

## 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.

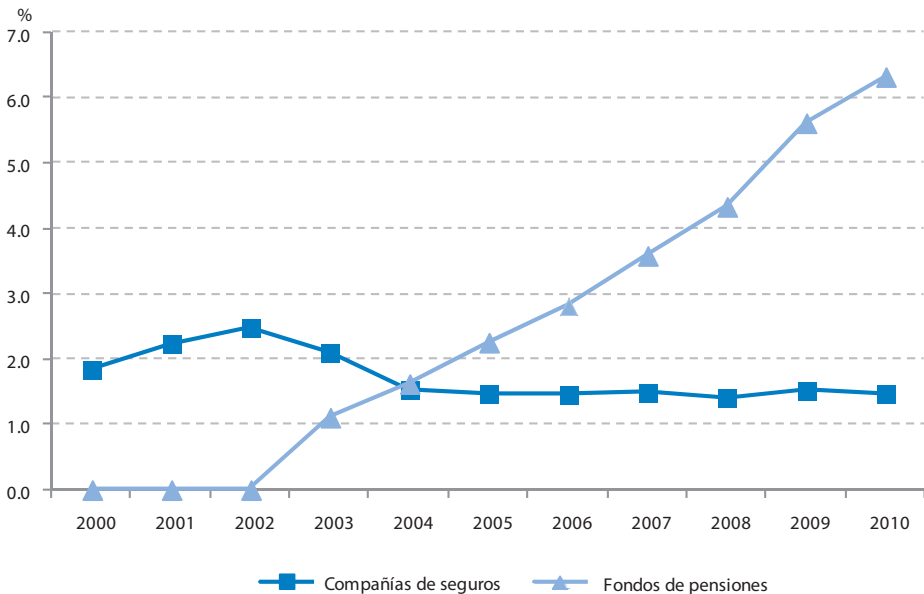
Este potencial es particularmente atractivo debido a que muchos inversionistas institucionales tienen mayores incentivos a invertir en activos de largo plazo y relativamente menos líquidos. En el caso de los fondos de pensiones, obedece a la naturaleza acumulativa de sus activos y la estructura a largo 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)



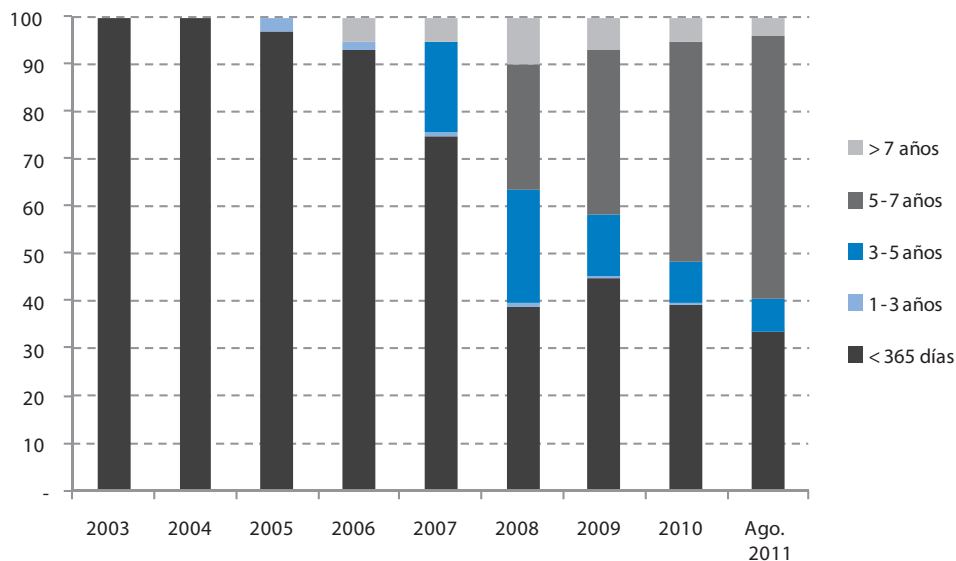
Fuente: Superintendencia de Seguros, Superintendencia de Pensiones, Banco Central de República Dominicana.

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

Las Administradoras de los Fondos de Pensiones (AFP) 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.

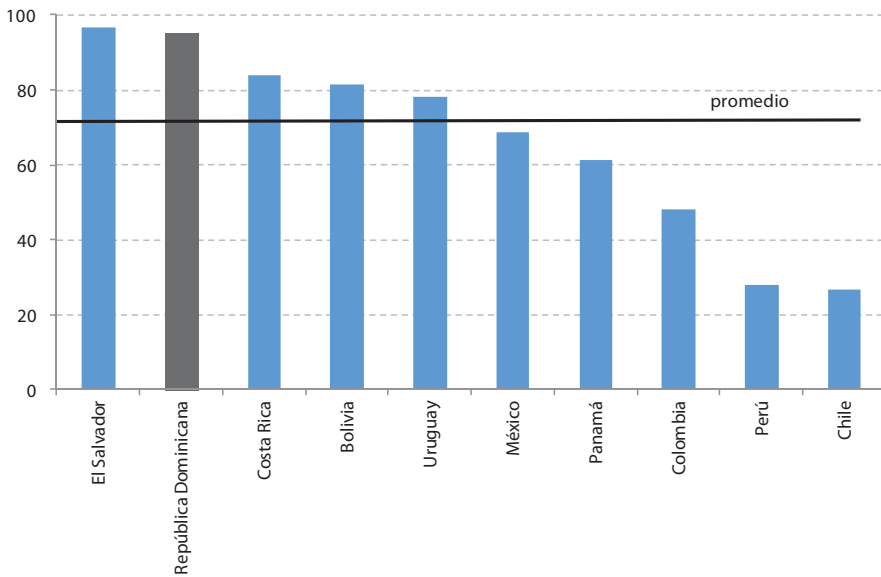
StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932607860>

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>

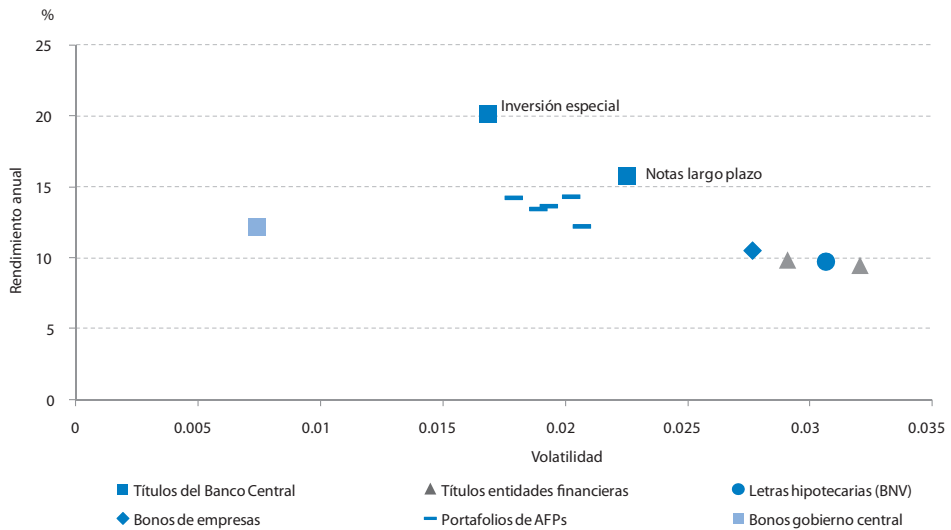
La concentración de los portafolios de las AFPs en instrumentos de deuda pública se explica por su elevado rendimiento-riesgo con respecto a las demás opciones de inversión. El Gráfico 6.4 muestra que los instrumentos de deuda pública son superiores a los de deuda privada tanto en mayor rendimiento como 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.

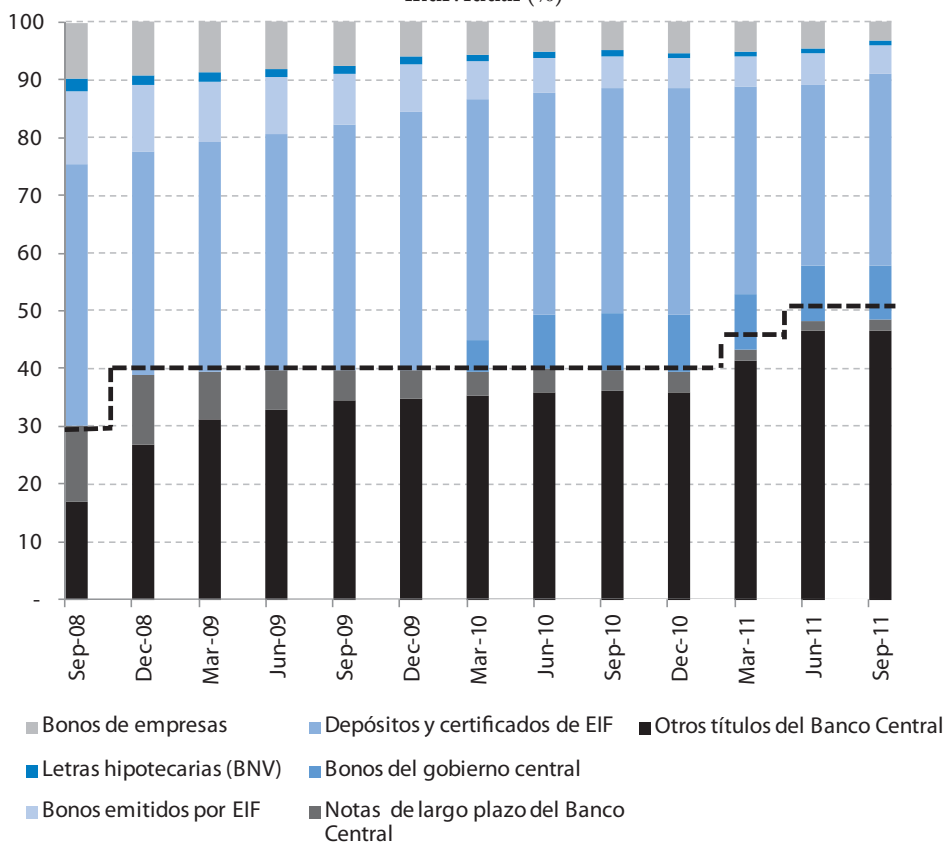
Fuente: Centro de Desarrollo de la OCDE con base en Superintendencia de Pensiones.

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.

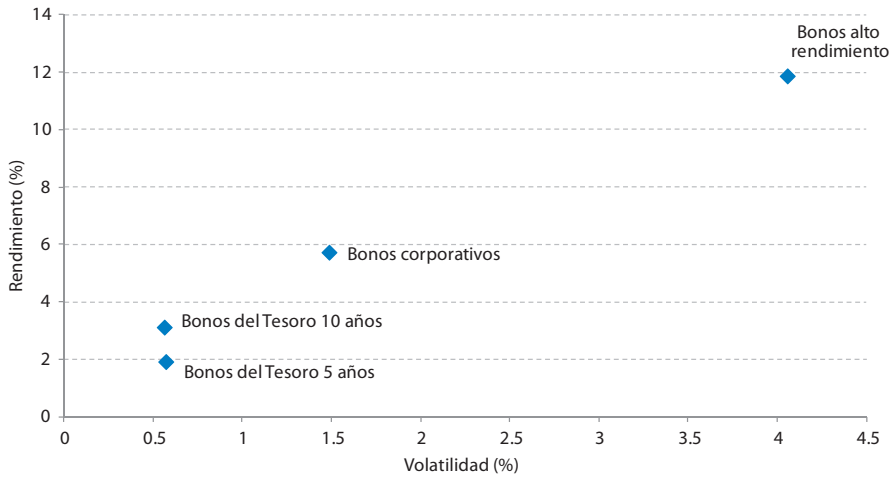
Así mismo, la regulación dominicana contiene los principios prudenciales que la OCDE impulsa en sus recomendaciones, aún si esta regulación no cita explícitamente la regla de Persona Prudente. La Ley 87 de 2001 establece la custodia de las inversiones de las AFPs por parte del Banco Central y define 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.



**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), “Los inversionistas institucionales”, in *Capital Markets in the Dominican Republic: Tapping the Potential for Development*, OECD Publishing, Paris.

DOI: <https://doi.org/10.1787/9789264177680-9-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](mailto: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](mailto:info@copyright.com) or the Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) at [contact@cfcopies.com](mailto:contact@cfcopies.com).