

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.

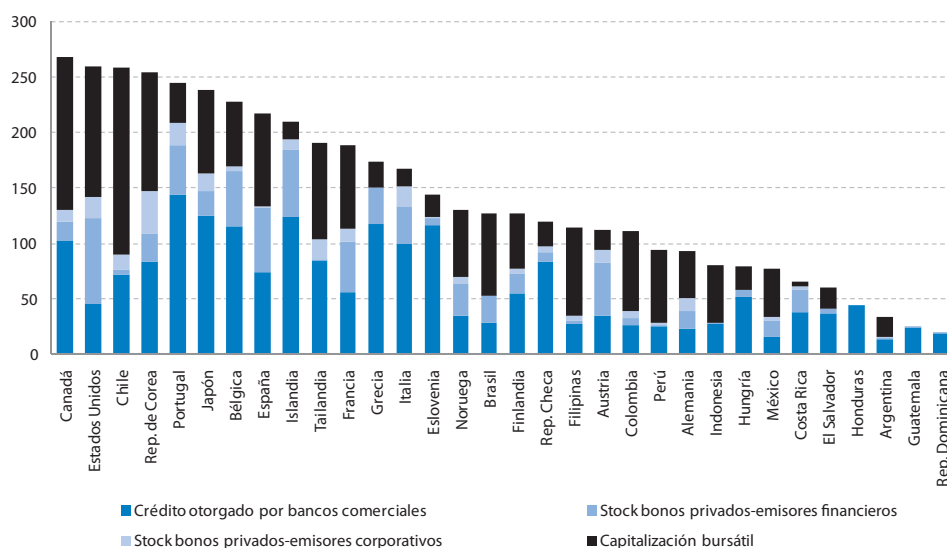
Igualmente, en los últimos años se han observado mejoras en el marco institucional del mercado de deuda emitida por el Estado. La legislación relacionada con la gestión de deuda pública permitió la creación en 2006 de la Dirección General de Crédito Público en el Ministerio de Hacienda como órgano rector 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.¹ 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.² 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.³

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
- 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.



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), "Situación y marco general de los mercados financieros", in *Capital Markets in the Dominican Republic: Tapping the Potential for Development*, OECD Publishing, Paris.

DOI: <https://doi.org/10.1787/9789264177680-4-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.