. y S. ZERVOS (1998), "Capital Control Liberalization and Stock Market Development", *World Development* 26, pp. 1169-1184.
- OCDE (2010a), *Perspectivas Económicas de América Latina 2011: Estratos Medios y Desarrollo en América Latina*, OCDE, París.
- OCDE (2010b), *Colombia Economic Assessment*, OCDE, París. Disponible en: [www.oecd.org/dataoecd/38/14/46797800.pdf](http://www.oecd.org/dataoecd/38/14/46797800.pdf)
- REINHART, C. y K. ROGOFF (2010), "From Financial Crash to Debt Crisis", *NBER Working Paper 15795*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.



## Capítulo 4

# El mercado de deuda pública

### Resumen

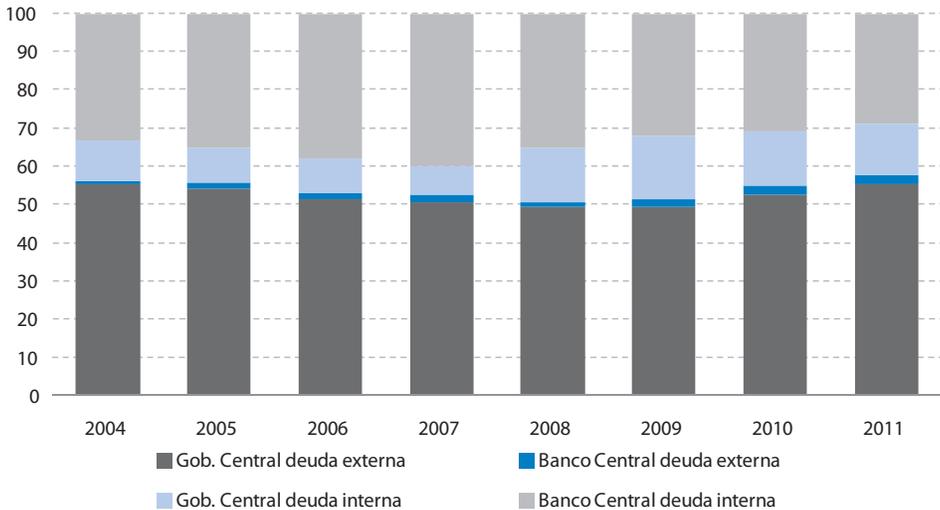
El Banco Central continúa siendo el principal emisor en el mercado interno y sus títulos representan más del doble de las emisiones del gobierno central. La falta de coordinación y los diferentes propósitos entre estos dos agentes en la emisión de la deuda interna lleva a diferenciales de tasas de interés elevados para un mismo vencimiento. Se recomienda que ambas instituciones tengan una permanente comunicación con el fin de coordinar aspectos relacionados con las fechas de colocación y las características de los títulos emitidos, y empiece a realizarse la transferencia paulatina de títulos hacia un solo emisor. Para el desarrollo de capitales privado es necesario la creación de una curva de referencia cero riesgo constituida a partir de bonos de deuda pública de misma denominación y único emisor. En el largo plazo, al igual que en la mayoría de los países de la región y de la OCDE, la gestión de la deuda del Estado deberá realizarse por un solo actor.

A pesar de que la deuda pública es relativamente baja, se observa un crecimiento elevado en términos absolutos. La deuda pública dominicana es emitida por dos actores del Estado (Banco Central y Ministerio de Hacienda), y se estima al 37% del PIB en 2011, cifra similar a la observada durante los últimos cinco años (34% del PIB en promedio para el periodo 2006-10).<sup>1</sup> A pesar de que el nivel está muy por debajo de los países de la OCDE,<sup>2</sup> la baja presión tributaria en República Dominicana y el alto crecimiento absoluto (entre 2005 y 2011 el stock de deuda consolidada creció por encima del 90%, alcanzando más de 20 000 millones de USD en 2011) hacen que el endeudamiento pueda percibirse como riesgoso para los inversionistas y afecte el desarrollo del mercado de deuda privada.

La estructura de la deuda pública se ha mantenido prácticamente estable y sus principales componentes son los títulos del Ministerio de Hacienda en el mercado externo y los del Banco Central en el mercado interno. Si bien las emisiones realizadas por el gobierno central en el mercado interno han aumentado (10% del total de deuda pública en 2004 vs. 13% en 2011), el Ministerio de Hacienda sigue colocando cerca del 50% de las emisiones públicas totales en el mercado externo. Las emisiones realizadas por el Banco Central en el mercado interno representan más del doble de las emisiones del gobierno central en este mercado (Gráfico 4.1). La madurez remanente de los bonos del Ministerio de Hacienda y del Banco Central son de 4.8 y 4.1 años respectivamente. De acuerdo a información del *Bank for International Settlements* (BIS), esta madurez para los países de la OCDE y los principales países de la región (Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México, Perú y Venezuela) alcanza respectivamente 5.2 años y 4.9 años.

A diferencia de los principales países de la región, la exposición de la deuda en moneda extranjera se mantiene elevada a más del 50% del total de deuda pública. Mientras que el auge de liquidez observado antes de la crisis financiera internacional favoreció una reducción de la exposición en moneda extranjera e inclusive emisiones en moneda local en el mercado internacional por parte de algunos países de la región (OCDE, 2008), la exposición en moneda extranjera representa más del 50% del endeudamiento público de República Dominicana. En 2011, cerca del 75% del endeudamiento público en moneda extranjera proviene de compromisos con organismos bilaterales y multilaterales. Un incremento de la exposición en moneda extranjera amplía el descalce de monedas para el presupuesto del Estado y por tanto generaría una situación que agravaría el balance de las cuentas fiscales del país.

Gráfico 4.1. Composición de la deuda pública (%)



*Nota:* Estimaciones para 2011 de la deuda externa emitida por el Banco Central (información consolidada aún no disponible).

Deuda del gobierno central incluye deuda del gobierno central y deuda del sector público no financiero.

*Fuente:* Centro de Desarrollo de la OCDE con base en información de la Dirección General de Crédito Público y del Banco Central.

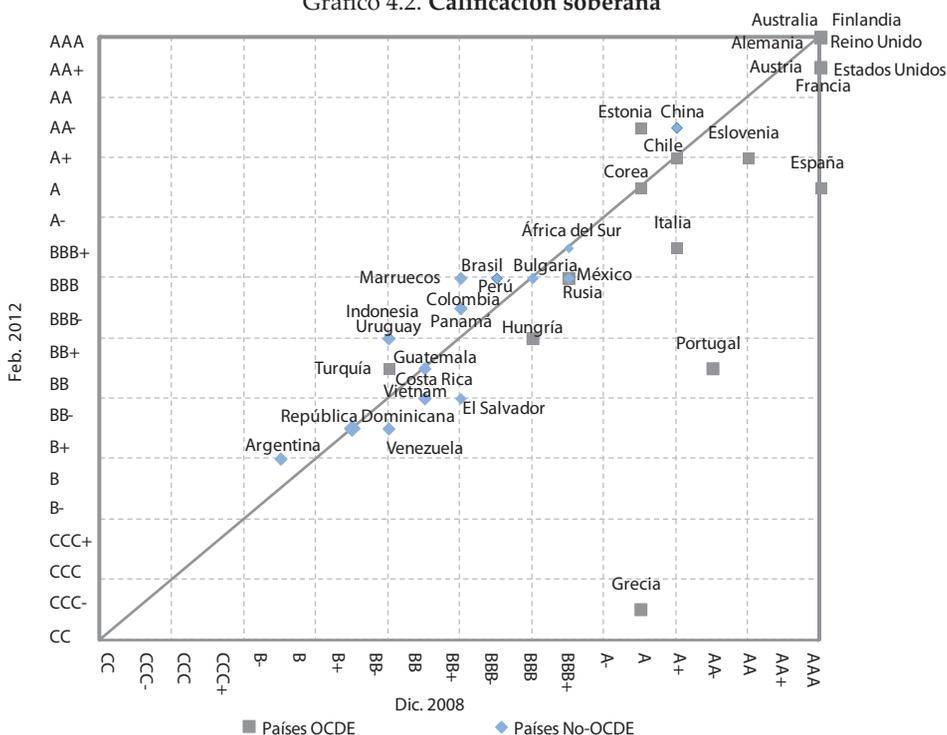
StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932607651>

## El riesgo soberano dominicano

La elevada exposición en moneda extranjera así como los riesgos de balanza de pagos afectan la percepción de los inversores sobre la deuda dominicana con respecto a la mayoría de países de la región. El riesgo de tasa de cambio y de balanza de pagos expuesto en el capítulo 2 perjudica considerablemente el riesgo soberano. La percepción del riesgo soberano por parte de los inversionistas, a pesar de haberse observado una reducción en los últimos años (el diferencial o *spread* del *Credit Default Swap* - CDS - alcanzó más de 1 400 puntos básicos en marzo de 2009), se sitúa por encima de la mayoría de los países de la región. Mientras que el *spread* del CDS durante el periodo febrero 2011-enero 2012 se situó en cerca de 415 puntos básicos para República Dominicana, en El Salvador, Costa Rica, Guatemala, Brasil, Colombia, Perú, México y Chile este indicador se situó (de forma decreciente entre los países mencionados) entre 375 y 115 puntos básicos. En la región, sólo en Argentina y Venezuela la percepción de riesgo de impago es mayor (785 y 1000 puntos básicos respectivamente para el mismo periodo).<sup>3</sup>

De la misma forma, la calificación soberana dominicana se ha mantenido estable y baja con respecto a la mayoría de los países de la región. A diferencia de algunos países de ingreso alto de la OCDE, el *rating* soberano ha mejorado o se ha mantenido estable en la mayoría de economías emergentes (Gráfico 4.2). Desde finales de 2008 hasta inicios de 2012, el *rating* soberano de algunos países de renta alta de la OCDE (por ejemplo, Austria, España, Estados Unidos, Francia, Grecia, Italia y Portugal) se ha reducido y en algunos casos ha alcanzado niveles inferiores al grado de inversión. En algunas economías emergentes una buena gestión de las finanzas públicas y de la política monetaria, junto con una rigurosa supervisión y regulación del sistema financiero permitieron la mejora de la calificación durante el mismo periodo. En Argentina, Brasil, Colombia, Panamá, Perú y Uruguay la calificación soberana ha mejorado en los últimos tres años.<sup>4</sup> En República Dominicana, el *rating* se ha mantenido prácticamente estable y por debajo del grado de inversión. Después de una caída del rating otorgado por Standard and Poor's en 2009 a B, la calificación soberana alcanzó de nuevo la nota B+ de 2008 en julio de 2011, situándose por debajo de los países centroamericanos y sólo por encima de Argentina dentro de los países de la región.<sup>5</sup>

Gráfico 4.2. Calificación soberana



Fuente: Standard and Poor's.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932607670>

## Dos actores en el mercado de deuda doméstica: Banco Central y Ministerio de Hacienda

A diferencia de los países de la OCDE y de la mayoría de las economías emergentes, el principal emisor en el mercado doméstico de deuda pública es el Banco Central. Si bien el Ministerio de Hacienda ha empezado a tener un rol en el desarrollo del mercado de deuda interna, el Banco Central continúa siendo el principal emisor. Con respecto a economías centroamericanas, República Dominicana se caracteriza por tener una mayor proporción de emisiones del Banco Central dentro del total de deuda pública interna (ver Shah *et al.*, 2007). En 2006 se creó la Dirección General de Crédito Público como órgano rector del sistema de Crédito Público adscrito al Ministerio de Hacienda con el fin de tener un organismo centralizado en la gestión de deuda pública encargado de la emisión y colocación de títulos, bonos y otras obligaciones financieras (Ley de Crédito Público No. 06-06).<sup>6</sup> Sin embargo, el Banco Central continúa teniendo un papel determinante en la emisión pública con diversos instrumentos de emisión y por consiguiente en la gestión de activos de los inversionistas institucionales (ver capítulo 6). Como se señala en el capítulo 2, una de las principales herramientas empleadas por el Banco Central en su política monetaria es la captación de liquidez a través del mercado de títulos, lo cual explica que represente cerca del 70% del total de las emisiones públicas en el mercado interno.

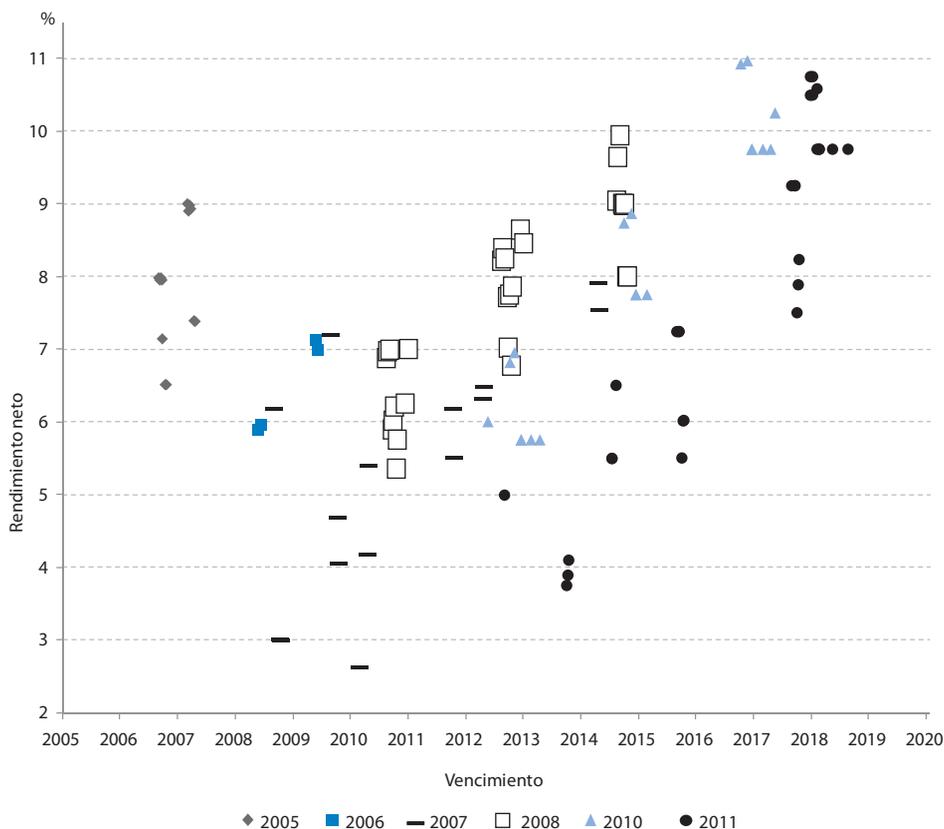
Diferentes propósitos en las emisiones del Banco Central y del Ministerio de Hacienda conllevan a diferentes estructuras de tasas de rendimiento. Mientras que el objetivo de las emisiones realizadas por la Dirección General de Crédito Público corresponde a la financiación de la política fiscal, la colocación de títulos emitidos por el Banco Central persigue principalmente un objetivo de estabilización de los agregados monetarios y de la tasa de cambio en su política monetaria. Así, el Ministerio de Hacienda tiene mayores incentivos para colocar valores a una tasa de interés baja. El Gráfico 4.3 compara las tasas netas de colocación de los dos emisores públicos.<sup>7</sup> Para cada vencimiento, las tasas de colocación del Banco Central tienden a ser superiores que las del Ministerio de Hacienda. Por ejemplo, para las emisiones realizadas en 2011 con vencimiento 2018, el diferencial de rendimiento con respecto al Ministerio de Hacienda puede superar los 350 puntos básicos. Así, mientras que el Banco Central coloca a tasas superiores al 18.5%, el Ministerio de Hacienda coloca a tasas cercanas al 15% (ver Anexo 4.A1 para un análisis de los rendimientos brutos). De acuerdo a las entrevistas realizadas con los actores del mercado, no existe un riesgo crediticio mayor para el Banco Central que explique este diferencial, aunque sí se percibe una necesidad de captar liquidez (en algunas ocasiones en moneda extranjera)



características de los títulos, el método y fecha de colocación en el mercado primario y en los plazos de vencimiento. Algunas experiencias ejemplifican esta situación en el mercado de deuda. Por ejemplo, existe una acumulación importante de vencimientos en 2015 y 2017 por parte del Banco Central y el Ministerio de Hacienda. En cambio, para 2016 no hay vencimientos previstos para la deuda del Ministerio de Hacienda, y el Banco Central ha concentrado sus fechas de vencimiento a únicamente el primer trimestre de 2016. Igualmente se ha observado en algunas ocasiones concentración en la fecha de emisión. Por ejemplo, mientras que el 1 de junio de 2011, tanto el Banco Central como el Ministerio de Hacienda coincidieron en la colocación de deuda soberana, sólo hasta finales de ese mes hubo una nueva emisión de deuda pública (realizada por el Banco Central el 29 de junio de 2011). Una mejor coordinación sobre la estructura de plazos, fechas de colocación en el mercado primario y características de los títulos mejorarían la eficacia de este mercado.

La heterogeneidad en los instrumentos y rendimientos de las emisiones realizadas por el Banco Central revela la necesidad de una mejor gestión de esta deuda. Desde 2005 el Banco Central ha utilizado varios instrumentos para las emisiones de deuda pública: las Letras del Banco Central, las Notas del Banco Central, los Certificados Físicos de Inversión y desde 2011 los Certificados Desmaterializados de Inversión. El Gráfico 4.4 muestra la discrepancia entre los rendimientos de los títulos emitidos por el Banco Central para cada vencimiento. Para emisiones colocadas el mismo año y a través del mismo tipo de instrumento, se evidencia elevados diferenciales de tasa de colocación. Por ejemplo, para las emisiones realizadas en 2007 a través de Notas del Banco Central y con fecha de vencimiento 2010, se observan diferenciales superiores a 400 puntos básicos.<sup>8</sup> Una participación restringida en las subastas y la poca desmaterialización de estos títulos pueden explicar estos altos diferenciales.<sup>9</sup> En 2011, para emisiones de vencimiento de 2018, se observan diferencias superiores a 300 puntos básicos entre las Notas y los Certificados Desmaterializados del Banco Central. Esto revela diferentes costos de emisión para un mismo riesgo crediticio y de igual madurez, lo que supone fallas en el mercado de deuda doméstica soberana con posibles sobrecostos para el presupuesto del Estado y arbitrajes entre sus actores.

Gráfico 4.4. Rendimiento neto anual de los títulos emitidos por el Banco Central (2005-11)



Notas: Los títulos del Banco Central incluidos corresponden a Notas del Banco Central así como emisiones desmaterializadas y físicas de Certificados de Inversión Especial. La tasa de descuento empleada para el cálculo del rendimiento neto corresponde a la tasa interbancaria publicada por el Banco Central.

Fuente: Centro de Desarrollo de la OCDE con base en información del Banco Central.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932607708>

## Recomendaciones y perspectiva

En el corto plazo se requiere una mayor coordinación en la gestión de la deuda por parte del Banco Central y del Ministerio de Hacienda. La participación activa del Banco Central en el mercado de deuda pública

con un objetivo de política monetaria genera distorsiones y competencia con el Ministerio de Hacienda, quien a su vez participa en el mercado con objetivos de financiamiento. Como resultado, existe un efecto importante de desplazamiento (*crowding out*) del sector privado, que se encuentra en una posición desventajosa para competir por tasas de interés. Es recomendable que ambas instituciones tengan una permanente comunicación con el fin de coordinar aspectos relacionados con las características de los títulos emitidos, tales como el vencimiento, la denominación y las fechas de emisión. Igualmente, es fundamental tener el mismo sistema de colocación en el mercado primario que permita una convergencia de rendimientos. Estas medidas tenderán en el corto plazo hacia una homogeneización de los instrumentos empleados por ambos actores y a una única curva de rendimiento. Dicha coordinación debería darse bajo un marco institucional establecido, para el cual un comité conformado, entre otros, por expertos así como por las oficinas de gestión de la deuda del Banco Central y del Ministerio de Hacienda, se reuniría periódicamente.

Con el fin de mejorar la eficiencia de un mercado de bonos es necesario reducir los niveles de fragmentación y tener una infraestructura de mercado robusta y segura (OCDE, 2002a). En este sentido, se debe ir llevando la gestión de deuda consolidada en un único emisor, transfiriendo los títulos del Banco Central al Ministerio de Hacienda. Mientras que el Ministerio de Hacienda financia esta transferencia mediante emisiones de deuda de renta fija en moneda local, el Banco Central utiliza la transferencia para pagar el capital y los intereses de los títulos a su respectivo vencimiento. Una mayor confianza en los títulos del Ministerio de Hacienda puede consolidar las operaciones de crédito público y activar un mercado secundario para éstos, lo que ayudaría a eliminar la distorsión en el mercado que genera distintos instrumentos de fuentes oficiales. Así, la transferencia paulatina de títulos hacia un sólo emisor permite acercarse a la práctica de los países OCDE y de los países de la región en gestión de deuda pública.

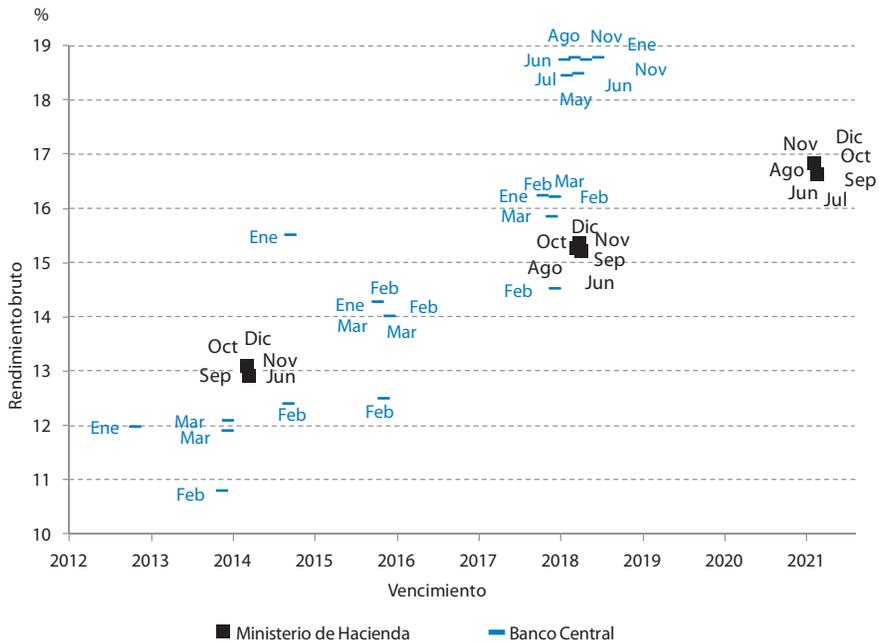
La implementación de una estructura institucional adecuada que permita la coordinación eficiente entre el Banco Central y la autoridad encargada de la gestión de deuda pública forma parte de la infraestructura básica para desarrollar el mercado de renta fija. A medida que la gestión de la deuda doméstica soberana sea gestionada únicamente por la Dirección General de Crédito Público, el papel del Banco Central en el desarrollo del mercado de deuda pública será limitado a operaciones en el mercado secundario de estos títulos (OCDE, 2002b). En este sentido, el desarrollo adecuado de un mercado de repos es determinante para promover la liquidez de los títulos emitidos por el Ministerio de Hacienda y permitir al Banco Central el buen manejo de la política monetaria. Respecto a

las autoridades encargadas de la gestión de deuda, es recomendable que éstas tengan suficiente autonomía operacional para ejecutar la gestión de la deuda y programas que minimicen los costos de financiamiento sujeto a las preferencias de riesgo (OCDE, 2002a). Un sistema de referencias puede tener un rol en la evaluación del desempeño de estas oficinas.

Varias condiciones son necesarias para el desarrollo eficiente de un mercado primario. Los diálogos de política en la OCDE sobre la gestión de la deuda en economías emergentes definen elementos que deben de considerarse al buscar el desarrollo de un mercado de deuda sólido. Dichos elementos son: *i)* una estrategia de emisión basada en subastas periódicas; *ii)* la emisión de títulos de referencia, para lo cual en el caso de República Dominicana debería limitarse actualmente (por el tamaño del mercado) a emisiones de renta fija en moneda local y evitar así nuevas emisiones atadas a la inflación o en dólares sobre el mercado;<sup>10</sup> *iii)* evitar el acceso privilegiado por parte de los gobiernos en el mercado primario de deuda soberana; *iv)* un marco de gestión de deuda transparente y equipado de un sistema de rendición de cuentas; *v)* una estructura de negociadores en el mercado primario (*market-makers*) con capacidad de desarrollar el mercado de deuda (OCDE, 2002b).<sup>11</sup>

El buen funcionamiento del mercado de deuda pública es esencial para el desarrollo del mercado de deuda corporativa. La experiencia de las economías de la OCDE señala que el desarrollo de un mercado de bonos de deuda pública eficiente y bien gestionado ha precedido y facilitado el desarrollo de un mercado de bonos privados (OCDE, 2002b). La creación de una curva cero-riesgo con horizonte de largo plazo constituida a partir de bonos de deuda pública de misma denominación y único emisor proveería información crucial sobre las expectativas del mercado acerca de las tasas de interés, la inflación y el riesgo soberano dominicano. Con el fin de adoptar las metodologías estándares para la estimación de dicha curva, se necesita mayor liquidez y nuevas emisiones de referencia a plazos diferentes en el mercado dominicano.<sup>12</sup> Inversionistas encuestados en economías emergentes coinciden en que esta curva es fundamental para calcular el precio de los bonos privados (Borensztein *et al.*, 2008). En los principales países de la región, tales como Brasil, Colombia, Chile, México o Perú, se ha logrado crear esta curva y el gran reto es ampliar la madurez (con positivas experiencias recientes como en Perú).<sup>13</sup> La constitución de esta curva debe realizarse sin un incremento acelerado de la deuda pública que impida, por un efecto de desplazamiento (*crowding out*), el desarrollo del mercado de deuda privada.<sup>14</sup>

## Anexo 4.A1. Rendimiento bruto anual de los títulos emitidos por el sector público (2011)

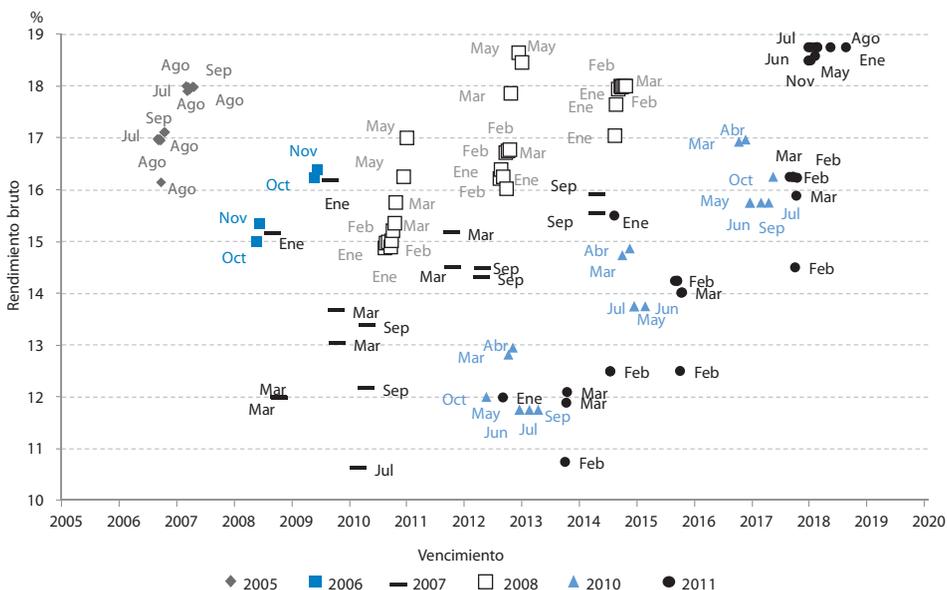


*Nota:* Los títulos del Banco Central incluidos corresponden a Certificados Desmaterializados y las Notas del Banco Central. Las etiquetas de las series corresponden al mes de la subasta.

*Fuente:* Centro de Desarrollo de la OCDE con base en información de la Dirección General de Crédito Público (Ministerio de Hacienda) y del Banco Central.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932607727>

### Anexo 4.A2. Rendimiento bruto anual de los títulos emitidos por el Banco Central (2005-11)



*Nota:* Los títulos del Banco Central incluidos corresponden a las Notas del Banco Central así como emisiones desmaterializadas y físicas de Certificados de Inversión Especial. Etiquetas de las series corresponden al mes de subasta.

*Fuente:* Centro de Desarrollo de la OCDE con base en información del Banco Central.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932607746>

## Notas

1. Este monto corresponde a la deuda del sector público con los agentes económicos, incluyendo la banca comercial, suplidores así como la deuda interna y externa del Banco Central. Excluye la deuda intragubernamental.
2. De acuerdo a la OCDE (2012), se estima que la deuda pública transable como porcentaje del PIB será de 75% en 2012.
3. Igualmente, el *spread CDS* es superior en algunas economías OCDE debido al deterioro de las finanzas públicas y el contexto de crisis internacional. Durante el mismo periodo en Grecia, Portugal e Irlanda, el riesgo de impago alcanzó cerca de 2900, 685 y 550 puntos básicos, respectivamente.
4. Para un análisis de la situación macroeconómica de los países de la región antes y durante la crisis, ver OCDE (2009) y OCDE (2010).
5. Ver Fitch Ratings (2012) para un análisis detallado de las fortalezas y debilidades de los factores macroeconómicos que afectan la deuda soberana y por consiguiente la calificación en República Dominicana.
6. Adicionalmente, el nuevo marco financiero del Estado permite la consolidación de las operaciones de deuda por parte del Ministerio de Hacienda y una mayor predictibilidad de las operaciones de crédito público. A partir del 2009, reforzado en el nuevo marco legal, el Ministerio de Hacienda ha estado realizando subastas periódicas para financiar parcialmente las operaciones de gobierno, generando un mercado de deuda pública.
7. Con el fin de comparar emisiones con fechas de colocación diferentes, se calculó la tasa de rendimiento neta que corresponde al diferencial entre la tasa de colocación del Banco Central o del Ministerio de Hacienda con respecto a la tasa interbancaria. Ver anexo 4.A1 para un análisis de los rendimientos brutos, es decir sin descuento de la tasa interbancaria.
8. Los diferenciales entre las colocaciones del Banco Central observados en el Gráfico 4.4 están descontados por la evolución de la tasa interbancaria publicada por el Banco Central. Ver anexo 4.A2 para un análisis de los rendimientos brutos de estas emisiones (sin descuento de la tasa interbancaria).

9. Sólo los inversionistas institucionales pueden participar en la subastas. Adicionalmente, sólo a partir del 2011 se realizan emisiones de títulos desmaterializados por lo que previamente la formación de precios era escasa. Se estima que únicamente alrededor del 25% de los títulos valores del Banco Central son desmaterializados. Actualmente esta entidad se encuentra en proceso de desmaterializar la totalidad de sus títulos.
10. Si bien las emisiones atadas a la inflación pueden servir como señal de compromiso del Estado hacia una reducción de la inflación (tal como se ha empleado en varias economías de la región y de la OCDE), la desventaja es la proliferación de diferentes instrumentos lo que puede afectar la liquidez y la constitución de una curva de referencia cero riesgo.
11. Algunos de estos aspectos han sido estudiados por las autoridades fiscales (ver Ministerio de Hacienda, 2010).
12. Así, en línea con estudios preliminares sobre estimaciones de la curva cero-riesgo de los títulos emitidos por el Ministerio de Hacienda a tasa fija y en moneda local (Reyes, 2011), la metodología de *bootstrapping* o el modelo *Nelson y Siegel* podrían implementarse en un futuro con la aparición de nuevas emisiones y una mayor liquidez en el mercado.
13. Sin embargo, de acuerdo a encuestas realizadas, más de la mitad de las economías emergentes no tienen un sistema eficiente de curva de referencia para valorar los títulos corporativos. Dentro de las restricciones principales para la constitución de esta curva se nota la falta de un programa adecuado de gestión de deuda, así como la falta de emisiones periódicas y a plazos definidos (IOSCO, 2011).
14. Dentro de los países de la región, destaca el caso de Colombia por este efecto de desplazamiento (Aguilar *et al.*, 2008).

## Referencias

- AGUILAR, C., M. CÁRDENAS, M. MELÉNDEZ y N. SALAZAR (2008), "Development of Colombia Bond Markets" en Borensztein, E., K. Cowan, B. Eichengreen y U. Panizza, *Bond Markets in Latin America: On the Verge of a Big Bang?*, The MIT Press, pp. 119-150, Cambridge, MA.
- BORENSZTEIN, E., K. COWAN, B. EICHENGREEN y U. PANIZZA (2008), *Bond Markets in Latin America: On the Verge of a Big Bang?*, The MIT Press, Cambridge, MA.
- FITCH RATINGS (2012), *Dominican Republic: Full Rating Report*, Sovereigns.
- IOSCO (2011), *Development of Corporate Bond Markets in Emerging Markets*, Final Report Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commissions (con la colaboración del World Bank Group).
- MINISTERIO DE HACIENDA (2010), "Strategy for the Implementation of a Domestic Government Securities Market in the Dominican Republic", Santo Domingo, República Dominicana, disponible en: <http://creditopublico.gov.do/publicaciones/estrategia/Makt%20Devp't%20Strat-Documento%20Final%20ESPANol.pdf>
- OCDE (2002a), *OECD Public Debt Markets, Trends and Structural Changes*, OCDE, París.
- OCDE (2002b), *Debt Management and Government Securities Markets in the 21st Century*, OCDE, París.
- OCDE (2008), *Perspectivas Económicas de América Latina 2009: Política Fiscal y Desarrollo*, OCDE, París.
- OCDE (2009), *Perspectivas Económicas de América Latina 2010: Migración y Remesas en América Latina*, OCDE, París.
- OCDE (2010), *Perspectivas Económicas de América Latina 2011: Estratos Medios y Desarrollo en América Latina*, OCDE, París.
- OCDE (2012), *OECD Sovereign Borrowing Outlook 2012*, OCDE, París.
- REYES, V. (2011), "Estructuras de Tasa Cero Cupón: Títulos Públicos del Ministerio de Hacienda de la República Dominicana", *Texto de Discusión No. 19*, Ministerio de Economía, Planificación y Desarrollo, Disponible en: [www.economia.gob.do/UploadPDF/EstructuradeTasas\\_RD.pdf](http://www.economia.gob.do/UploadPDF/EstructuradeTasas_RD.pdf)
- SHAH, H., A. JOBST, L. VALDERRAMA-FERRANDO e I. GUERRA (2007), "Public Debt Markets in Central America, Panama, and Dominican Republic", *IMF Working Paper WP/07/147*, Washington, DC.



## Capítulo 5

# El mercado de deuda privada y la regulación del mercado de capitales

### Resumen

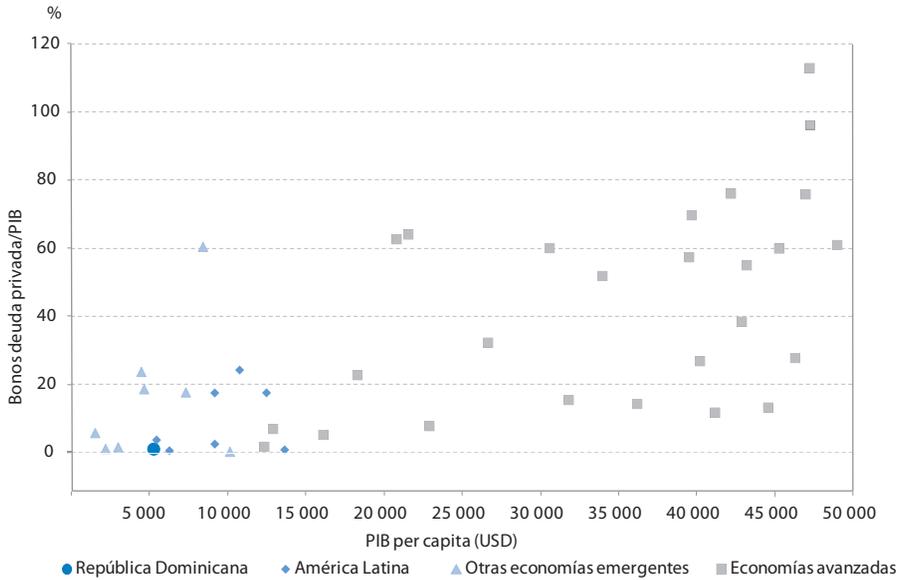
A pesar del crecimiento sostenido desde 2005, el mercado de deuda privada está rezagado en términos de tamaño, madurez y concentración con respecto a la tendencia mundial. En el mercado primario, el largo proceso de emisión desincentiva las empresas a emitir títulos. Además, los emisores enfrentan grandes requerimientos y retrasos adicionales para que sus títulos sean adquiridos por inversionistas institucionales. En el mercado secundario, es necesario mejorar la eficacia de la plataforma de negociación, el sistema de liquidación y compensación así como el sistema centralizado de información para que se impulse la liquidez y se permita la formación de precios. La comunicación y la coordinación entre las diferentes superintendencias deben ajustarse con el fin de reducir los costos de transacción para los diferentes actores del mercado y gestionar adecuadamente los riesgos incurridos por los grupos financieros.

El mercado de deuda privada interna presenta una dinámica de crecimiento. La primera emisión de bonos privados ocurrió en 2005 y desde entonces el monto total de deuda privada como porcentaje del PIB ha tenido un crecimiento sostenido, de 0.1% en 2005 a 1.3% en 2011. Además, el número de tramos de títulos colocados ha aumentado cada año, de 7 en 2005 a más de 30 en 2011.<sup>1</sup> El valor emitido en 2005 fue de 1 022 millones de DOP, mientras que en 2011 alcanzó más de 5 000 millones de DOP. El principal emisor en el mercado es el grupo *León Jimenes* y corresponde al 28% del valor total emitido.<sup>2</sup> Del monto total de emisiones activas, 36% fue realizado por entidades financieras y 64% por entidades no financieras. Dentro de las sociedades no financieras, los sectores que han emitido deuda privada son el de producción de energía, el de manufactura, y el de hotelería y servicios alimenticios (23%, 14% y 4% del valor total de emisiones activas respectivamente).

No obstante, el valor de este mercado es menor que el de los principales países de la región (1.3% del PIB vs. 10% del PIB en promedio para la región).<sup>3</sup> A su vez, los países líderes de la región tienen un menor desarrollo del mercado de bonos privados con respecto a las economías emergentes de Asia (Banco Mundial, 2012). El tamaño del mercado de deuda privada de República Dominicana, dado su nivel de PIB per cápita, es reducido si se compara con la tendencia mundial y la de los países líderes de la región (Gráfico 5.1). El mercado dominicano de bonos corporativos es pequeño si se compara con el valor del crédito comercial del sistema financiero del país (cerca del 15% del PIB, ver Gráfico 3.2).

El mercado de bonos privados está rezagado con respecto al de los países de la región y de las economías avanzadas en términos de madurez, concentración e indexación de tasa de interés. La madurez promedio de los bonos emitidos entre 2006 y 2011 es de 3.9 años, mientras que en la región y las economías del G-7 es respectivamente de 6.8 y 9.4 años.<sup>4</sup> La concentración del mercado es considerablemente más alta. Mientras que las cinco emisiones más grandes durante la última década en Chile y en los países del G-7 representaron alrededor del 30% del total emitido, en República Dominicana estas emisiones representaron el 67% del mercado (la principal emisión representó el 40% del valor total). Además, la emisión de bonos corporativos de tasa fija representa alrededor del 55% del valor total emitido.<sup>5</sup> Este nivel de emisión contrasta con el resto de las economías emergentes ya que constituye el 86% del mercado (IOSCO, 2011).

Gráfico 5.1. Deuda privada sobre PIB y PIB per cápita (Dic. 2010)



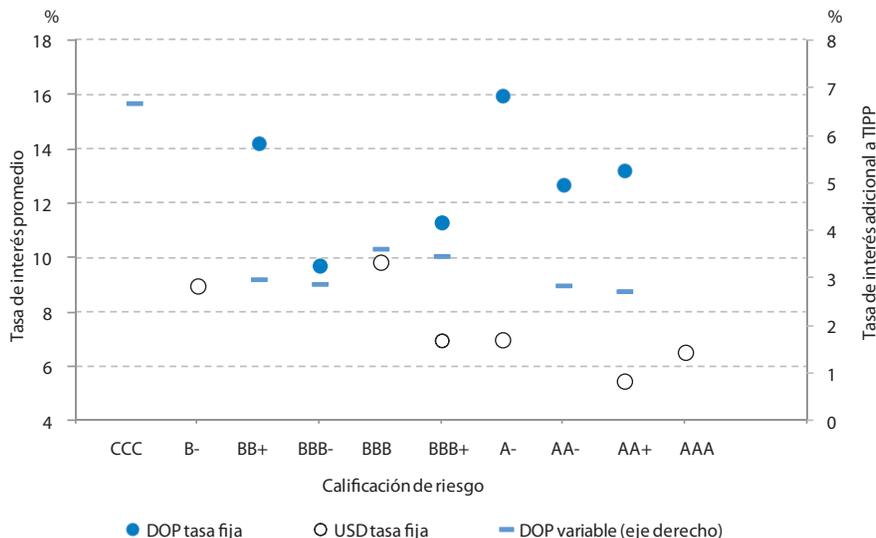
*Nota:* Los países de América Latina seleccionados son Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México, Perú y Venezuela. Las otras economías emergentes (de ingreso medio) son China, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. Las economías avanzadas o de ingreso alto incluidas son Alemania; Australia; Austria; Bélgica; Canadá; Eslovaquia; Eslovenia; España; Estados Unidos; Finlandia; Francia; Gran Bretaña; Grecia; Holanda; Hong Kong, China; Hungría; Irlanda; Islandia; Italia; Japón; Polonia; Portugal; República Checa; República de Corea; Singapur y Suecia.

*Fuente:* Centro de Desarrollo de la OCDE con base en el Banco Mundial y el *Bank for International Settlements* (BIS).

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932607765>

Una fracción importante de las emisiones está denominada en dólares estadounidenses. Estas emisiones representan el 40% del valor total colocado. Es ideal que las empresas que no tienen sus ingresos en USD coloquen en moneda local para evitar exposición al riesgo cambiario, igualando la denominación de su deuda a la de sus ingresos. Al comparar los rendimientos a tasa fija en pesos dominicanos y dólares estadounidenses, las empresas tienden a emitir a tasas de interés más bajas en USD, independientemente de la calificación de riesgo de los títulos (Gráfico 5.2).<sup>6</sup> Con el fin de evaluar si es propicio realizar las emisiones en moneda extranjera no solamente se debe tener en cuenta la reducción de un costo de financiación. Además, las expectativas de depreciación de la tasa de cambio así como la volatilidad de la tasa de cambio son factores que tienen que ser incorporados en la evaluación.

Gráfico 5.2. Tasa de interés promedio anual de los títulos emitidos según calificación de riesgo (% , 2005-11)



Nota: Corresponde a la tasa de interés del mercado primario. No se han registrado emisiones a tasa variable en USD. El eje izquierdo se refiere a la tasa de interés de los títulos de tasa fija (en dólares estadounidenses y pesos dominicanos). El eje derecho se refiere a las emisiones a tasa variable y representa el margen de interés con respecto a la tasa de referencia TIPP (tasa de interés pasiva promedio ponderada) de bancos múltiples.

Fuente: Centro de Desarrollo de la OCDE con base en la Superintendencia de Valores.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932607784>

El reducido tamaño del mercado de bonos privados está afectado por el rápido crecimiento del mercado de deuda pública. La tendencia para muchas economías emergentes es de mercados de bonos corporativos nacientes, de pocas emisiones y baja liquidez en los mercados secundarios. Mientras estos mercados no llegan al nivel de los sistemas bancarios como fuente de financiación para el sector real, se observa un alto crecimiento en el mercado de bonos de deuda pública (Borensztein *et al.*, 2008; IOSCO, 2011). En América Latina, el mercado de bonos de deuda pública ha crecido a un ritmo más alto que el de bonos de deuda privada en la mayoría de países.<sup>7</sup> En el caso dominicano, los efectos positivos del mercado de deuda pública en el de bonos corporativos han sido reducidos dada una infraestructura inadecuada del mercado de bonos y la falta de una curva de referencia. Por el contrario, el alto rendimiento que ofrecen los instrumentos de deuda pública ha desplazado la demanda por títulos de deuda privada (ver Capítulo 6 para una comparación entre los rendimientos de títulos de deuda pública y privada).

## Mercados primario y secundario: principales retos

Respecto al mercado primario, el proceso de emisión de bonos representa un elevado costo fijo para la mayoría de las empresas, reduciendo el número de emisores potenciales. El proceso para emitir bonos de deuda pública es largo y complejo. Además, si bien la Superintendencia de Valores (SIV) brinda una guía detallada, la elaboración del prospecto de colocación no está completamente estandarizada y su contenido varía únicamente según el plazo de emisión. Esta situación lleva a un alto costo de emisión para la gran mayoría de empresas. Además, se desincentiva la emisión por parte de las empresas más grandes ya que pueden tener acceso a mercados internacionales donde los procesos son más eficientes y rápidos.

Los requerimientos de información periódica para los emisores de bonos corporativos en República Dominicana son altos en comparación con la región. Además de una actualización anual del prospecto de colocación, la regulación dominicana requiere informes financieros anuales e intermedios (trimestrales y mensuales). Los reportes trimestrales deben estar acompañados de un informe al cumplimiento de las condiciones de emisión, un balance general mensual, un estado de resultados, un estado de flujo de efectivo y un informe de revisión de la calificación de la deuda, los cuales no son requeridos en la mayoría de los países de Iberoamérica. Incluso, en algunos países como España, Portugal y Uruguay, los informes intermedios deben ser preparados semestralmente y muchos países no exigen reportes mensuales (IIMV, 2010).

De acuerdo a la estructura institucional, las emisiones de títulos de deuda privada enfrentan requerimientos adicionales si los actores de mercado incluyen a fondos de pensiones e instituciones financieras. Adicional a la autorización de la SIV, los títulos tienen que ser aprobados por la Comisión Clasificadora de Riesgo y Límites de Inversión de los fondos de pensiones (CCRLI). Esto contrasta con las prácticas tanto en las economías avanzadas como emergentes, dado que los procesos de autorización de emisiones y de prospecto de colocación tienden a ser más simples para emisiones dirigidas exclusivamente a inversionistas institucionales. En los países con los mercados de valores más avanzados de la región, como en Brasil o Chile, se requiere menor información cuando una emisión de bonos privados va dirigida a inversionistas institucionales o calificados con altos patrimonios (IIMV, 2010).<sup>8</sup> Esta medida aumenta el número de emisores al reducir el costo de emisión, al tiempo que incrementa las opciones de inversión para los inversionistas institucionales. Dado que estos actores tienen vasta experiencia y conocimiento en el mercado, el costo social de un incremento limitado en el riesgo de sus carteras puede ser reducido con

respecto al beneficio social derivado del aumento en el acceso al financiamiento de nuevas empresas.

La mayoría de emisiones de deuda privada no se ha hecho a través de subasta. Esta es la principal herramienta de emisión en los mercados avanzados y en economías emergentes, y es por lo general la más eficaz con respecto a otra herramienta de colocación. Dicha herramienta tiene el potencial de brindar una financiación más barata gracias a la competencia que induce y es más transparente con respecto a otras técnicas (OCDE, 2002). Al no hacer uso de esta herramienta, se puede estar impidiendo el acceso a una financiación menos costosa. En este sentido, la regulación debe precisar el tipo de subasta que debe implementarse (de precio múltiple o uniforme), con el objetivo de reducir el costo de financiación y prevenir manipulación por parte de los participantes de la subasta.

Respecto al mercado secundario, la compra-venta de títulos de deuda privada a través de transferencias libres de pago reduce la transparencia y dificulta la valoración de los títulos. De acuerdo con las entrevistas realizadas a los actores del mercado, gran parte de las transacciones del mercado secundario de bonos son realizadas como transferencias libres de pago. Este tipo de transacción es utilizado debido a la falta de un sistema de liquidación y compensación, ocasionando la necesidad de realizar varios pagos cuando se transa un mismo instrumento varias veces en un mismo día, inclusive entre las mismas partes. Las transferencias libres de pago no requieren que los precios de las transacciones sean reportadas a la SIV ni a un sistema centralizado de información. Por esta razón, el mercado secundario carece de transparencia y de un eficiente sistema de formación de precios. A diferencia de otros problemas que existen en el mercado de renta fija, este no es compartido por la mayoría de economías emergentes, pues la mitad de las transacciones se hacen a través de una bolsa de valores. Adicionalmente, en dos tercios de los países se reportan las transacciones en el mercado secundario de bonos privados y en más de la mitad es obligatorio (IOSCO, 2011). Aún así, es preciso mencionar que si bien las transacciones son reportadas, la mayoría de las economías emergentes tampoco tienen sistemas de diseminación de precios e información. De hecho, menos de la mitad tienen un sistema centralizado de información histórica de transacciones.

Un mercado secundario de bonos corporativos organizado en el que se hagan transacciones y fijen precios en plataformas públicas es prácticamente inexistente en República Dominicana. Actualmente existen dos sistemas para realizar transacciones *Over-the-Counter* (OTC): a través de la Bolsa de Valores de República Dominicana (BVRD), exclusiva para los comisionistas de bolsa; y a través de la plataforma *Bloomberg* (iniciada en septiembre de 2011). Sin

embargo, en la BVRD, los bonos corporativos representan menos del 15% de la totalidad de títulos transados.<sup>9</sup> Además, muchas otras operaciones publicadas en la web de la BVRD son realizadas por puestos de bolsa sin transar por la plataforma de negociación de la bolsa y sólo son reportadas a ella una vez cerrada la transacción.

La baja variedad de instrumentos disponibles y actores en el mercado secundario restringe su liquidez. Si bien el país ya cuenta con una sólida regulación que satisface los requisitos de la IOSCO en cuanto a Instituciones de Inversión Colectiva (IICs), la participación de los fondos mutuos, así como de inversionistas en capital de riesgo, compañías de seguros o bancas de inversión es prácticamente inexistente. Su participación aumentaría la competencia en el mercado e impulsaría su liquidez (OCDE, 2002). Tampoco se han desarrollado instrumentos derivados y de gestión de riesgo como futuros sobre bonos de deuda pública, transacciones *forward* y *swaps* que, bajo un esquema adecuado de regulación y supervisión, aumentan las posibilidades de diversificación de riesgo, cobertura y liquidez del sistema (OCDE, 2002).

Si bien los retos mencionados anteriormente son claves para el desarrollo del mercado de deuda privada, existen algunos avances en el marco regulatorio y en el funcionamiento del mercado. En particular, se destacan los siguientes aspectos positivos. Primero, se observan niveles satisfactorios de desmaterialización de los bonos privados. En contraste con el mercado de bonos de deuda pública, la totalidad de títulos de deuda privada están desmaterializados, lo cual aumenta la eficiencia del mercado y facilita el desarrollo de una mayor liquidez en el mercado secundario. Segundo, República Dominicana gozará de una alta convergencia contable ya que las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIFs) desarrolladas por la *International Accounting Standard Board* serán obligatorias a partir del 2013. Finalmente, la SIV es miembro ordinario de la IOSCO, lo que le ha permitido estudiar e implementar los estándares internacionales para fomentar un mercado organizado.

## Hacia una mayor coordinación del marco institucional y regulatorio

La estructura institucional del sistema regulatorio dominicano presenta retos para la priorización e implementación de una política coherente de los mercados financieros y de capitales. La regulación y supervisión del sistema financiero y de capitales de República Dominicana está dividida en cuatro

superintendencias responsables del buen funcionamiento y estabilidad de las actividades financieras (Superintendencias de Bancos, de Pensiones, de Seguros y de Valores). En este diseño institucional, es crítico que exista una coordinación efectiva en la priorización de los objetivos de política y de los instrumentos con los cuales se ejecutan dichos objetivos, la cual reside en la Junta Monetaria como órgano encargado de la regulación del sistema monetario y financiero. A su vez, esto requiere una coherencia en la rendición de cuentas de las instituciones involucradas en la regulación del sistema financiero y de capitales.

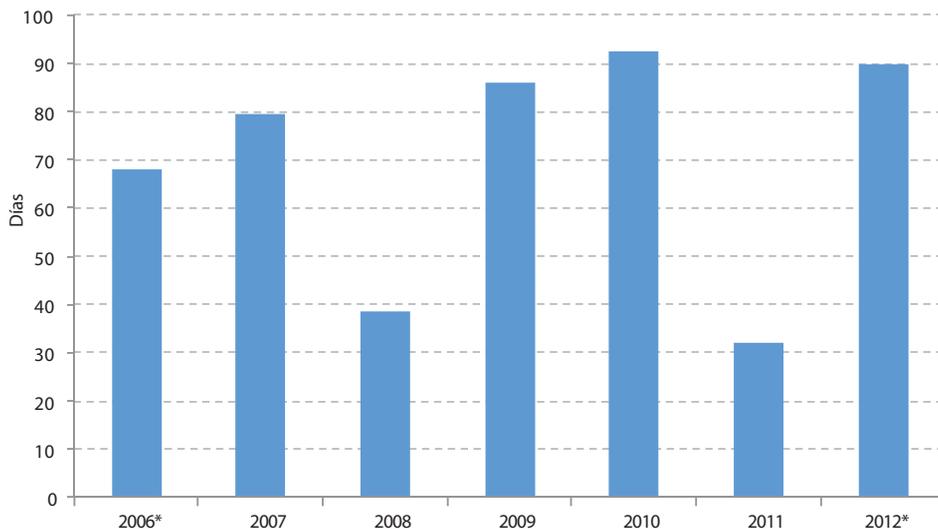
Aunque la OCDE no provee recomendaciones específicas sobre el marco organizacional de las instituciones supervisoras de los mercados financieros y de capitales, se proponen diversos aspectos necesarios para el buen funcionamiento de la supervisión de estos mercados. Los principios de gobierno corporativo de la OCDE destacan que la posibilidad de solapamiento e incluso de contradicción entre reglamentos de distintas superintendencias es otro de los temas que deberán controlarse para evitar la aparición de lagunas reglamentarias. Dichos principios señalan que las responsabilidades regulatorias deberán ser atribuidas a instituciones que puedan cumplir con sus funciones sin generar conflictos de interés y que estén sujetas a un control judicial. Además, las superintendencias requieren de personal altamente capacitado para llevar a cabo un trabajo de investigación eficaz, por lo que necesitarán de autonomía y de recursos suficientes para cumplir sus obligaciones con profesionalidad y objetividad (OCDE, 2004). Adicionalmente, diferentes elementos deben tenerse en cuenta para que la coordinación sea exitosa, entre los cuales se destaca la disposición inicial a cooperar de las partes integrantes, los incentivos a cooperar, la existencia de un líder activo y la similitud de las organizaciones participantes (Faerman *et al.*, 2001).

Si bien existe una línea clara de responsabilidades entre las agencias reguladoras dominicanas, éstas no gozan de total independencia financiera. Una composición ideal de responsabilidad resulta de la situación en la que las agencias son independientes en sus acciones pero rinden cuentas al gobierno sobre su desempeño. Los países que han adoptado un sistema de regulación integrada lo han logrado a través del establecimiento de una agencia independiente del Banco Central. Dicha separación ha ayudado a mantener el enfoque regulatorio en las agencias (Carmichael y Pomerleano, 2002). En este sentido, el Estado debe desarrollar mecanismos de decisión para asegurar la independencia de las superintendencias (Abrams y Taylor, 2000), tanto operacional como financiera. Cabe anotar que esta independencia no debe afectar la convergencia de objetivos entre las políticas de las superintendencias y los objetivos y mecanismos de política macroeconómica (OCDE, 2010). Gran parte de los ingresos de la SIV

proviene de los recursos depositados en el Banco Central. Cerca del 85% de los ingresos proviene de transferencias del Banco Central y 8% del Ministerio de Hacienda. Por lo tanto, una mayor independencia financiera en el presupuesto es relevante. En la actualidad la SIV está en un proceso de definición de nuevas fuentes de ingresos por servicios que le brindaría una mayor independencia financiera.

Aún si las facultades de cada superintendencia están concretadas dentro de sus áreas de competencia, existen ineficiencias en el intercambio de información entre ellas. Este es un elemento clave para evitar que actividades de las instituciones financieras no caigan dentro de la jurisdicción de alguna de las superintendencias, así como evitar la superposición entre sus políticas (Abrams y Taylor, 2000). Un ejemplo de las fallas de comunicación y coordinación entre las superintendencias es el plazo requerido por parte de la CCRLI para que las emisiones de títulos de deuda privada puedan ser adquiridas por los fondos de pensiones. Esta etapa tarda en promedio alrededor de 70 días y puede llegar a durar más de tres meses (ver Gráfico 5.3). Esto se caracteriza como uno de los principales obstáculos en el desarrollo del mercado de bonos corporativos (Shah *et al.*, 2007). Dado que la autorización de emisión por parte de la SIV toma máximo 30 días, el plazo aproximado para que un emisor coloque instrumentos que puedan ser adquiridos por fondos de pensiones usualmente llega a estar entre tres meses o más. Esto supera prácticamente tres veces el plazo promedio de los países de Iberoamérica, que es de aproximadamente 25 días (IIMV, 2010). En caso de que los emisores incluyan a instituciones financieras, con títulos que vayan a ser adquiridos por fondos de pensiones, se necesita una aprobación adicional de la Superintendencia de Bancos, alargando aún más el proceso.

Gráfico 5.3. Plazo de aprobación de la CCRLI de las emisiones de deuda privada



Nota: Plazo promedio entre aprobación de emisión de títulos de deuda privada de la Superintendencia de Valores y la Comisión Clasificadora de Riesgo y Límites de Inversión (CCRLI) (títulos a ser adquiridos por fondos de pensiones). Incluidas sólo emisiones activas a enero de 2012.

\* Sólo se aprobó una emisión para la inversión de los fondos de pensiones.

Fuente: Centro de Desarrollo de la OCDE con base en la Superintendencia de Pensiones y la Superintendencia de Valores.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932607803>

El marco institucional actual no es adecuado para que el Banco Central tenga un puesto líder en los comités de regulación. Un Banco Central independiente con una política de inflación objetivo establecida puede tener un puesto líder dentro de estos comités. En la Unión Europea, el mercado financiero está regulado por un comité (*European Systemic Risk Board*), mientras que en Estados Unidos, la Reserva Federal es uno de los 10 miembros votantes de la *Financial Stability Oversight Council* (FSOC), y el mercado es legislado con los reglamentos de bancos e instituciones financieras diseñados por la FSOC. La falta de un marco institucional adecuado para el manejo de la política monetaria en República Dominicana hace que un liderazgo del Banco Central en un comité de supervisión tenga resultados ineficaces, pues puede existir una relación inversa entre el afianzamiento de la supervisión financiera y el grado de intervención del Banco Central (Masciandaro, 2006). Es decir, existe la posibilidad de que el Banco Central tenga incentivos contradictorios al ser supervisor bancario y

estar encargado al mismo tiempo de controlar la inflación. La credibilidad del Banco Central como regulador financiero y gestor de la política monetaria se vería afectada negativamente (Cihak y Podpiera, 2006). En general, se puede observar un efecto cruzado entre la supervisión bancaria en la política monetaria y viceversa (Tuya y Zamalloa, 1994).

La composición del Consejo de Valores (CNV) puede resultar en arbitraje regulatorio y conflicto de intereses. Dicho organismo está compuesto exclusivamente por miembros activos de autoridades y corporaciones involucradas con el funcionamiento del mercado de valores, asegurando una vasta experiencia y conocimiento de todos sus miembros. No obstante, esto deja al CNV vulnerable a conflictos de interés, en especial dada la ausencia de un reglamento que establezca normas de conducta en dichos casos.

Finalmente, la falta de un código de gobierno corporativo expreso que establezca estándares y prácticas bien definidas, en especial para compañías emisoras, es un obstáculo para alcanzar una mayor transparencia. Dicho código asegura también la defensa de todos los acreedores y aumenta la confianza inversionista en el mercado de bonos corporativos. Esto es relevante en economías como la de República Dominicana, donde las principales empresas son de propiedad familiar. Una alta concentración de control y propiedad en las empresas emisoras genera mayores desafíos para buenas prácticas de gobierno corporativo y requiere de mayores grados de transparencia e independencia en la gestión (IOSCO, 2011; OCDE, 2004).

## Recomendaciones y perspectiva

Se debe mejorar el proceso de colocación en el mercado primario. Es crucial reducir el tiempo de aprobación de una emisión, lograr una estandarización de la documentación requerida (por ejemplo del prospecto), disminuir los plazos de verificación por parte de la SIV, y simplificar el proceso de inversión para inversionistas institucionales en el mercado primario. Se necesita igualmente buscar un uso más regular de la subasta como técnica de colocación de bonos de deuda privada. Una alternativa para hacer esta transición es implementar métodos de colocación mixtos, como lo hacen actualmente algunas de las economías emergentes líderes en mercados de bonos corporativos como Brasil, Chile, India, Malasia y Tailandia (IOSCO, 2011).

Es preciso mejorar la infraestructura del mercado secundario. Es fundamental ajustar los sistemas centralizados de información, depósitos,

compensación y de pagos. Estos son un determinante básico de la confianza inversionista en la infraestructura del mercado (OCDE, 2002) y representan uno de los obstáculos principales que las economías emergentes enfrentan para desarrollar sus mercados de renta fija (IOSCO, 2011). Por ejemplo, se debe asegurar una conexión de información directa entre las plataformas de transacción y el Depósito Centralizado de Valores (CEVALDOM). Además, tal y como se prevé para 2012, se debe implementar una plataforma de negociación para el mercado secundario, que incluya un sistema eficiente y seguro de liquidación y compensación. Igualmente, la regulación y disciplina de mercado deben sancionar drásticamente las operaciones de compra y venta que se realicen a través de las transferencias libres de pago e incentivar el uso del sistema de transacciones a través de mercado OTC informatizado (como *Bloomberg*). En este sentido se espera también que el proyecto de Reglamento sobre el Objeto de la Negociación, Funcionamiento y Organización del Mercado de Valores adelantado por la SIV ayude a promover el uso de estas plataformas como marcos de negociación públicos y transparentes.

Debido a los múltiples cuerpos regulatorios dentro del mercado financiero y de capitales, se recomienda la institución de un comité coordinador que promueva, coordine y registre las reformas de calidad en la regulación. En este comité, compuesto por expertos independientes y agentes reguladores, se podrán integrar diferentes perspectivas sobre los procedimientos para tratar con los riesgos que enfrenta el mercado, en especial el riesgo sistémico (Bank for International Settlements, 2011). Asimismo, con el desarrollo de dicho comité es posible identificar las herramientas más apropiadas a utilizar (las cuales pueden provenir de las diferentes superintendencias) así como los canales eficaces de comunicación y de intercambio de información entre las agencias reguladoras (Bank for International Settlements, 2010 y 2011). Uno de los mecanismos que más ha contribuido al incremento de la calidad de la regulación en las economías de la OCDE ha sido la implementación de experiencias y perspectivas desarrolladas en conjunto por parte de las agencias reguladoras, lo cual ha facilitado la aplicación de un marco regulatorio consistente entre las superintendencias (Hill, 2001).<sup>10</sup>

Al promover la coordinación entre superintendencias se derivan reducciones de costos administrativos y en actividades de soporte que pueden generar recursos para el desarrollo de planes de carrera. La adopción de políticas armonizadas asegura decisiones consistentes en materia supervisora y reduce la necesidad de examinarlas a través de diferentes legislaciones, reduciendo la carga administrativa de cada superintendencia (European Financial Services Round Table, 2009). La remuneración apropiada para los supervisores, el diseño

de planes de carrera y la competitividad de las superintendencias ayudan a una mayor eficacia de éstas.

Es recomendable incluir en el Consejo de Valores expertos independientes a las actividades del mercado de valores y desarrollar un código de gobierno corporativo. El Consejo de Valores podría estar compuesto, entre otros, por miembros de la academia y se debería instaurar un reglamento que prevea normas de conducta en casos de conflicto de intereses. Así, aumentaría la transparencia del proceso de formulación de políticas y la de la regulación del mercado. Por otra parte, es determinante desarrollar un código de gobierno corporativo. Siguiendo los principios promovidos por la OCDE, dicho código debe amparar y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas, reconocer los derechos de las partes interesadas y garantizar la responsabilidad y control ejecutivo del consejo de las empresas, siendo siempre coherente con el régimen legal e institucional de la economía (OCDE, 2004). Sería recomendable adoptar un código nacional sujeto a un régimen de *Comply or Explain*, como ocurre en un número amplio de países de la región. A largo plazo, la introducción de estándares adecuados y una cultura de buen gobierno corporativo facilitarán la participación de un mayor número de empresas dominicanas en los mercados de capitales, así como el desarrollo del mercado de renta variable.

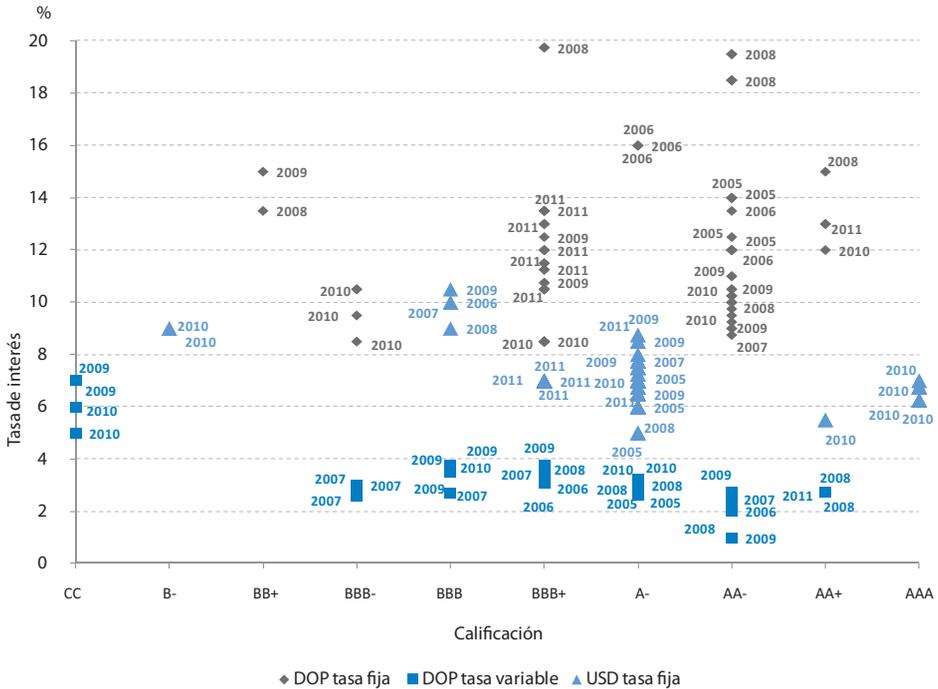
### Anexo 5.A1. Emisiones de deuda privada (2006-11) Activas en enero de 2012

Año de Emisión	Emisor	Calificación	Moneda	Monto Suscrito (DOP)
2006	BNV	AA-	DOP	882 500 000
	Adopem	BBB+	DOP	300 000 000
2007	Banco León	BBB-	DOP	400 000 000
	Banco Popular	AA-	DOP	4 079 000 000
2008	Industrias Nacionales	A-	DOP	1 000 000 000
	Cervecería Nacional	AA+	DOP	4 050 000 000
	BHD Valores	AA-	DOP	1 000 000 000
	Motor Crédito	BBB+	DOP	300 000 000
2009	BNV	AA-	DOP	271 000 000
	Multiquímica	BBB	DOP	242 748 000
	Industrias Nacionales	A-	USD	1 104 520 942
	EGE Haina	A-	USD	1 104 520 942
	Delta intur	CC	DOP	850 000 000
2010	Itabo	A-	USD	552 260 471
	Banco Ademi	BBB	DOP	500 000 000
	ALAVÉR	A-	DOP	800 000 000
	Cap Cana	B-	USD	364 455 093
	Parallax Valores	BBB-	DOP	294 520 000
	CEPM	AAA	USD	1 840 868 236
	Cervecería Nacional	AA+	USD	856 003 730
	Cervecería Nacional	AA+	DOP	286 750 000
CEPP	A-	USD	920 434 118	
2011	Valores León	BBB+	DOP	913 311 000
	EGE-Haina	A-	USD	1 840 868 236
	Cervecería Nacional	AA+	DOP	1 025 580 000
	Industrias Nacionales	BBB+	USD	1 472 694 589
				27 252 035 357.17

Nota: Monto suscrito basado en una tasa de cambio 1USD= 36.82 DOP.

Fuente: Centro de Desarrollo de la OCDE con base en la Superintendencia de Valores.

## Anexo 5.A2. Tasa de interés de los títulos emitidos según calificación de riesgo



*Nota:* No se han registrado emisiones de tasa variable en USD. Las etiquetas en los puntos representan el año de colocación del título.

*Fuente:* Centro de Desarrollo de la OCDE con base en la Superintendencia de Valores.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932607822>

## Notas

1. Cada emisión está dividida en tramos, y cada tramo a su vez está dividida en series. Diferentes series de una misma emisión pueden variar en fecha de colocación, monto colocado, vencimiento, tasa de interés e indexación de tipo de interés. Ver Anexo 5.A1 para una tabla con todas las emisiones realizadas entre 2006 y 2011 y activas a enero de 2012.
2. Las empresas pertenecientes a dicho grupo que han hecho emisiones en el mercado de bonos son la Cervecería Nacional Dominicana S.A., el Banco Múltiple León S.A. y Valores León S.A.
3. Promedio entre 2000-09 para Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México, Perú y Uruguay (Banco Mundial, 2012).
4. Para América Latina, este es el promedio entre 2000-2009 para Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México, Perú y Uruguay (Banco Mundial, 2012).
5. Sólo el 17% del valor emitido está denominado en pesos dominicanos y a una tasa fija. Adicionalmente, todas las emisiones han sido de bonos con opción de recompra.
6. Ver Anexo 5.A2. para la totalidad de los tramos emitidos, según año de colocación.
7. Sólo Chile, que en 1995 ya tenía un mercado de deuda pública que representaba 60% del PIB, experimentó una reducción del endeudamiento público al mismo tiempo que el mercado de bonos privados florecía (Borensztein *et al.*, 2008).
8. En República Dominicana existe la figura de prospecto simplificado en el que no se incluye información sobre el emisor. Sin embargo, este sólo aplica para emisores a los cuales se les ha aprobado un prospecto completo hace no más de 12 meses o cuando la emisión es un tramo de un programa de emisión para el cual ya fue aprobado un prospecto completo.
9. La plataforma de negociación *Bloomberg* ofrece menores costos de transacción y su horario de actividades es de una hora más. Igualmente, esta plataforma aumenta la transparencia y capacidad de transacción del mercado primario.
10. Para el caso de Inglaterra, ninguno de los reguladores deberá requerir aprobación de la legislación de otro regulador, sin embargo, deberán tener la posibilidad de consultar y tomar en cuenta el punto de vista de la otra institución (HM Treasury, 2011).

## Referencias

- ABRAMS, R. y M. TAYLOR (2000), "Issues in the Unification of Financial Sector Supervision", *IMF Working Paper*, WP/00/213.
- BANCO MUNDIAL (2012), *Financial Development in Latin America and the Caribbean: The Road Ahead*, Banco Mundial, Washington, DC.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2010), *Good Practice Principles on Supervisory Colleges*, Basel Committee on Banking Supervision, Basilea.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2011), "Macprudencial Policy Tools and Frameworks", *Progress Report to G20*, Bank for International Settlements, Financial Stability Board, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- BORENSZTEIN, E., K. COWAN, B. EICHENGREEN y U. PANIZZA (2008), *Bond Markets in Latin America: On the Verge of a Big Bang?*, The MIT Press, Cambridge, MA.
- CARMICHAEL, J. y M. POMERLEANO (2002), *Development and Regulation of Non-Bank Financial Institution*, Banco Mundial, Washington, DC. Acceso en línea: [www.scribd.com/WorldBankPublications/d/16060096-Development-and-Regulation-of-NonBank-Financial-Institutions-](http://www.scribd.com/WorldBankPublications/d/16060096-Development-and-Regulation-of-NonBank-Financial-Institutions-)
- CIHAK, M. y R. PODPIERA (2006), "Is One Watchdog Better Than Three? International Experience with Integrated Financial Sector Supervision", *IMF Working Paper*, 06/57, Fondo Monetario Internacional, Washington DC. Acceso en línea: [www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp0657.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp0657.pdf)
- EUROPEAN FINANCIAL SERVICES ROUND TABLE (2009), "Ten EFR Messages on Consolidated Supervisions and the College of Supervisors", *European Financial Service Round Table*, Bruselas.
- FAERMAN, S., D. MCCAFFREY y D. VAN SLYKE (2001), "Understanding Interorganizational Cooperation: Public-Private Collaboration in Regulating Financial Market Innovation", *Organization Science*, 12 (3): 372-88.
- HILL, J. (2001), "Government Capacities to Assure High Quality Regulation", artículo publicado para el *OECD Regulatory Management and Reform Seminar*, mimeo, Moscú.
- HM TREASURY (2011), "A new approach to financial regulation: building a stronger system", *TSO The Stationery Office*.

- IIMV (Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores) (2010), *Estudio Sobre la Transparencia de Emisores en Iberoamérica*, IIMV, Madrid.
- IOSCO (2011), *Development of Corporate Bond Markets in Emerging Markets*, Final Report Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commissions (con la colaboración del World Bank Group).
- MASCIANDARO, D. (2006), "E Pluribus Unum? Authorities Design in Financial Supervision: Trends and Determinants", *Open Economies Review*, vol. 17, n.1, 73-102.
- OCDE (2002), *Debt Management and Government Securities Markets in the 21st Century*, OCDE, París.
- OCDE (2004), *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE*, OCDE, París.
- OCDE (2010), *Policy Framework for Effective and Efficient Financial Regulation: General Guidance and High-Level Checklist*, OCDE, París.
- SHAH, H., A. CARVAJAL, G. BANNISTER, J. CHAN-LAU y I. GUERRA (2007), "Equity and Private Debt Markets in Central America, Panama and the Dominican Republic", *IMF Working Paper*, WP/07/288.
- TUYA, J. y L. ZAMALLOA (1994), "Issues on placing banking supervision in the central bank", *Frameworks for monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences*, pp. 663-690. FMI, Washington, DC.

## Capítulo 6

# Los inversionistas institucionales

### Resumen

Los fondos de pensiones son los principales inversionistas institucionales y presentan un incremento sostenido en valor y plazo. Sin embargo, éstos invierten cerca del 90% de sus activos en instrumentos de deuda pública (en títulos del Banco Central mayoritariamente) o emitidos por intermediarios financieros, limitando así su impacto dinamizador sobre el sector real. Dicha concentración se explica por el elevado rendimiento-riesgo de los bonos de deuda pública con respecto a las demás opciones de inversión. En este sentido, la aplicación de restricciones cuantitativas ha prevenido una concentración aún mayor en títulos del Banco Central. A largo plazo, se recomienda la inclusión de nuevos actores como los fondos comunes de inversión. Sin embargo, de continuar la tendencia actual en la gestión de la deuda pública, medidas en busca de una expansión de mercados no lograrán aumentar el impacto de los inversionistas institucionales en el sector real de forma significativa.

Los inversionistas institucionales tienen un gran potencial para dinamizar y desarrollar los mercados de capitales y la economía en general. Su capacidad de reunir un elevado ahorro privado les permite actuar como intermediarios entre acreedores y deudores, componente clave para el funcionamiento de los mercados financieros. Así, juegan un rol crucial en mejorar el acceso al financiamiento y el desarrollo del sector real. Dado que los incentivos de los bancos pueden variar con cambios en la composición del crédito, los inversionistas institucionales representan un mecanismo alternativo para asegurar el flujo de recursos hacia la inversión privada.

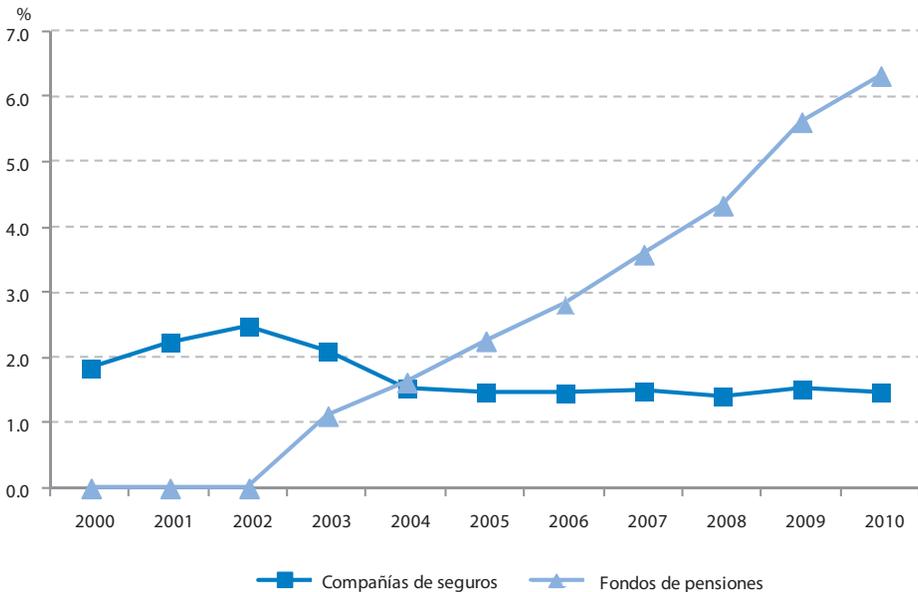
Este potencial es particularmente atractivo debido a que muchos inversionistas institucionales tienen mayores incentivos a invertir en activos de largo plazo y relativamente menos líquidos. En el caso de los fondos de pensiones, obedece a la naturaleza acumulativa de sus activos y la estructura a largo plazo de sus pasivos. Esta característica no sólo asegura un suministro estable de fondos para el mercado de capitales y mantiene un nivel adecuado de liquidez en el sistema (Meng y Pfau, 2010), sino que produce también un posible encaje natural con la inversión en infraestructura, de naturaleza de largo plazo y cuyos activos proporcionan cobertura al riesgo inflacionario (Inderst, 2009).<sup>1</sup> Por este hecho, la OCDE señala a los inversionistas institucionales como una fuente de inversión fundamental para cubrir los requerimientos globales en infraestructura a 2030 (OCDE, 2011a).<sup>2</sup>

Para aprovechar el potencial de los inversionistas institucionales es necesario un mercado financiero profundo, una amplia variedad de instrumentos de inversión y una regulación adecuada. El desempeño de los fondos de pensiones puede ser muy diferente según el nivel de profundidad y sofisticación del sistema financiero (Meng y Pfau, 2010). La regulación debe incluir un marco prudencial completo que le de seguridad al sistema, a la vez otorgando flexibilidad para permitir el uso eficiente de los recursos. Los fondos de pensiones representan los principales inversionistas institucionales en República Dominicana. Estos fondos, a medida que los sistemas previsionales se han modificado hacia sistemas de financiamiento parcial o total, han acumulado progresivamente una cantidad significativa de recursos.

Así, siguiendo la tendencia de otros países de la región, el sistema obligatorio de ahorro para el retiro se introdujo en el 2003. El Gráfico 6.1 muestra que el patrimonio de los fondos de pensiones en República Dominicana pasó de representar 1.1% del PIB en el 2003 a 6.3% en el 2010. Dada la novedad del sistema, este porcentaje es aún reducido en comparación con el promedio de los países de la OCDE (67% del PIB) e inclusive con algunos de los principales países de la región. En Chile, los activos de los fondos de pensiones representan

el 65% del PIB, en Brasil 17%, en Argentina 11.5% y en México 7.5% (OCDE, 2011b).<sup>3</sup> Por su parte, las compañías de seguros han mantenido un rol limitado, con activos totales estables en un nivel inferior al 2% del PIB. Sin embargo, las compañías de seguros deberían beneficiarse del sistema privado de pensiones en un futuro, ya que parte de los ahorros se transforman en rentas vitalicias en el momento de la jubilación.

Gráfico 6.1. Activos de los fondos de pensiones y compañías de seguros (% del PIB)



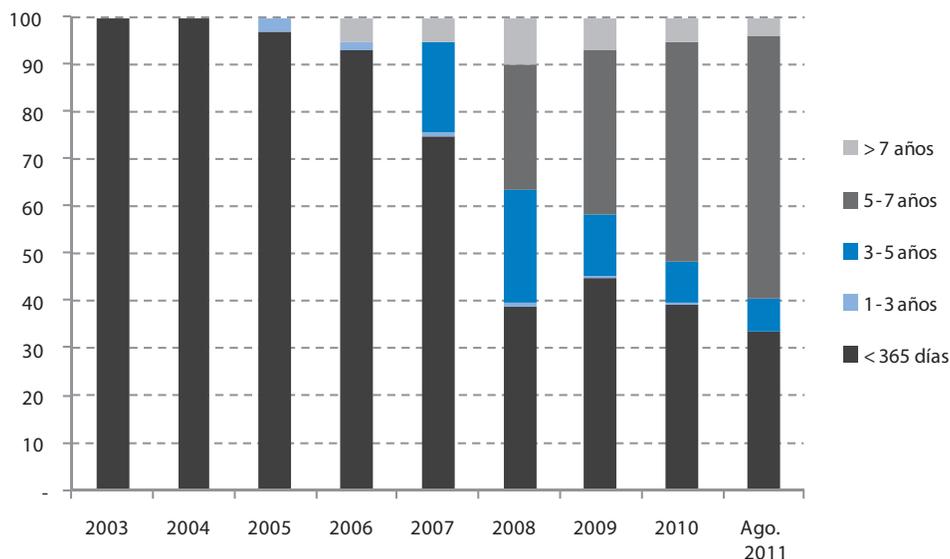
Fuente: Superintendencia de Seguros, Superintendencia de Pensiones, Banco Central de República Dominicana.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932607841>

Las Administradoras de los Fondos de Pensiones (AFPs) de República Dominicana evidencian un creciente apetito por instrumentos de mediano y largo plazo. Dada la inexistencia de un mercado de acciones, prácticamente la totalidad de las inversiones de los fondos de pensión están en renta fija. El Gráfico 6.2 muestra el aumento marcado en el plazo de inversión durante los últimos cuatro años, en su mayoría en títulos y notas emitidas por el Banco Central. A la vez, la fracción de los portafolios dedicada a instrumentos con plazo menor a un año disminuyó de prácticamente el 100% de los portafolios en 2003 a un 35% en 2011. Los títulos de madurez superior a tres años alcanzan el 60% del portafolio en 2011 (de cero en 2003). No obstante, el plazo promedio

ponderado de la cartera de los fondos de pensiones es de alrededor 4.2 años, lo cual representa un nivel bajo comparado con los países líderes de la región como Chile, donde en promedio es de 5.4 años.<sup>4</sup>

Gráfico 6.2. Plazo de los portafolios de los fondos de pensiones de capitalización individual (%)



Fuente: Superintendencia de Pensiones.

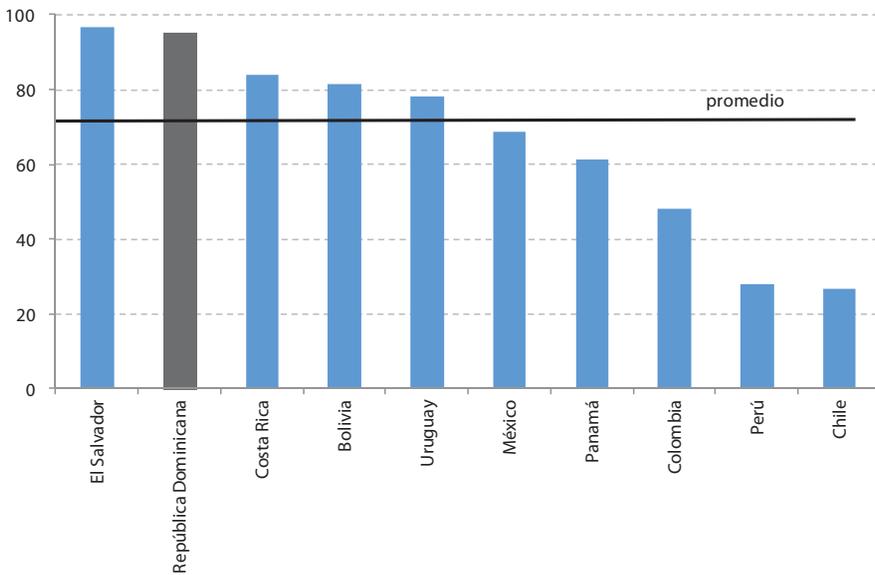
StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932607860>

El marco regulatorio de las AFPs ha incentivado la canalización de los recursos de los fondos hacia el sector real. A través de diferentes instrumentos de inversión de oferta pública se ha promovido que los fondos de pensiones financien la demanda de vivienda (SIPEN, 2006). Como parte de dicha estrategia nacional para el desarrollo del mercado hipotecario, se aprobó recientemente la Ley 189 de 2011, la cual tiene como propósito la inversión futura en papeles hipotecarios. Esta fortalece instrumentos de inversión ya existentes, como las letras hipotecarias y valores titularizados originados en procesos de titularización de carteras de créditos hipotecarios, y crea nuevos, tales como bonos hipotecarios y valores originados por operaciones de fideicomisos (SIPEN, 2011a). De la misma forma, la SIPEN ha buscado un acercamiento con varios sectores productivos de la economía, promoviendo las ventajas de utilizar los recursos de los fondos de pensiones como alternativa de financiamiento (SIPEN, 2011b).

## Dificultades y retos actuales

Los fondos de pensiones tienen un impacto muy reducido en la financiación y el desarrollo del sector real. Las AFPs invierten casi exclusivamente en instrumentos emitidos por el gobierno e intermediarios financieros (Gráfico 6.3). Estos instrumentos acaparan el 96% del portafolio de los fondos de pensiones, una fracción mucho más alta que la de los países de la región. Sólo en deuda pública, las AFPs de República Dominicana invierten el 58% de sus portafolios, alrededor del doble de lo invertido en promedio por los fondos de pensiones de los países de la OCDE en instrumentos públicos (30% en 2010, de acuerdo a cifras de la OCDE). Así, el alto crecimiento de los activos de los fondos ayuda relativamente poco a mejorar el acceso al financiamiento en el sector real y a la liquidez del mercado de deuda privada.

Gráfico 6.3. Porcentaje de los activos de los fondos de pensiones invertidos en títulos públicos y entidades financieras (% del total de activos)



*Nota:* Últimos datos disponibles (2011 para República Dominicana y 2010 para los demás países). Títulos públicos se refiere a títulos emitidos por el Banco Central y el Ministerio de Hacienda. Para República Dominicana se refiere a los Fondos de Capitalización Individual.

*Fuente:* Centro de Desarrollo de la OCDE con base en AIOS (Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones) y Superintendencia de Pensiones.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932607879>

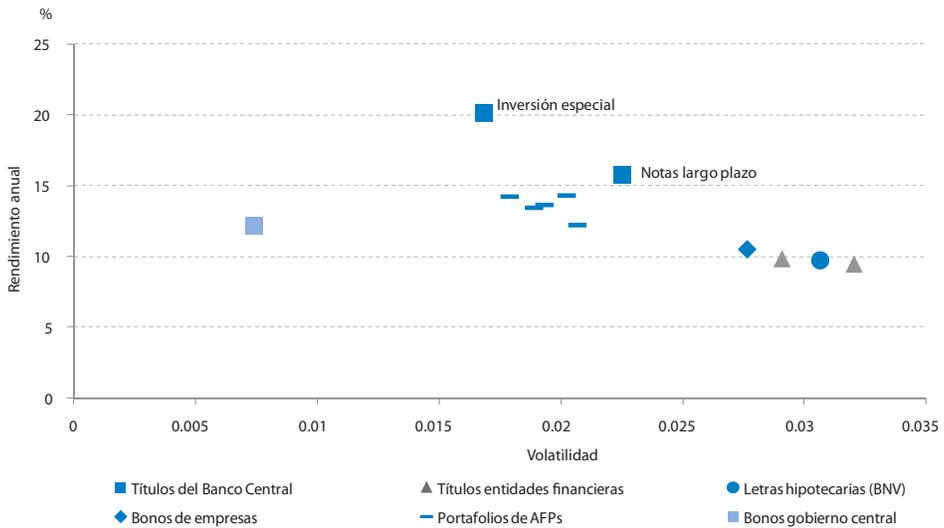
La concentración de los portafolios de las AFPs en instrumentos de deuda pública se explica por su elevado rendimiento-riesgo con respecto a las demás opciones de inversión. El Gráfico 6.4 muestra que los instrumentos de deuda pública son superiores a los de deuda privada tanto en mayor rendimiento como en menor volatilidad. El caso más notorio es el de los certificados de inversión especial a mediano plazo del Banco Central. Mientras que el rendimiento es cerca del doble que el de los títulos de deuda privada, la volatilidad es de un poco más de la mitad de los mismos. Los bonos del gobierno, aún si su rendimiento es similar a los de deuda privada, tienen una volatilidad casi cuatro veces menor que la de los bonos de empresas. Esta situación difiere al contexto de inversión en los países OCDE. Por ejemplo, el Anexo 6.A1 describe el rendimiento-riesgo de diferentes títulos en Estados Unidos para el mismo periodo. Los bonos de deuda pública a diez y cinco años tienen una volatilidad seis veces menor que los bonos corporativos, y al mismo tiempo su rendimiento es cuatro veces menor. Mientras que el rendimiento-riesgo de los títulos dominicanos de deuda privada es muy similar al de los bonos corporativos de alto rendimiento en Estados Unidos (alrededor de 3% de rendimiento por cada porcentaje de volatilidad), la diferencia sustancial proviene del rendimiento excesivo de los títulos de deuda emitidos por el Banco Central de la República Dominicana (12% de rendimiento por cada punto porcentual de volatilidad en República Dominicana vs. 3.5% en Estados Unidos para el caso de bonos del tesoro a mediano plazo).

La diversificación del portafolio de las AFPs no alcanza el rendimiento-riesgo de los títulos del Banco Central (Gráfico 6.4). Con el fin de que los portafolios se acerquen a la frontera de diversificación eficiente, es necesario que las inversiones sean prácticamente exclusivas en títulos de deuda pública. El rendimiento de los portafolios de los fondos de pensión (13.6% en promedio) no alcanza el de los títulos del Banco Central (18%), ambos teniendo una volatilidad similar (19% en promedio tanto para los portafolios de las AFPs como para los títulos del Banco Central).

Las oportunidades de diversificación de riesgo de la deuda privada son reducidas para las AFPs. Las Notas a largo Plazo del Banco Central ofrecen grandes oportunidades de diversificación ya que presentan una correlación reducida con los demás instrumentos de deuda pública (por ejemplo, 0.24 con respecto a los títulos emitidos por el gobierno central) y una correlación altamente negativa con los de deuda privada (por ejemplo, -0.71 con respecto a los depósitos y certificados de las entidades financieras). Contrasta con los instrumentos de deuda privada ya que estos últimos tienen una alta correlación tanto entre ellos (por ejemplo, las letras hipotecarias tienen 0.93 de correlación con respecto a los bonos de empresas) como con los instrumentos del Banco

Central a mediano plazo (las letras hipotecarias y los bonos de empresas tienen 0.53 y 0.71 correlación con dichos títulos, respectivamente). El anexo 6.A2 presenta un análisis de la matriz de correlación entre los diferentes instrumentos de inversión de los fondos de pensión. En general, las condiciones actuales del mercado, y en especial las condiciones ofrecidas por los emisores de deuda pública, dejan a las AFPs con pocos incentivos para invertir en deuda privada y otros títulos del sector real.

Gráfico 6.4. Curva de rendimiento-riesgo de los fondos de pensiones y sus instrumentos de inversión (promedio 2008-11)



Nota: Construido a partir de datos mensuales durante el periodo septiembre 2008-septiembre 2011. La volatilidad se refiere a la desviación estándar. BNV se refiere a Banco Nacional de Fomento a la Vivienda y la Producción, AFP se refiere a Administradoras de Fondos de Pensiones.

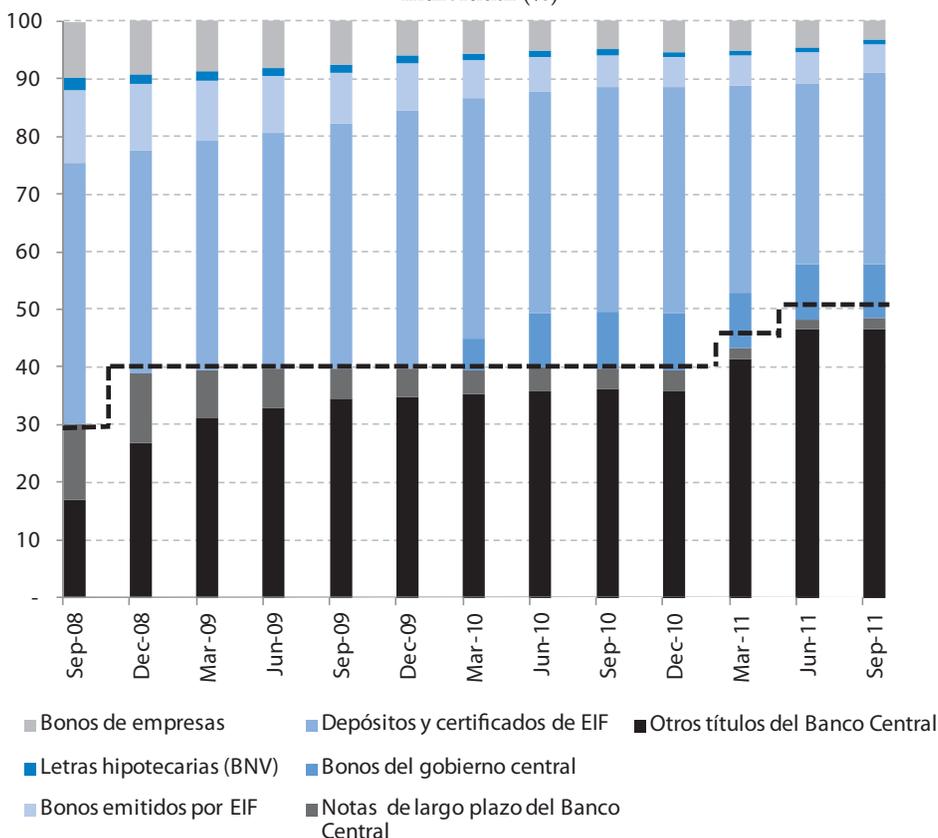
Fuente: Centro de Desarrollo de la OCDE con base en Superintendencia de Pensiones.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932607898>

El marco regulatorio ha restringido la inversión en títulos de deuda pública con el fin de evitar una fracción aún mayor de estos títulos en los portafolios de las AFPs. A partir de 2007, con la Ley 188-07 se autorizó a las AFPs a invertir hasta el 20% de sus portafolios en títulos del Banco Central.<sup>5</sup> Este techo ha sido incrementado en repetidas ocasiones y actualmente es del 50%. Tras cada aumento del techo, las AFPs han reaccionado inmediatamente incrementando su participación en los títulos del Banco Central (ver Gráfico 6.5). Así, los fondos de pensiones mantienen la inversión en estos títulos al límite permitido.

Dicha evolución fue en directo detrimento de la inversión de la AFPs en los instrumentos de entidades financieras y de la ya reducida inversión en bonos de empresas y letras hipotecarias. De esta forma, y a diferencia de lo observado en las economías OCDE, de no existir ninguna restricción a la inversión en deuda del Banco Central, en vista de las características actuales, esta desplazaría casi completamente la inversión en cualquier otro tipo de instrumento. Similarmente, existe una limitación para las inversiones en el exterior, lo que genera un riesgo adicional al haber una concentración en activos locales.<sup>6</sup>

Gráfico 6.5. Composición del portafolio de los fondos de pensiones de capitalización individual (%)



Nota: La línea punteada representa el límite autorizado de inversión en títulos del Banco Central a los fondos de pensiones. EIF se refiere a Entidades de Intermediación Financiera, BNV se refiere al Banco Nacional de Fomento a la Vivienda y la Producción.

Fuente: Centro de Desarrollo de la OCDE con base en Superintendencia de Pensiones.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932607917>

Esta restricción a la inversión en deuda pública contrasta con las prácticas de los países OCDE y con algunos de los países de la región. Salvo pocas excepciones, los países miembros de la OCDE no imponen ningún límite a la inversión en deuda pública (OCDE, 2010).<sup>7</sup> Con respecto a los principales países de la región, Colombia y Chile aplican una restricción de este tipo. Mientras que Chile impone un límite entre el 40% y el 80% según el tipo de portafolio de las AFPs, en Colombia existe un techo del 50%. Por otro lado, el límite al 70% de inversión en deuda privada en República Dominicana es elevado con respecto a los principales países de la región.<sup>8</sup> Chile mantiene un techo del 60% y en Colombia hay restricciones de 10% y 30% en bonos de empresas vigiladas y no vigiladas por la Superintendencia Financiera (OCDE, 2010).

Las demás restricciones cuantitativas siguen la trayectoria de las prácticas de los países miembros de la OCDE con menor desarrollo económico. La regulación dominicana prevé un número reducido de opciones de inversión y la CCRLI ha impuesto un límite específico para cada uno de los instrumentos de inversión (Shah *et al.*, 2007). Esto resulta en un marco regulatorio menos flexible que el de los países OCDE ya que la mitad de los países miembros no tienen restricciones de inversión en ningún tipo de bonos (OCDE, 2010). No obstante, la CCRLI ha ido aumentando los techos a la inversión en los diferentes instrumentos, una tendencia similar a la registrada en los últimos años por los países de la OCDE de menor desarrollo económico como Chile, Hungría, México y Turquía. Además, la regulación del país contiene las disposiciones principales que recomienda la OCDE y que practican la mayoría de sus miembros (OCDE, 2006). Desde 2001, a partir de la Ley 87-01 y la primera resolución de la CCRLI, existen límites de inversión para títulos tanto de un mismo emisor como de un mismo grupo económico así como un límite de 5% de inversión en activos que pueden generar conflicto de interés (como activos de sociedades de propietarios o ejecutivos de las AFPs). Finalmente, y en línea con las prácticas recomendadas por la OCDE, la CCRLI se ha abstenido de imponer cualquier tipo de porcentajes mínimos de inversión en instrumentos específicos.

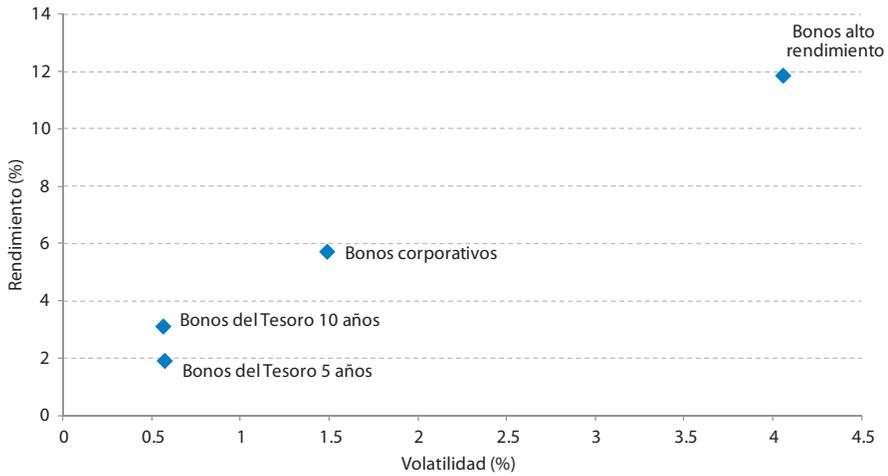
Así mismo, la regulación dominicana contiene los principios prudenciales que la OCDE impulsa en sus recomendaciones, aún si esta regulación no cita explícitamente la regla de Persona Prudente. La Ley 87 de 2001 establece la custodia de las inversiones de las AFPs por parte del Banco Central y define el derecho del afiliado a una rentabilidad mínima. La CCRLI restringe la inversión en activos de baja liquidez a través de sus resoluciones y define controles de riesgo explícitos en los instrumentos de inversión. Además, la Superintendencia de Pensiones requiere que las AFPs definan y apliquen una política clara de inversión como parte del proceso de constitución.

### Recomendaciones y perspectiva

A largo plazo, es necesario incrementar las posibilidades de inversión para los inversionistas institucionales así como buscar la inclusión de nuevos actores, como los fondos comunes de inversión. La inversión directa en infraestructura se proyecta como una alternativa adecuada con altos beneficios al desarrollo del país. También se debe estudiar la posibilidad de permitir a las AFPs hacer inversiones en el exterior ya que la concentración en activos dominicanos supone menor diversificación del riesgo para los ahorradores. Es fundamental sin embargo entender los retos y potenciales dificultades que dicha inversión supondría en la gestión de aspectos macroeconómicos ya mencionados en el capítulo 2, particularmente en relación con la balanza de pagos y el tipo de cambio. Por otra parte, los fondos cerrados de inversión, fondos mutuos y los instrumentos hipotecarios (titularización y bonos hipotecarios) podrían permitir una mayor diversificación del riesgo para los fondos de pensiones. Finalmente, la regulación de las AFPs podría introducir una regla explícita de Persona Prudente en la regulación que complementaría las restricciones cuantitativas, haciéndola más flexible.

Sin embargo, de continuar el manejo actual de la deuda pública, estas medidas no lograrán aumentar el impacto de los inversionistas institucionales en el sector real. Estos seguirán concentrando su inversión en deuda del Banco Central puesto que el sector privado no tiene la capacidad de emitir instrumentos que compitan con la relación rendimiento-riesgo que esta deuda ofrece. Al contrario, si continúa la tendencia al aumento del techo a la inversión de los fondos de pensiones en deuda del Banco Central, esta desplazará aún más la inversión en instrumentos de las entidades financieras, letras hipotecarias y bonos de empresas. De igual forma, habrá incentivos limitados a invertir en nuevos instrumentos.

## Anexo 6.A1. Rendimiento-riesgo de los instrumentos de deuda pública y privada en Estados Unidos (2008-11)



Fuente: Centro de Desarrollo de la OCDE con base en Thomson Datastream.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932607936>

Anexo 6.A2. Matriz de correlación entre instrumentos (2008-11)

	Depósitos y Certificados de EIF	Bonos de EIF	Letras Hipotecarias (BNV)	Bonos de Empresas	Notas Largo Plazo del Banco Central	Otros títulos del Banco Central	Bonos del gobierno central
Depósitos y Certificados de EIF	1	0.84	0.92	0.76	-0.71	0.24	-0.15
Bonos de EIF	0.84	1	0.95	0.93	-0.51	0.53	-0.16
Letras Hipotecarias (BNV)	0.92	0.95	1	0.93	-0.62	0.53	-0.09
Bonos de Empresas	0.76	0.93	0.93	1	-0.53	0.71	0.09
Notas Largo Plazo del Banco Central	-0.71	-0.51	-0.62	-0.53	1	0	0.24
Otros títulos del Banco Central	0.24	0.53	0.53	0.71	0	1	0.6
Bonos del gobierno central	-0.15	-0.16	-0.09	0.09	0.24	0.6	1

■ -1 a -0.26 ■ -0.25 a 0 ■ 0 a 0.25 ■ 0.26 a 1

*Nota:* Construido a partir de datos mensuales durante el periodo septiembre 2008-septiembre 2011. EIF se refiere a Entidades de Intermediación Financiera, BNV se refiere a Banco Nacional de Fomento a la Vivienda y la Producción.

*Fuente:* Centro de Desarrollo de la OCDE con base en la Superintendencia de Pensiones.

## Notas

1. Ver [www.oecd.org/finance/lti](http://www.oecd.org/finance/lti) para mayor información sobre la importancia de la inversión a largo plazo.
2. Los requerimientos globales en infraestructura a 2030 están estimados en 50 billones de dólares (OCDE, 2011a).
3. Datos de 2009 para los países de la OCDE y de 2007 para Argentina y Brasil (OCDE, 2011a).
4. Plazo promedio ponderado de la inversión en instrumentos de deuda. Datos de septiembre 2007 para Chile, última fecha en la cual la Superintendencia de Pensiones de Chile publicó este dato en sus comunicados mensuales sobre las inversiones y rentabilidad de los fondos de pensiones.
5. En un principio, la Ley 87-01 no permitía la inversión en deuda pública (Shah *et al.*, 2007).
6. Es necesaria una precaución adicional considerando los retos que supondría la eliminación de esta restricción dada las características macroeconómicas y de balanza de pagos. La ley prevé la inversión en estos tipos de mecanismos aunque se necesita normas complementarias que están en proceso de diseño.
7. De los 34 países miembros de la OCDE, los únicos países que imponen restricciones a los fondos de pensiones sobre las inversiones de deuda pública, sin incluir bonos de gobiernos locales y municipales, son Alemania y Chile (OCDE, 2010).
8. La principal excepción es la regulación brasileña ya que permite invertir hasta un 80% de los activos en títulos de deuda privada.

## Referencias

- INDERST, G. (2009), "Pension Fund Investment in Infrastructure", *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions No. 32*, OCDE, París.
- MENG, C. y W. PFAU (2010), "The Role of Pension Funds in Capital Market Development", *GRIPS Discussion Paper*, National Graduate Institute for Policy Studies, Japón, pp. 10-17.
- OCDE (2006), *OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management*, OCDE, París.
- OCDE (2010), *Survey of Investment Regulation of Pension Funds*, OCDE, París.
- OCDE (2011a), "Pension Funds Investment in Infrastructure: A Survey", Project on Strategic Transport Infrastructure to 2030 , International Futures Programme, OCDE, París.
- OCDE (2011b), *Pensions at a Glance: Retirement-income Systems in OECD and G-20 Countries*, OCDE, París, acceso en línea en: [http://dx.doi.org/10.1787/pension\\_glance-2011-en](http://dx.doi.org/10.1787/pension_glance-2011-en)
- SHAH, H., A. JOBST, L. VALDERRAMA-FERRANDO e I. GUERRA (2007), "Public Debt Markets in Central America, Panama, and Dominican Republic", *IMF Working Paper WP/07/147*, Washington, DC.
- SIPEN (Superintendencia de Pensiones) (2006), *Los Fondos de Pensiones: Fuente de Financiamiento para la vivienda*, Santo Domingo, República Dominicana.
- SIPEN (2011a), *Sistema Dominicano de Pensiones: Boletín Trimestral No. 32*, SIPEN, Santo Domingo, República Dominicana.
- SIPEN (2011b), *Sistema Dominicano de Pensiones: Boletín Trimestral No. 33*, SIPEN, Santo Domingo, República Dominicana.

## Capítulo 7

# Educación financiera, nuevos instrumentos y expansión de mercados

### Resumen

La educación financiera es un elemento clave para el desarrollo del mercado de capitales. Es necesaria una campaña de educación financiera para cada tipo de ahorrador, involucrar empresas privadas a través de un mejor conocimiento del mercado de capitales y mantener los organismos reguladores altamente capacitados y competitivos. Adicionalmente, es recomendable una mayor participación del gobierno de manera focalizada, facilitando el acceso al financiamiento de pequeñas y medianas empresas fuera de los canales tradicionales de financiamiento. En el largo plazo, las remesas pueden ser fuente de la creación de dos tipos de instrumentos: la titularización de futuros flujos de remesas y los “bonos diáspora”. Finalmente, se debe continuar promoviendo nuevos productos financieros y una mayor base de inversionistas a partir de la cooperación con otras bolsas de la región.

### Educación financiera

La educación financiera es un elemento fundamental para el sano desarrollo del mercado de capitales. Ante la creciente oferta de servicios y productos financieros, junto con la complejidad de éstos, se hace necesario que los agentes económicos tengan una comprensión de estos instrumentos.

El crecimiento experimentado en los fondos de pensiones demanda una especialización de los actores de mercado para asegurar la viabilidad de las inversiones. Las reformas de los sistemas previsionales a sistemas de capitalización individual traspasan de manera creciente la responsabilidad de las cuentas a los individuos (OCDE, 2005). Es necesario asegurar que los individuos tomen decisiones informadas que les permitan mantener – e incrementar – en el tiempo el valor de sus portafolios.

Es importante identificar la demanda de productos y servicios financieros para que se pueda definir una política efectiva de educación financiera. Debido a la dificultad de sintetizar información sobre percepciones en este tipo de servicios, no existen mecanismos estándares para la comparación de los niveles de alfabetización financiera. Sin embargo, los países pueden establecer sus propios procesos de recolección de información y determinar con precisión las fallas de educación y los mecanismos más eficaces para abordarlas. Al respecto, la OCDE ofrece algunas pautas para el diseño de este tipo de cuestionarios (OCDE, 2005).

Respecto a los ahorradores, en República Dominicana es necesaria una campaña de educación financiera en dos niveles. Un primer acercamiento sería para el segmento de los individuos no bancarizados, donde la educación estaría focalizada en los productos básicos del sistema financiero (por ejemplo, las cuentas de ahorro). Esto requiere de manera adicional eliminar o reducir los desincentivos a la bancarización (por ejemplo la desinformación sobre el funcionamiento y tasas de interés pasivas bajas). En un segundo nivel, el enfoque es para aquellos inversionistas que tengan capacidad de inversión pero que desconozcan los instrumentos existentes fuera los títulos tradicionales de los bancos comerciales y tengan lagunas de conceptos financieros.

Existe un alto potencial para aumentar la cantidad de empresas privadas en el mercado. Considerando las altas tasas de interés de la banca comercial y ante la expectativa de una mejora en la gestión de la deuda pública (ver capítulo 4), la participación en el mercado de capitales en República Dominicana representa una alternativa atractiva de financiamiento para las empresas del sector privado. Sin embargo, en muchos casos éstas desconocen los mecanismos de participación

por lo que una campaña focalizada a empresas con capacidad de asumir los costos de participación puede resultar efectiva, aportando liquidez al sistema y diversificando la oferta de productos a los inversionistas, en especial los inversionistas institucionales. Igualmente, una forma de incidir en la reducción de los plazos de colocación es través de la formación a empresas que se enfrentan a una primera emisión.

Es necesario también mantener organismos reguladores altamente capacitados. Debido al dinamismo presentado por el mercado en los últimos diez años, se requiere que los organismos reguladores puedan adaptarse a los cambios del mercado. Esto incluye, entre otros, *i*) tener capacidad de respuesta a las demandas de los participantes actuales, *ii*) poder inducir la incorporación de nuevos actores, y *iii*) reducir los obstáculos no regulatorios para un desenvolvimiento eficiente del mercado de valores. Para ello es crucial un adecuado financiamiento que permita la incorporación, entrenamiento y retención de personal cualificado.

## Esquemas para el acceso al financiamiento de las pequeñas y medianas empresas

Las pequeñas y medianas empresas (PyMEs) representan en muchos países una fuente importante en la generación de empleo y riqueza. En ciertos subsectores, como el de la tecnología, éstas pueden ser un elemento importante para innovar y modificar los procesos productivos (OCDE, 2000). Para República Dominicana, diversas fuentes indican que al menos tres cuartas partes del empleo se genera a través de estas empresas (Guaipatín, 2003; ONE, 2007).<sup>1</sup>

Las dificultades de acceso al crédito que las PyMEs tienen a menudo dificultan su crecimiento. En República Dominicana, de acuerdo con el Banco Mundial, la restricción al acceso del crédito a empresas (de cualquier tamaño) es el quinto obstáculo que limita el clima de negocios (Banco Mundial, 2012), mientras que el Reporte de Competitividad Global lo señala como el tercero (World Economic Forum, 2010). Esta situación restringe su capacidad de aportar al crecimiento económico.

Restricciones regulatorias y un limitado desarrollo de productos financieros limitan la participación de las PyMEs en los mercados financieros y de capitales. La regulación financiera, fortalecida tras la crisis de 2003-04, impone altos estándares a la banca teniendo como resultado colateral el cierre efectivo del

financiamiento bancario a estas empresas al aumentar los requisitos necesarios para acceder a un préstamo. No obstante, sin detrimento de las consideraciones de los factores de riesgo por parte de los acreedores, una mayor participación de las PyMEs en los mercados de capitales les otorga financiamiento al mismo tiempo que introduce nuevos actores en el mercado.

La participación del gobierno de manera focalizada puede ser efectiva para facilitar el acceso a financiamiento de PyMEs, sobre todo con medidas complementarias a los canales tradicionales de financiamiento. Los esquemas de garantías de crédito (CGS, por sus siglas en inglés) sirven como un mecanismo de transferencia de riesgo que permite a las pequeñas empresas superar problemas de asimetría de información y falta de colateral que limitan su acceso al financiamiento. Al mismo tiempo, un apoyo no financiero para mejorar el flujo de información puede eliminar algunas barreras no regulatorias para la participación del mercado, al tiempo que elimina el potencial de riesgo moral de un financiamiento directo del gobierno (OCDE, 2006). Una simplificación de la estructuración de emisiones puede agilizar el proceso y reducir el costo de participación, respetando la divulgación de información necesaria para garantizar la seguridad y transparencia del sistema. En este sentido, un mecanismo como la financiación directa de la estructuración de una sola emisión de títulos a favor de un grupo de PyMEs puede ayudar a abrir el mercado a este segmento de la economía.

La entrada de nuevos instrumentos puede incrementar el número de participantes en el mercado y fomentar aún más la canalización de crédito. La titularización de carteras de crédito o inversión de un grupo de PyMEs puede representar un instrumento atractivo y alternativo para los fondos de pensiones o nuevos actores como los fondos mutuos, lo que requiere inversionistas con mayor apetito de riesgo y una mayor transparencia de información por parte de las empresas participantes. Por otra parte, la colocación de empresas públicas (aún sea una participación minoritaria) permitiría agilizar el desarrollo del mercado de renta variable y ofrecería una alternativa potencialmente atractiva para los inversionistas institucionales, en especial a los fondos de pensiones. Finalmente, la definición de esquemas alternativos de participación puede generar un espacio para la incorporación de pequeñas empresas a los mercados de capitales, reduciendo los costos de entrada. En la región, el Mercado Alternativo para Acciones (MAPA) de Costa Rica y en economías desarrolladas, el *Alternative Investment Market* (AIM) de Londres, son ejemplos de esquemas dirigidos específicamente a pequeñas y medianas empresas con alto potencial de crecimiento. Estos esquemas tienen requisitos de información menos exigentes y ofrecen una plataforma formal de operaciones.<sup>2</sup>

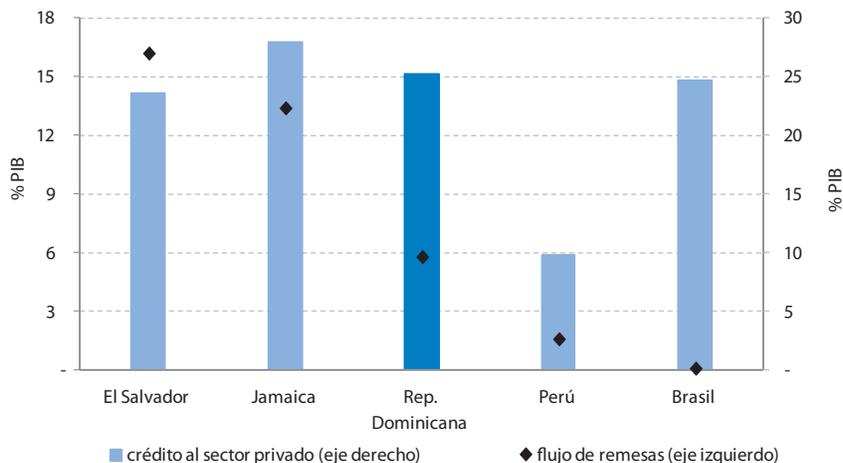
## Remesas y desarrollo del mercado de capitales

El flujo considerable de remesas hacia República Dominicana le otorga un gran potencial para dinamizar el mercado de capitales. Las remesas en República Dominicana representan poco menos del 6% del PIB, y a pesar de que su peso relativo ha ido disminuyendo, son una de las principales fuentes de generación de ingresos en moneda extranjera. Al igual que en numerosas economías de la región, los bajos niveles de ahorro doméstico y poco desarrollo de los mercados de capitales convierten a los prestamistas extranjeros en importantes proveedores de capitales (OCDE, 2009). En este contexto, las remesas son posibles complementos a estos flujos, y al mismo tiempo juegan un papel importante disminuyendo la vulnerabilidad de las familias dependientes y dotan a la economía de una mayor estabilidad en la balanza de pagos.<sup>3</sup>

Desde un punto de vista financiero, las remesas, o de forma más general las rentas que reciben los migrantes, son fundamentales para dos tipos de instrumentos: la titularización de futuros flujos de remesas y los “bonos diáspora”. En el primer caso, se crea expresamente un instrumento financiero que depende, en lo que a intereses y principal se refiere, de los flujos que llegan del extranjero (en su mayor parte remesas) a través del sector financiero. Por su parte, los bonos diáspora son emisiones de deuda adaptadas a una comunidad de inversores del país de origen residente en el extranjero y comercializadas entre los miembros de dicha comunidad. En el primer caso, por tanto, los títulos dependen de los ingresos remitidos por los emigrantes, mientras en el segundo se crea un nuevo vehículo de inversión para su capital.

Una titularización de “flujos futuros de remesas” es un instrumento de deuda que garantiza el pago del principal y de los intereses a los inversores por medio de flujos de futuros importes por cobrar. Las emisiones de derechos de pago diversificados (*Diversified Payment Rights*, DPR) representan la mayor parte de dichas transacciones, y se trata de titularizaciones de transferencias electrónicas internacionales generalmente en concepto de financiamiento de exportaciones, inversión extranjera directa, inversión de cartera y remesas de trabajadores. Para República Dominicana, las remesas pueden constituir una parte significativa de estos flujos de DPR. En los últimos años, varias instituciones financieras de países con condiciones comparables a las de República Dominicana han titularizado con éxito dichos flujos para obtener capital (ver Gráfico 7.1).<sup>4</sup>

Gráfico 7.1. Flujos de remesas y profundidad financiera (2010, % del PIB)



Nota: Selección de países que han realizado titularización de remesas.

Fuente: Centro de Desarrollo de la OCDE con base en cifras del *World Economic Outlook*, FMI y Beck *et al.* (2000).

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932607955>

El desarrollo de este instrumento requiere de una regulación cuidadosa para minimizar los riesgos asociados a este tipo de operaciones. Parte de los futuros flujos de caja procedentes de remesas se destina al pago del servicio de la deuda de los DPR, por lo que los emisores tienen que pagar a los destinatarios de dichas remesas con sus propias reservas. Una depreciación de la moneda local o su propia rentabilidad poco elevada (por ejemplo, debido a pérdidas en otras ramas de actividad) podrían minar la capacidad de una institución financiera para cumplir con sus obligaciones con los perceptores de remesas. Una normativa clara para regular estos títulos, así como buenas prácticas prudenciales para limitar la exposición en moneda extranjera que puedan asumir las instituciones bancarias, permitirían aprovechar de manera segura estos flujos de recursos.

Los bonos diáspora tienen por objeto obtener nuevo capital procedente de la comunidad de nacionales residentes en el extranjero y representan una vía alternativa cuando resulte difícil acceder a los mercados internacionales tradicionales. Estos títulos, emitidos por el gobierno, son estructurados específicamente para este grupo. A través de ellos, los miembros de la diáspora pueden ayudar a su país de origen a incrementar el financiamiento disponible.

Para el emisor, el principal atractivo es la potencial disminución de los costos de financiamiento externo gracias a un “descuento patriótico”, reducciones de las primas de riesgo cambiario y, en algunos casos, menores costos legales y reglamentarios (OCDE, 2009). Más que una implementación en el corto plazo, este tipo de instrumento puede ser una alternativa a largo plazo para el desarrollo del mercado de capitales en República Dominicana.

Si bien los bonos diáspora pueden reducir el costo de emisión, la introducción de este tipo de instrumento no debe afectar la mejora en la gestión de la deuda pública. Estos títulos, estructurados y emitidos específicamente para nacionales residentes en el exterior, tienen por objeto obtener nuevo capital con costos de emisión potencialmente más bajos. La experiencia es escasa y su éxito depende en gran medida de la capacidad financiera de los tenedores.<sup>5</sup> Tomando como estudio de caso la comunidad dominicana en Estados Unidos, este tipo de instrumento puede ser una alternativa a más largo plazo. El ingreso mediano de los dominicanos (incluyendo los nacidos en Estados Unidos) es todavía un tercio menor que el ingreso mediano nacional de acuerdo a cifras del *American Community Survey*. Además, la introducción de un nuevo título público aplazaría la construcción de una única curva de cero-riego, la cual es considerada una necesidad de primer orden (ver capítulo 4).

## Cooperación entre bolsas de valores y expansión de mercados

La reducida profundidad financiera genera incentivos significativos para una cooperación estrecha entre bolsas de valores con el fin de explotar economías de escala. Mercados financieros relativamente pequeños limitan el tamaño de las emisiones, la competitividad de precios, la velocidad en la ejecución de las transacciones y la capacidad de diversificación, al tiempo que aumenta la concentración de riesgo (Shah *et al.*, 2007). En América Central, así como en República Dominicana, el ahorro interno no es lo suficientemente profundo para permitir un mayor crecimiento del sector privado. Aprovechando estructuras económicas similares, un proceso de integración entre mercados centroamericanos puede ser una primera aproximación para expandir los mercados locales, abriendo el acceso a financiamiento y generando un mayor dinamismo en los mercados internos.

Existen factores en común que facilitan un proceso de cooperación e integración entre bolsas en la región. Un idioma en común, así como una escasa diferencia horaria facilitan los procesos de integración sin afectar negativamente

sus operaciones. Al mismo tiempo, la cercanía geográfica con los principales mercados internacionales involucra un flujo permanente de comercio y capitales que atrae grupos financieros regionales y contribuye a generar la voluntad política para promover su unión. Es necesario, sin embargo, un análisis exhaustivo que compare los beneficios de las economías de escala con los costos de implementación y coordinación de este tipo de esquemas.

La coordinación de políticas macroeconómicas e institucionales puede ayudar a resolver los principales obstáculos para establecer un marco común de operaciones en el mercado de capitales. El principal obstáculo para una cooperación es la existencia de diferentes monedas. Al mismo tiempo, una falta de coordinación entre políticas macroeconómicas y diferentes niveles de deuda (y sostenibilidad de las mismas) dificultan un primer acercamiento entre estos mercados. El primer paso es una mayor coordinación de la política fiscal, de forma que su efecto sobre las economías sea más homogéneo y contribuya a la armonización de los ciclos económicos.<sup>6</sup> Adicionalmente, la dispersión institucional representa un obstáculo adicional para una mayor integración en donde la presencia de hasta cuatro entidades reguladoras diferentes impone costos a la participación de inversionistas.

La tendencia internacional se mueve hacia la consolidación de bolsas, lo que puede otorgar experiencias valiosas para el proceso de cooperación e integración en República Dominicana. En la medida en que nuevas tecnologías de información reducen los costos de comunicación y transacción, la tendencia ha cambiado hacia una mayor integración de los mercados financieros (Babecký *et al.*, 2007). El ejemplo más notorio es el de NYSE-Euronext, que nace de la unión del *New York Stock Exchange* y Euronext, el cual a su vez nace de la unión entre las bolsas de Bélgica, Francia, Holanda y Portugal. En mercados menos desarrollados fuera de la región, la experiencia más reciente es la del *CEE Stock Exchange Group*, un holding que tiene como subsidiarias las bolsas de Budapest (Hungría), Ljubljana (Eslovenia) y Viena (Austria). En América Latina, el establecimiento del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) es un ejemplo de una plataforma común para economías con niveles de disparidad entre ellas, como Colombia, Chile y Perú. República Dominicana puede aprovechar la normativa del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos y Centroamérica (DR-CAFTA) como un estímulo para adoptar una regulación compatible con el fin de lograr una mayor integración financiera con sus socios centroamericanos, como por ejemplo en la normativa para la regulación de los esquemas colectivos de inversión. En definitiva, los objetivos de estos procesos de consolidación apuntan a combinar los beneficios de un mercado local y los requerimientos de la internalización de los mercados de capitales.

República Dominicana realiza actualmente esfuerzos para una mayor cooperación con economías en América Central. La Superintendencia de Valores ya ha avanzado en esquemas de cooperación con Panamá. Su marco institucional apoya una integración regional y autoriza de forma automática las ofertas públicas de emisores extranjeros. Por otra parte, el Consejo Monetario Centroamericano está en proceso de armonizar los estándares y buenas prácticas en los mercados de deuda pública. Desde el 2003 se desarrollan acciones que apuntan a una organización de los mercados primarios y secundarios, regulación de la inversión colectiva y el establecimiento de una infraestructura para homogeneizar los sistemas de pagos y compensación.<sup>7</sup> Estas acciones se encaminan hacia una mayor integración que tendrán una expansión del mercado potencial para los inversionistas, y una eventual profundización de los mercados que pueda incluir el desarrollo de un mercado de renta variable en República Dominicana.

## Recomendaciones y perspectiva

La educación financiera, el papel de las PyMEs en el mercado de capitales y el vínculo entre remesas y mercado de capitales presentan nuevas perspectivas para un sano desarrollo del mercado de capitales. Es necesaria una campaña de educación financiera para cada tipo de ahorrador, favorecer el involucramiento de empresas privadas a través de un mejor conocimiento del mercado de capitales, y mantener los organismos reguladores altamente capacitados y competitivos. Respecto al papel de las PyMEs, es recomendable una mayor participación del gobierno de manera focalizada facilitando el acceso al financiamiento de PyMEs fuera de los canales tradicionales de financiamiento. En el largo plazo las remesas pueden ser fuente de la creación de dos tipos de instrumentos: la titularización de futuros flujos de remesas y los “bonos diáspora”.

A medida que mejore la eficiencia y eficacia del mercado primario y secundario, nuevos tipos de instrumentos pueden desarrollarse. Se debe continuar promoviendo nuevos productos financieros y una mayor base de inversionistas. Para economías relativamente pequeñas como República Dominicana, se puede buscar la utilización de títulos de bajo costo fijo o que distribuyen los costos entre una gran cantidad de emisores, tales como instrumentos respaldados por activos (ABSs) de acuerdo a la normativa reciente en términos de titularización hipotecaria.

A largo plazo, es necesario incrementar el número de instrumentos de inversión disponible y profundizar el mercado financiero. La inversión directa en infraestructura se proyecta como una alternativa adecuada con altos beneficios al desarrollo del país. Nuevos instrumentos (además de la titularización hipotecaria y bonos hipotecarios) podrían permitir una mayor diversificación del riesgo para los fondos de pensiones y otros inversionistas institucionales. Asimismo, un mercado financiero más profundo y eficiente les permitirá a los inversionistas institucionales jugar un rol más prominente en el mercado de capitales y tener un mayor impacto en el financiamiento del sector real. Los indicadores de profundidad financiera están muy por debajo de los niveles de un país desarrollado (ver capítulo 3).

Un desarrollo adecuado del mercado de capitales puede ser dinamizado por la cooperación con otras bolsas de la región siempre y cuando cumplan iguales o mejores estándares de supervisión y regulación. Actualmente no existe una armonización en el marco jurídico para la regulación de títulos valores, procesos para enlistarse, estándares de supervisión, así como para la publicación de información y estándares de gobierno corporativo. Un proceso exitoso de integración requiere la definición de un conjunto mínimo de estándares regionales, en especial los referentes al reconocimiento de jurisdicción como forma de garantizar la seguridad de las inversiones entre mercados.

Un mercado regional común de títulos podría ser una de las mejores configuraciones. Una alternativa es la integración a países con mercados de capitales más desarrollados como por ejemplo Colombia o México. Este enfoque implicaría la adopción de regulaciones y estándares ya existentes en vez de una negociación de las mismas. Para estos fines, el sector público puede otorgar importantes incentivos hacia la integración, considerando que actualmente la gran mayoría de los títulos en los diferentes mercados son títulos públicos. Estas políticas permiten una mayor integración y expansión del mercado potencial para los inversionistas y una profundización de los mercados que pueda incluir el desarrollo de un mercado de renta variable en República Dominicana.

## Notas

1. Este concepto incluye también a micro-empresas, o unidades con menos de diez empleados. La dificultad con el tratamiento de éstas es que en muchos casos se trata de agentes económicos que en ausencia de empleo en el mercado laboral encuentran alternativa en el auto-empleo.
2. Estos esquemas son efectivos para empresas con alto potencial de crecimiento y son considerados mercados de capital de riesgo. A pesar de que se exigen menores requisitos formales de participación, se necesita de empresas de alta productividad y de inversionistas con mayor apetito de riesgo. Es crucial, en este sentido, la intermediación de los organismos reguladores para facilitar este intercambio.
3. En América Latina y el Caribe, las remesas han tenido tradicionalmente una menor volatilidad que otros flujos externos, tales como la inversión extranjera directa, los fondos de cartera, la Ayuda Oficial al Desarrollo y las exportaciones (OCDE, 2009). De hecho, las remesas pueden mejorar la calificación soberana debido a su baja volatilidad (Avendano *et al.*, 2011).
4. Ver capítulo 5 de OCDE (2009) para un análisis detallado de las instituciones financieras que han realizado titularizaciones de remesas y su calificación de riesgo correspondiente.
5. India e Israel han utilizado este tipo de instrumento, donde este último realizó la primera emisión en la década de los cincuenta. Para más detalles, ver capítulo 5 de OCDE (2009).
6. En la actualidad existe un mecanismo de coordinación entre las autoridades fiscales de Centroamérica y la República Dominicana que facilita este escenario.
7. Para más detalles, ver la resolución CMCA/CMH-RE-02/11/03, disponible en : [www.secma.org/Docs\\_DP.html](http://www.secma.org/Docs_DP.html).

## Referencias

- AVENDANO, R., N. GAILLARD y S. NIETO-PARRA (2011), "Are workers' remittances relevant for credit rating agencies?", *Review of Development Finance*: 1 (1), 57-78, Elsevier.
- BABECKÝ, I., L. KOMÁREK y Z. KOMÁRKOVÁ (2007), "Financial Integration of Stock Markets among New EU Member States and the Euro Area", *Czech Journal of Economics and Finance*, 57, No. 7-8.
- BANCO MUNDIAL (2012), Enterprise Surveys, disponible en: [www.enterprisesurveys.org](http://www.enterprisesurveys.org)
- BECK, T., A. DEMIRGÜÇ-KUNT y R. LEVINE (2000), "A New Database on Financial Development and Structure", *World Bank Economic Review* 14, pp. 597-605, actualizado en noviembre de 2008, Banco Mundial, Washington, DC.
- GUAIPATÍN, C. (2003), "Observatorio MIPYME: Compilación Estadística para 12 Países de la Región", Banco Interamericano de Desarrollo, Informe de trabajo, Washington, DC.
- OCDE (2000), *Financing Newly Emerging Private Enterprises in Transition Economies*, OCDE, París.
- OCDE (2005), *Improving Financial Literacy: Analysis of Issues and Policies*, OCDE, París.
- OCDE (2006), *The SME Financing Gap (vol. 1): Theory and Evidence*, OCDE, París.
- OCDE (2009), *Perspectivas Económicas de América Latina 2010: Migración y Remesas en América Latina*, OCDE, París.
- ONE (OFICINA NACIONAL DE ESTADÍSTICA) (2007), *Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos de los Hogares*, ONE, Santo Domingo.
- SHAH, H., A. CARVAJAL, G. BANNISTER, J. CHAN-LAU e I. GUERRA (2007), "Equity and Private Debt Markets in Central America, Panama and the Dominican Republic", *IMF Working Paper*, WP/07/288.
- WORLD ECONOMIC FORUM (2010), *The Global Competitiveness Report 2010-2011*, Ginebra.

## **ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICOS**

La OCDE constituye un foro único en su género, donde los gobiernos trabajan conjuntamente para afrontar los retos económicos, sociales y medioambientales que plantea la globalización. La OCDE está a la vanguardia de los esfuerzos emprendidos para ayudar a los gobiernos a entender y responder a los cambios y preocupaciones del mundo actual, como el gobierno corporativo, la economía de la información y los retos que genera el envejecimiento de la población. La Organización ofrece a los gobiernos un marco en el que pueden comparar sus experiencias políticas, buscar respuestas a problemas comunes, identificar buenas prácticas y trabajar en la coordinación de políticas nacionales e internacionales.

Los países miembros de la OCDE son: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Chile, Corea, Dinamarca, Eslovenia, España, Estados Unidos de América, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, Irlanda, Islandia, Israel, Italia, Japón, Luxemburgo, México, Noruega, Nueva Zelanda, Países Bajos, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, República Eslovaca, Suecia, Suiza y Turquía. La Unión Europea participa en el trabajo de la OCDE.

Las publicaciones de la OCDE aseguran una amplia difusión de los trabajos de la Organización. Estos incluyen los resultados de la compilación de estadísticas, los trabajos de investigación sobre temas económicos, sociales y medioambientales, así como las convenciones, directrices y los modelos desarrollados por los países miembros.

### **CENTRO DE DESARROLLO DE LA OCDE**

El Centro de Desarrollo de la OCDE, creado en 1962, es un fórum independiente, dedicado a facilitar el intercambio de información y el diálogo, en pie de igualdad, entre los países de la OCDE y las economías en desarrollo. En julio de 2012, 17 países no miembros de la OCDE son miembros plenos del Comité Directivo del Centro. El Centro se concentra en problemas estructurales emergentes susceptibles de tener un impacto en el desarrollo mundial y en temas más específicos que están en juego a la hora de promover el desarrollo en países emergentes y de renta media. Gracias a análisis fácticos y alianzas estratégicas, ayuda a los países a formular políticas innovadoras para responder a los desafíos mundiales de la globalización. Para más información sobre las actividades del Centro, por favor consultar en la página web: [www.oecd.org/dev](http://www.oecd.org/dev)

# El mercado de capitales en República Dominicana

## APROVECHANDO SU POTENCIAL PARA EL DESARROLLO

### Índice de materias

Capítulo 1. Situación y marco general de los mercados financieros

Capítulo 2. Contexto macroeconómico

Capítulo 3. Características y retos del sistema financiero

Capítulo 4. El mercado de deuda pública

Capítulo 5. El mercado de deuda privada y la regulación del mercado de capitales

Capítulo 6. Los inversionistas institucionales

Capítulo 7. Educación financiera, nuevos instrumentos y expansión de mercados

Por favor, cite esta publicación de la siguiente manera:

OCDE (2012), *El mercado de capitales en República Dominicana: Aprovechando su potencial para el desarrollo*, OECD Publishing.

<http://dx.doi.org/10.1787/9789264177680-es>

Este trabajo está publicado en OECDiLibrary, plataforma que reúne todos los libros, publicaciones periódicas y base de datos de la OCDE. Visite [www.oecd-ilibrary.org](http://www.oecd-ilibrary.org) y no dude en contactarnos para más información.