

Capítulo 4

El mercado de deuda pública**Resumen**

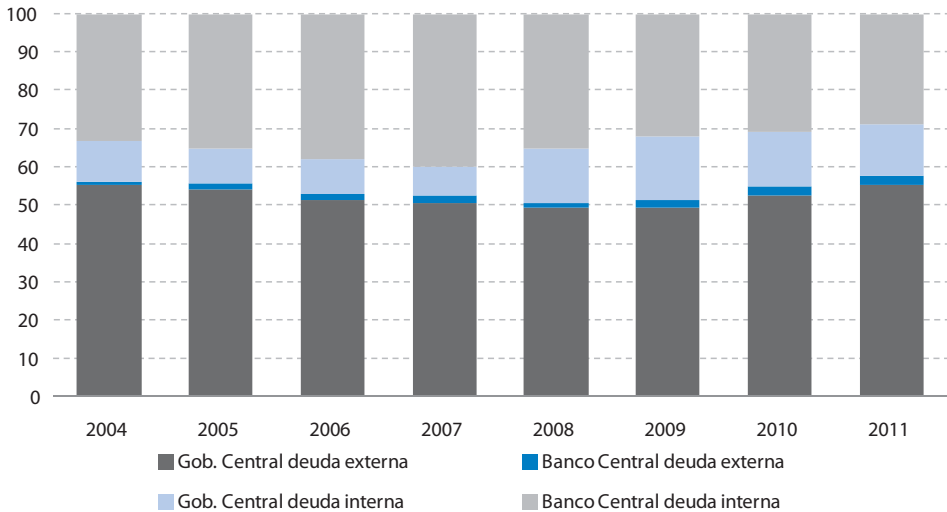
El Banco Central continúa siendo el principal emisor en el mercado interno y sus títulos representan más del doble de las emisiones del gobierno central. La falta de coordinación y los diferentes propósitos entre estos dos agentes en la emisión de la deuda interna lleva a diferenciales de tasas de interés 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).¹ A pesar de que el nivel está muy por debajo de los países de la OCDE,² 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.

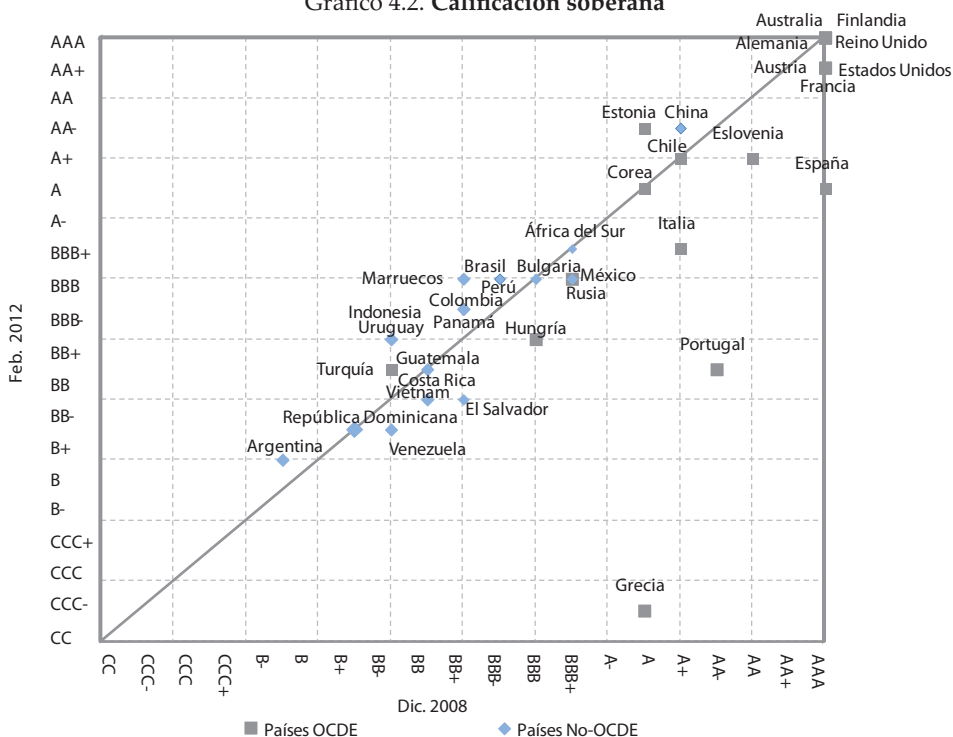
StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932607651>

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).³

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.⁴ 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.⁵

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

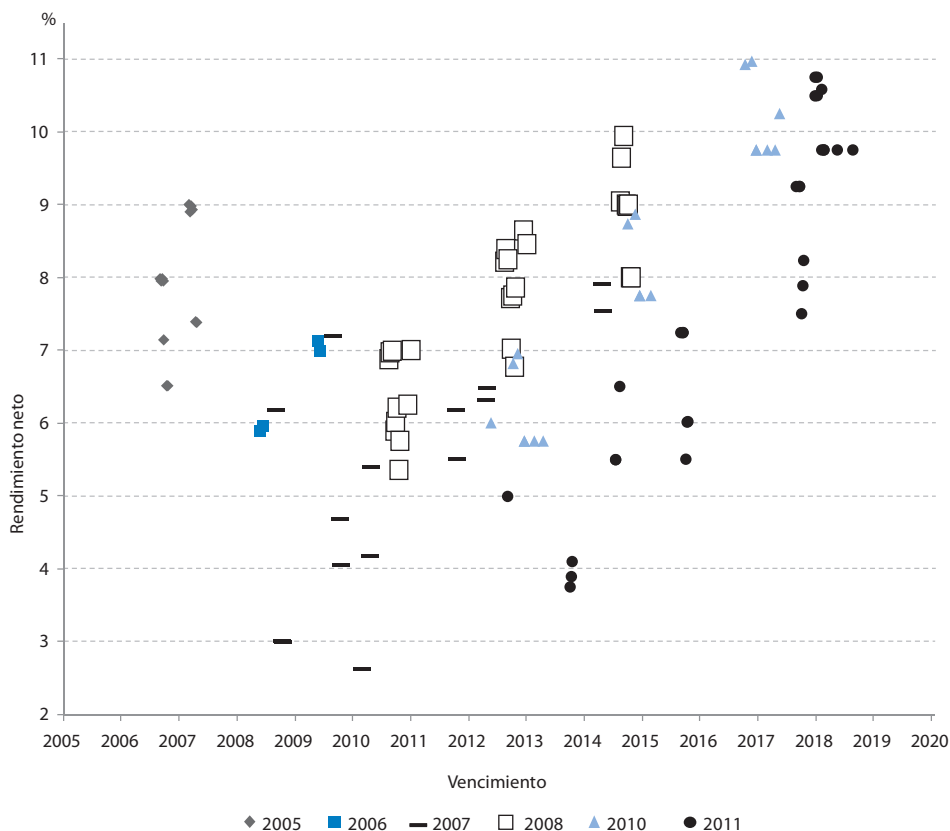
A diferencia de los países de la OCDE y de la mayoría de las economías emergentes, el principal emisor en el mercado doméstico de deuda pública es el Banco Central. Si bien el Ministerio de Hacienda ha empezado a tener un rol en el desarrollo del mercado de deuda interna, el Banco Central continúa siendo 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).⁶ 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.⁷ 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.⁸ Una participación restringida en las subastas y la poca desmaterialización de estos títulos pueden explicar estos altos diferenciales.⁹ 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.

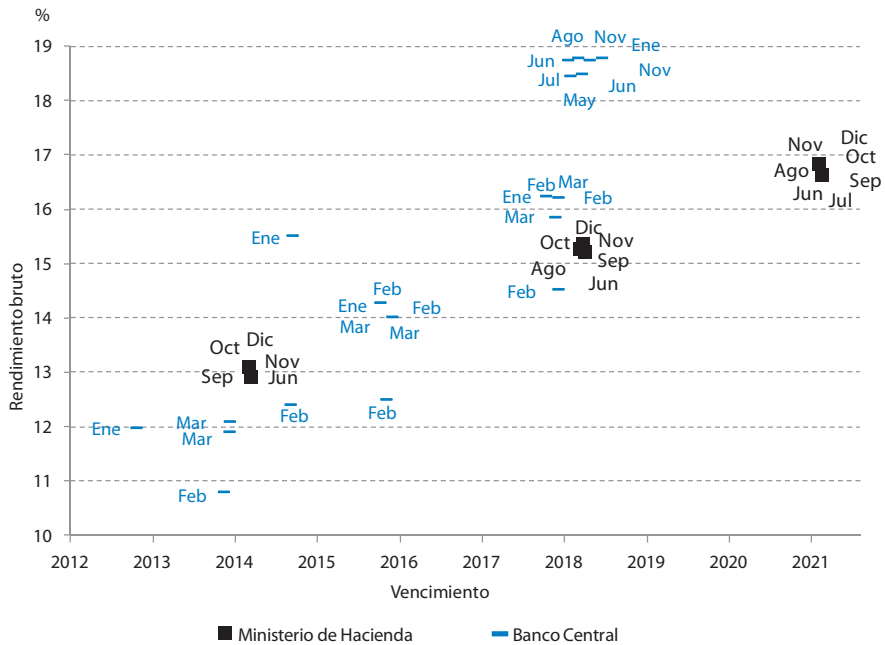
La implementación de una estructura institucional adecuada que permita la coordinación eficiente entre el Banco Central y la autoridad encargada de la gestión de deuda pública forma parte de la infraestructura básica para desarrollar el mercado de renta fija. A medida que la gestión de la deuda doméstica 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;¹⁰ *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).¹¹

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.¹² 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).¹³ 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.¹⁴

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

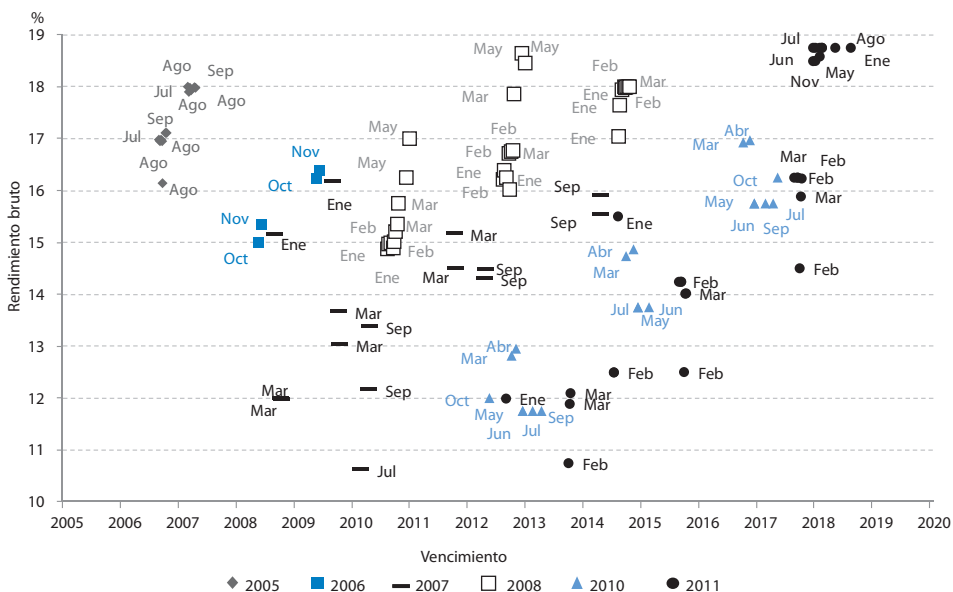


Nota: Los títulos del Banco Central incluidos corresponden a Certificados Desmaterializados y las Notas del Banco Central. Las etiquetas de las series corresponden al mes de la subasta.

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
- 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.



From:
Capital Markets in the Dominican Republic
Tapping the Potential for Development

Access the complete publication at:
<https://doi.org/10.1787/9789264177628-en>

Please cite this chapter as:

OECD (2012), “El mercado de deuda pública”, in *Capital Markets in the Dominican Republic: Tapping the Potential for Development*, OECD Publishing, Paris.

DOI: <https://doi.org/10.1787/9789264177680-7-es>

El presente trabajo se publica bajo la responsabilidad del Secretario General de la OCDE. Las opiniones expresadas y los argumentos utilizados en el mismo no reflejan necesariamente el punto de vista oficial de los países miembros de la OCDE.

This document and any map included herein are without prejudice to the status of or sovereignty over any territory, to the delimitation of international frontiers and boundaries and to the name of any territory, city or area.

You can copy, download or print OECD content for your own use, and you can include excerpts from OECD publications, databases and multimedia products in your own documents, presentations, blogs, websites and teaching materials, provided that suitable acknowledgment of OECD as source and copyright owner is given. All requests for public or commercial use and translation rights should be submitted to rights@oecd.org. Requests for permission to photocopy portions of this material for public or commercial use shall be addressed directly to the Copyright Clearance Center (CCC) at info@copyright.com or the Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) at contact@cfcopies.com.