



**REPÚBLICA DOMINICANA**

*Ministerio de Hacienda*

**ESTRATEGIA PARA LA IMPLEMENTACIÓN DE UN MERCADO DE VALORES  
DE DEUDA PÚBLICA EN LA REPÚBLICA DOMINICANA**

**Santo Domingo, República Dominicana**

**Septiembre 2010**

## Tabla de Contenidos

<b>ACRÓNIMOS</b> .....	<b>3</b>
<b>SECCION I: INTRODUCCIÓN</b> .....	<b>4</b>
ANTECEDENTES DE LA ESTRATEGIA .....	4
RESUMEN DE ACCIONES ACORDADAS .....	5
<b>SECCIÓN II: LOS OBJETIVOS DEL GOBIERNO</b> .....	<b>5</b>
LA IMPORTANCIA DEL MERCADO DOMÉSTICO.....	5
LA VISIÓN DEL GOBIERNO .....	7
<b>SECCION III: LA ESTRATEGIA FUTURA</b> .....	<b>9</b>
EL MARCO MACROECONÓMICO .....	9
<i>Política Fiscal</i> .....	9
<i>Administración de la Deuda</i> .....	10
<i>Mercado de Dinero</i> .....	11
<i>Déficit Cuasi-Fiscal</i> .....	14
MERCADO PRIMARIO .....	15
<i>Mercado Primario: Oferta</i> .....	15
<i>Mercado Primario: Demanda</i> .....	16
MERCADO SECUNDARIO .....	17
<i>Marco Regulatorio y el Mercado OTC</i> .....	17
<i>Con respecto a los impuestos</i> .....	20
<i>Creación de Mercado</i> .....	20
<i>Ampliando el Mercado</i> .....	21
<i>CEVALDOM</i> .....	22
<b>SECCIÓN IV: EJECUTANDO LA ESTRATEGIA</b> .....	<b>23</b>
<b>ANEXO A: CRONOGRAMA Y RESUMEN DE ACCIONES ACORDADAS</b> .....	<b>25</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA</b> .....	<b>28</b>

## ACRÓNIMOS

AFP	Administradoras de Fondos de Pensiones
ASB	Acuerdo <i>Stand By</i>
ASD	Análisis de Sostenibilidad de Deuda
BCRD	Banco Central de la República Dominicana
BVRD	Bolsa de Valores de la República Dominicana
CMCA	Consejo Monetario Centroamericano
CDEEE	Corporación Dominicana de Empresas Eléctricas Estatales
CdD	Consejo de Deuda
CEVALDOM	Depósito Centralizado de Valores
DGCP	Dirección General de Crédito Público
DIGEPRES	Dirección General de Presupuesto
FMI	Fondo Monetario Internacional
IIF	Instituto Internacional de Finanzas
MH	Ministerio de Hacienda
MTDS	Estrategia de Gestión de Deuda de Mediano Plazo
OMAs	Operaciones de Mercado Abierto
OTC	<i>Over the Counter</i> (Fuera de Bolsa)
SIPEN	Superintendencia de Pensiones
SIV	Superintendencia de Valores
SUPBAN	Superintendencia de Bancos
TN	Tesorería Nacional
UPF	Unidad de Análisis de Política Fiscal

## SECCION I: INTRODUCCIÓN

1. Este documento es un resumen de la estrategia detallada y plan de acción para el desarrollo del mercado de valores de deuda pública en la República Dominicana. Ha sido preparado por el Ministerio de Hacienda, y se han consultado otros participantes del mercado como el BCRD, CEVALDOM, la SIV, la SUPBAN y la SIPEN para la elaboración del mismo. La estrategia que se resume a continuación es un trabajo en proceso y servirá como base para desarrollar la visión del Gobierno sobre el desarrollo del mercado de valores públicos oficiales. De igual forma, servirá como un plan de acción para el Gobierno y se espera que a medida que se logre un consenso entre los participantes del mercado, se agregaría al documento las acciones a tomar por otras partes involucradas en el desarrollo de los mercados de capitales.

### **Antecedentes de la Estrategia**

2. La importancia de un eficiente mercado de valores de deuda pública, tanto para los objetivos de gestión de deuda como para la economía en general, no está en duda. Este objetivo está plenamente reconocido por el Gobierno, hecho que se evidencia por las iniciativas tomadas a través de los últimos años para lograrlo. En noviembre de 2009 el FMI aprobó un *Acuerdo Stand-By* de 28 meses para apoyar a las autoridades en restablecer los logros macroeconómicos de los últimos años<sup>1</sup>. Dentro de las reformas estructurales propuestas en el ASB está el desarrollo de los mercados domésticos de capitales y de gestión de deuda, con miras a disminuir el riesgo país y los costos de endeudamiento de la economía.

3. El FMI señala en su reporte del Artículo IV de mayo 2010<sup>2</sup> que “aunque el sistema financiero sigue mejorando, la inversión privada podría crecer más rápido si los costos de endeudamiento disminuyen. Los esfuerzos de las autoridades para lograr la consolidación fiscal a mediano plazo contribuirán a la reducción de las tasas de interés a largo plazo y fomentarán la inversión privada. Sin embargo, hay espacio para tomar acciones en el corto plazo, a medida que las condiciones de mercado no reflejen (a veces) los fundamentos subyacentes de la economía. Para solucionar este problema, las autoridades diseñarán para Septiembre de 2010 un plan para: (i) desarrollar los mercados de capitales, (ii) adoptar una estrategia de gestión de la deuda, y (iii) reducir la percepción del riesgo país y los costos de endeudamiento en la economía, incluyendo una mayor comunicación con los organismos internacionales participantes en el mercado de capitales. La aplicación de la estrategia se convertirá en puntos de referencia estructurales para el resto del programa.”

4. Este documento cumple con los requisitos en materia de desarrollo del mercado de capitales, el primer literal en la lista anterior. El documento estratégico hace énfasis en el desarrollo del mercado de bonos públicos, sin embargo, la

---

<sup>1</sup> IMF EBS 10/58, marzo 2010

<sup>2</sup> IMF Country Report No. 10/135, mayo 2010

relevancia que tiene el mismo para el desarrollo del resto del mercado de capitales es ampliamente reconocida.

5. En la sección II de este documento se establecen los objetivos y visión del Gobierno en el desarrollo de la estrategia; en la sección III se proporciona el núcleo de la estrategia y las acciones a tomar en el corto plazo, por último en la sección IV se detalla la coordinación interinstitucional necesaria para el desarrollo a mediano plazo de la estrategia.

### **Resumen de Acciones Acordadas**

6. El calendario de las acciones acordadas y las principales responsabilidades se resumen en el Anexo A (el orden de las acciones en el calendario no es exactamente el mismo que en el texto infrascrito). El desarrollo del mercado de capitales es un proyecto, por lo que las medidas a tomar deben ser secuenciales, y se debe identificar los potenciales obstáculos. Por otra parte, las acciones en sí pueden tener distintas naturalezas, algunas son altamente específicas y pueden ser realizadas en el corto plazo, mientras que otras, particularmente aquellas relacionadas a la reforma del mercado de dinero, tendrán que realizarse en un plazo más largo. De hecho, el desarrollo del mercado de dinero es un gran proyecto en sí mismo, por lo que los detalles y el calendario tendrán que ajustarse a medida que se implemente el mismo.

7. Varios organismos estarán involucrados en llevar adelante la estrategia. Por este motivo, el Gobierno establecerá un Grupo de Dirección y un Comité Técnico de apoyo con representantes de las personas con mayor vinculación a la responsabilidad de completar el plan de acción establecido.

## **SECCIÓN II: LOS OBJETIVOS DEL GOBIERNO**

### **La Importancia del Mercado Doméstico**

8. Varios Gobiernos alrededor del mundo han reconocido la importancia de un eficiente mercado de valores de deuda pública, tanto para los objetivos de la gestión de la deuda pública como para la economía en general. Muchos gobiernos incluyen el desarrollo del mercado como un objetivo formal de la gestión de deuda, junto con el objetivo de cubrir sus necesidades de financiamiento al menor costo en el mediano plazo, consistente con un nivel prudente de riesgo.<sup>3</sup>

9. Para un gobierno, la posibilidad de vender deuda en el mercado local reduce el riesgo de portafolio, especialmente el riesgo de mercado, reduciendo la exposición al riesgo cambiario, es decir, los movimientos bruscos de moneda extranjera. Además se expande la posibilidad de acceso a los fondos, lo cual puede ser particularmente importante en una crisis financiera donde la probabilidad de ocurrencia de frenazo súbito en los flujos de capitales externos es mayor, o donde el costo de financiamiento es excesivamente alto. Durante los primeros meses de la reciente crisis financiera los mercados financieros mundiales estuvieron cerrados y los gobiernos se enfrentaron a la incertidumbre acerca del

---

<sup>3</sup> Banco Mundial y FMI (2003)

refinanciamiento de los vencimientos de sus grandes deudas. El acceso al mercado local provee una fuente de resistencia frente a dichas crisis ya que atenúa el menor flujo de capital externo. Una ventaja a mediano plazo es la reducción de los costos de los fondos, a través de la prima por liquidez<sup>4</sup> y competencia en un mercado eficiente.<sup>5</sup>

10. Una mayor eficiencia en el mercado de bonos públicos también es importante para el sector privado, mediante su rol como catalizador en la construcción de un mercado financiero más amplio, en particular el mercado de dinero y mercado de renta fija, facilitando la intermediación y el flujo de fondos entre prestamistas y prestatarios. En concreto, un mercado de valores públicos líquido ofrece:

- a. Un activo libre de riesgo para su uso como colateral (por lo que es más fácil para los intermediarios financiar sus balances)
- b. Un activo libre de riesgo para el desarrollo de eficientes portafolios de activos, facilitando a los administradores de portafolio la construcción de sus perfiles preferidos de costo y riesgo. En términos técnicos, los títulos públicos “completan” el mercado.
- c. Una referencia de precios: los bonos corporativos y otros instrumentos pueden ser valorados contra la curva de rendimiento de los bonos del gobierno, y el mercado de bonos de deuda pública puede ser utilizado por los emisores e intermediarios para protegerse contra las fluctuaciones en el nivel general de las tasas de interés. Esto no sólo aplica a la valoración de bonos corporativos y otros productos crediticios, sino también a los repos, futuros de tasas de interés, y otros mercados de derivados, incluyendo el mercado de swap de tasas de interés.

11. Un mercado eficiente y líquido de renta fija provee beneficios para la economía en general, por la mejora en la colocación de los recursos mediante la canalización efectiva del ahorro nacional e internacional en las inversiones domésticas, y la diversificación de las oportunidades de inversión para inversionistas particulares e instituciones. Se han identificado cinco ventajas del desarrollo del mercado de bonos del sector privado: (i) distribuye la tensión del sector bancario al diversificar los riesgos crediticios a través de la economía, (ii) suministra fondos a largo plazo para necesidades de inversión a largo plazo, (iii) proporciona productos de inversión a largo plazo para el ahorro de largo plazo y un menor costo de fondos por la captura de una prima de liquidez, (iv) dota a los productos financieros de flexibilidad para satisfacer las necesidades específicas de los inversionistas y prestatarios, y (v) mayor eficiencia en la reasignación de

---

<sup>4</sup> Mientras más líquido es un valor, más fácil y menos costoso es para que los inversionistas lo vendan, y mientras menos sea la prima de liquidez del valor cuando es emitido. En el Mercado secundario, liquidez refleja la habilidad para comprar y vender aproximado al precio de Mercado.

<sup>5</sup> “Eficiencia” significa bajo costos de transacción, liquidez saludable, procesos de mercado competitivos con alto nivel de heterogeneidad entre los participantes, bajos costos de transacción, ahorro y un asentamiento fuerte y una custodiada infraestructura, alta capacidad de sustitución entre los instrumentos financieros, y un “conocimiento de mercado” (que permite el uso productivo de valores al total plazo de vencimiento y una mejor colocación de capitales en la economía.)

<sup>6</sup> Banco Mundial y el FMI (2001), página 361

capital. Estas son características que deben emerger a medida que una economía se desarrolla y crece. Al proveer plazos más largos, a tasas fijas, y fondeo en moneda local, los bonos del sector privado ayudan a reducir el riesgo de tasa de interés, cambiario y de refinanciamiento, dando mayor capacidad de adaptarse a un mercado financiero más amplio. El poder compartir la infraestructura, tanto física (como plataforma de negociación y sistemas de conciliación), y las habilidades inherentes de los creadores de mercado por ejemplo, ayuda a disminuir los costos.

12. Por lo tanto, existe un creciente consenso en que el desarrollo de los mercados financieros no sólo reduce los costos de financiamiento, sino que hace más eficiente la política financiera del gobierno, incrementa el ahorro y por lo tanto la inversión, impulsando el crecimiento económico<sup>7</sup>. En este sentido, un mercado de bonos doméstico desarrollado es un objetivo que se justifica tanto en sus propios términos, y que contribuye específicamente a los gestores de deuda, minimizando los costos de financiar las necesidades de endeudamiento del Gobierno, sujetas a riesgo. El beneficio relativo a un mercado financiero más desarrollado se transmite a los mercados relacionados, en particular el mercado de dinero, facilitando directamente una efectiva y eficiente política monetaria.

### **La Visión del Gobierno**

13. Por estas razones, el Gobierno está plenamente comprometido con el desarrollo del mercado doméstico de deuda pública. Su enfoque de política será impulsado por la visión de un mercado de bonos públicos que:

- a. Sea competitivo y líquido, y proporcione el acceso al financiamiento que se requiere para la ejecución efectiva de la estrategia de gestión de deuda del Gobierno a tasas de interés que estén en línea con los fundamentos macroeconómicos.
- b. Sustente el desarrollo y la capacidad de recuperación del mercado financiero en su conjunto, en particular el mercado de renta fija, facilitando la intermediación y el flujo de fondos entre prestamistas y prestatarios, con beneficios a largo plazo para la asignación de recursos y el crecimiento económico.

14. Para este fin, el Gobierno ha identificado las siguientes características claves:

- a. El mantenimiento de una política macroeconómica creíble y estable, que sea consistente con la sostenibilidad de la deuda a largo plazo.
- b. Un mercado de dinero en buen funcionamiento que apoya plenamente el control de la conducta monetaria a través de instrumentos basados en el mercado. También facilita una gestión más activa de manejo de flujos de caja de corto plazo del Gobierno.

---

<sup>7</sup> Zsófia Arvai and Geoffrey Heenan (2008)

- c. El Gobierno Central emite deuda pública en el mercado local de deuda, mientras que el BCRD realiza operaciones de mercado abierto (OMAs) con claros objetivos de política monetaria - utilizando el stock de deuda pública soberana disponible en el mercado.
- d. Un mercado primario de bonos públicos que sea transparente y predecible, donde el Gobierno emite un rango de bonos con vencimientos de hasta 20 años, teniendo en cuenta las necesidades de los inversionistas y en montos suficientes para facilitar la liquidez del intercambio en el mercado secundario. El Gobierno también es absolutamente capaz de realizar operaciones en el mercado secundario, como el intercambio y/o recompra de bonos, con el propósito de cumplir con las metas del portafolio de deuda, manejar el flujo de caja de manera eficiente, remover las distorsiones del mercado o de otra manera responder a las necesidades del mercado.
- e. Un mercado secundario de bonos públicos donde las transacciones son a bajo costo (con cuotas mínimas y una brecha estrecha entre el precio más alto dispuesto a pagar por el comprador del bono y el más bajo a vender por el vendedor), y (a excepción de las transacciones mayores), pueden ser logradas mediante la gama de títulos públicos sin mover el mercado. Los inversionistas serían atendidos por un grupo de creadores de mercado competitivos que, a cambio de crear mercado para todos los inversionistas, tienen acceso directo al mercado primario. El Ministerio de Hacienda tiene el objetivo específico de que para el 2015 la rotación anual de los bonos MH debe ser por lo menos dos veces el valor de los títulos en circulación.
- f. Diversos participantes del mercado -bancos, corredores de bolsa, fondos de pensiones y de seguros, otras instituciones financieras no bancarias, y otras compañías e individuos- que son capaces de realizar decisiones de inversión restringidos mayormente sólo por sus propias necesidades fiduciarias, comerciales o prudenciales, por lo que los reguladores de mercado y sectoriales son un punto necesario para una buena práctica de mercado, el entendimiento por parte de los participantes y el manejo de riesgo.
- g. Una infraestructura de mercado que contribuya al desarrollo y la fortaleza de mercados financieros más amplios. Las características necesarias incluyen mecanismos de compensación de bonos parsimoniosos y seguros de bonos y otros valores que continúan siendo desmaterializados, un marco impositivo no distorsionante, un marco jurídico claro, requerimientos de contabilidad y requerimientos de divulgación de información, presentación de cuentas sin ambigüedades, y la regulación del mercado que con éxito crea el balance entre la necesidad de mantener confianza en la integridad del mercado con la prevención de provisiones que impongan costos innecesarios para los participantes. Hay una mayor transparencia y eficacia con la implementación de sistemas y convenciones para transar, en conjunto con el reporte de los precios y las transacciones generadas.



- h. Desarrollar mercados paralelos, de forma más inmediata los mercados de contratos de recompra (repos); y a mayor plazo, los mercados de futuros y mercados de derivados.

### **SECCION III: LA ESTRATEGIA FUTURA**

#### **El Marco Macroeconómico**

##### **Política Fiscal**

15. El gobierno reconoce la importancia que tiene para los inversionistas, tanto domésticos como extranjeros, el mantener un compromiso creíble con políticas fiscales sostenibles y condiciones monetarias estables.

16. Observadores externos han reconocido la habilidad de la República Dominicana en lograr un crecimiento positivo del PIB en 2009 – el más alto crecimiento del PIB en América Latina– lo que hace notar la capacidad de las políticas monetaria y cambiaria para manejar choques externos y mitigar el impacto de condiciones externas adversas sobre la actividad económica doméstica<sup>8</sup>. Además, en el reciente ASB se estipula un marco para la estabilidad fiscal. En el corto plazo, el Gobierno está implementando una política anticíclica, a través de una política fiscal expansionista y una política monetaria acomodaticia, para contrarrestar los efectos de la crisis financiera mundial en la economía. A mediano plazo se ha comprometido a una consolidación fiscal gradual para asegurar la sostenibilidad fiscal y el retorno de la deuda pública/PIB a una tendencia decreciente. Al mismo tiempo, reconociendo la importancia de aumentar el potencial de crecimiento y el mantenimiento de una fuerte expansión de la actividad económica, el Gobierno pondrá en marcha una serie de reformas estructurales en áreas claves. Estas incluyen reformas institucionales encaminadas a fortalecer la gestión financiera pública para permitir la adopción de un marco de gastos a mediano plazo para apoyar la consolidación fiscal. Otras reformas incluyen lograr una mayor recaudación de impuestos mediante la mejora de la administración tributaria, el fortalecimiento de aplicación de la legislación en materia de impuestos sobre los carburantes, la limitación de las exenciones de impuestos e incentivos; y reformar el sector eléctrico. Las reformas del sector financiero y monetario incluyen una mayor supervisión bancaria y la aplicación de metas de inflación para ayudar a controlar la inflación y anclar las expectativas, eso contribuirá a salvaguardar la estabilidad financiera.

17. El resultado de este programa será reducir las vulnerabilidades expuestas durante la crisis global, y sentar las bases para una recuperación gradual y un crecimiento sostenible.

18. Un obstáculo en incrementar la confianza de los inversionistas nacionales e internacionales es la falta de información fiscal accesible, oportuna y fácil de entender acerca de la ejecución presupuestaria y el desempeño fiscal. El MH

---

<sup>8</sup> Vea Standard & Poor's (2010) y Moody's (2010). El reporte de Moody's también nota que "los eventos del último año confirmaron que un espacio fiscal reducido y el acceso limitado al financiamiento de Mercado restringe la capacidad del gobierno para adoptar medidas contracíclicas."

(DIGEPRES) actualmente publica datos de ejecución mensual del gasto y datos de ingreso en gran detalle, y el MH, en el futuro, tiene la intención de publicar informes sobre el desempeño fiscal y datos de ejecución presupuestaria en un formato fácil de leer.

### **Acción Acordada**

- La Unidad de Análisis de Política Fiscal (UPF) del MH publicará mensualmente un reporte de seguimiento de las cuentas fiscales.

### **Administración de la Deuda**

19. La creación de la DGCP en 2006 y su posterior desarrollo, ha sido ampliamente reconocida como una reforma importante. La DGCP ha sido distinguida por mejorar la transparencia, así como por el suministro de información detallada de los datos de deuda pública, así como con la creación de un mercado interno de capitales de los bonos del gobierno, un gran paso adelante en términos de fortaleza financiera e institucional.<sup>9</sup>

20. En el último año se han logrado avances sustanciales con el fortalecimiento de la política de administración de deuda de la DGCP, y con la mejora en las capacidades de gestión de deuda tanto de política como de ejecución, al construir las áreas del Front y el Middle Office, y el Back Office reteniendo su fortaleza inicial. Una fuerte capacidad de manejo de la deuda en la DGCP es un factor importante para mejorar no sólo la calificación crediticia del país, sino también la construcción de confianza de los inversionistas en el mercado local de deuda pública.

21. El Gobierno concede especial importancia en desarrollar su estrategia de gestión de la deuda. Anteriormente el Gobierno concentró la estrategia de gestión de deuda en su "Plan de Gestión de Deuda y Financiamiento para el 2009". Sin embargo, actualmente se está trabajando en un completo MTDS, junto con un análisis de sostenibilidad de la deuda más sofisticado (ASD), los cuales han sido publicados junto al presupuesto del 2011 presentado al Congreso. Esto proporciona un importante sustento técnico al mercado y a la confianza de los inversionistas, ya que el Gobierno está determinado en mejorar la resistencia de la economía a shocks futuros, reduciendo así las vulnerabilidades inherentes al tamaño y composición del portafolio de la deuda.

22. El Gobierno continuará fortaleciendo la capacidad de la DGCP, de acuerdo con las mejores prácticas internacionalmente reconocidas. Además, le agrega

---

<sup>9</sup> Vea por ejemplo Moody's (2010) quien también nota que "la oficina también ha obtenido una alta calificación en el Instituto de Finanzas Internacionales, que coloca a la República Dominicana entre los 10 principales mercados emergentes en términos de las prácticas de difusión de datos y las prácticas de relaciones con los inversores." Por supuesto, sigue habiendo retos importantes, Moody también nota esto cuando señala que, entre otras vulnerabilidades, "el riesgo de tipo de cambio" es un factor relevante cuando las obligaciones financieras de un país están expresadas en una moneda extranjera en una parte significativa de la deuda del gobierno. Aunque las vulnerabilidades de financiamiento externo han decrecido en línea con el aumento de las reservas internacionales, todavía queda una preocupación sobre la habilidad limitada que tiene para manejar los shocks de la balanza de pagos."

importancia a la atracción y mantenimiento de un equipo de trabajo profesional plenamente preparado, asegurando que posean los sistemas y entrenamientos necesarios.

## **Mercado de Dinero**

23. La importancia de un mercado de dinero más desarrollado para el mercado de bonos ha sido resaltado anteriormente:<sup>10</sup>

- a. Un mayor uso de métodos (indirectos) basados en el mercado para implementar política monetaria por parte del BCRD.
- b. Sistemas de gestión adecuados que provean estimados confiables de los flujos futuros de caja del Gobierno y proyecciones de la liquidez bancaria agregada.
- c. La presencia de bancos y otras instituciones financieras con incentivos para desarrollar servicios eficientes de manejo de riesgo y liquidez.

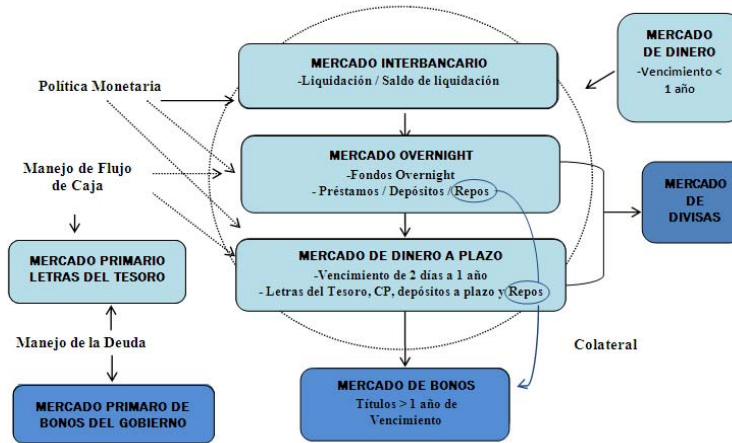
24. Un mercado de dinero eficiente estimula el desarrollo de mercados de valores de deuda más activos, a través de la disminución de la prima de riesgo de liquidez y permitiendo que los inversionistas mantengan portafolios más grandes con instrumentos de largo plazo. El acceso a la liquidez y a los valores es vital para el buen funcionamiento de las transacciones secundarias. Esto debe evolucionar en paralelo al mercado de valores del Gobierno. Un mercado de dinero más desarrollado también ayuda a promover la emisión de certificados de depósitos negociables, pagarés y papeles comerciales. Como en el caso de la deuda del Gobierno, los mercados de activos en instrumentos de corto plazo apoyan al desarrollo de mercado de bonos corporativos de largo plazo. Algunas de estas interacciones entre estos mercados son ilustradas en la figura 12.11

---

<sup>10</sup> Banco Mundial (2007). Los autores también notan que el desarrollo activo del Mercado de Dinero se puede ver afectado por la falta de un contrato macro de repos y mecanismos adecuados de compensación y liquidación, así como la falta de transparencia concerniente a los precios, índices y volumen de títulos transados del Mercado de Dinero.

<sup>11</sup> Mike Williams (2010), página 12. Este documento elabora cómo un manejo eficiente y activo de la caja del gobierno puede contribuir al desarrollo de un mercado financiero.

**Figura 12: Mercado de Dinero, Interacción con otros Mercados Financieros**



25. El mercado de dinero en la República Dominicana tiene espacio para mejora:
- El BCRD emitió un gran volumen de valores para controlar la liquidez del mercado doméstico, situación que surgió como respuesta a la crisis del 2002-2003. Por lo tanto, para controlar el impacto de liquidez que tuvo la asistencia a los bancos, el BCRD ha emitido una cantidad significativa de certificados. El BCRD ha mantenido un volumen sustancial de emisión: el volumen de las notas y certificados en manos del público hasta Junio 2010 estuvo por encima de RD\$200 mil millones, en comparación con los bonos de MH, cuyo volumen es de RD\$35 mil millones.
  - La deuda del BCRD es emitida en forma física, pero se han tomado pasos importantes para comenzar a desmaterializar sus instrumentos antes de fin de año. En el pasado, una cantidad considerable de la deuda pendiente del BCRD se colocaba directamente en el mercado pero con la política monetaria expansiva implementada en los últimos dos años, una cantidad significativa de esos instrumentos, colocados directamente al público, no fueron renovados y su monto ha disminuido considerablemente.
  - El manejo de caja del Gobierno es uno de los siguientes pasos que el MH tomará, con el fin de mejorar las proyecciones del flujo de caja y usar de manera activa letras del Tesoro para gestionar los flujos de efectivo durante el año.
  - El mercado interbancario no es muy activo. Los préstamos interbancarios en el 2009 sólo sumaron RD\$20 mil millones,<sup>12</sup> una pequeña suma en comparación con los balances de los bancos. En la práctica,

<sup>12</sup> Fuente: Sitio web BCRD

históricamente, los bancos parecen preferir depositar sus superávits de efectivo en el BCRD antes que con ellos mismos.

- e. No existe un mercado privado de Repos (contratos de recompra). En el 2008, el BCRD emitió regulaciones para OMAs usando recompras entre el BCRD y el sistema bancario, que funcionan como garantía de títulos del BCRD, títulos del MH u otros títulos determinados por el BCRD.<sup>13</sup> Sin embargo, el mercado del sector privado está restringido por la legislación mercantil que aborda las exigencias del mercado financiero, permitiendo a los tribunales tomar el control de los colaterales en nombre de un tercero que está en disputa con el prestatario en la operación de recompra. Esto, en efecto, significa que el prestamista no puede estar seguro de que la garantía está a salvo. Por otra parte, las normas vigentes de la SIV no incluyen operaciones de recompra clásicas; en cambio se considera como dos transacciones separadas: una al contado y otra a plazo.

26. En este contexto, el Gobierno y el BCRD llevarán a cabo el siguiente programa de reformas:

- a. El BCRD está desarrollando una estrategia para avanzar hacia un programa de metas de inflación en el cual la tasa de interés de política juega un papel importante, marcando la pauta de la política monetaria. El mayor uso de tasas de interés como instrumentos importantes de política monetaria deben estimular el desarrollo del mercado de dinero alineando las tasas de interés del mercado con los movimientos de la política monetaria, contribuyendo al desarrollo de una curva de rendimientos de corto plazo, mejorando la competencia entre los bancos e integrando los segmentos del mercado.
- b. La DGCP discutirá con la SIV y el sector privado el marco de los requerimientos legales para un funcionamiento correcto del mercado de contratos de recompras, y acordar las acciones a tomar de manera cronológica.
- c. El BCRD tiene previsto empezar a desmaterializar sus nuevas emisiones de deuda y registrarlos a CEVALDOM al final del 2010.
- d. El MH está comprometido con desarrollar una función de manejo de caja más sofisticada, aunque esto será un proyecto más elaborado.

### **Acciones Acordadas**

- El BCRD completará la estrategia para avanzar hacia un marco de metas de inflación, en el que el uso de políticas de tasas de interés juegan un mayor rol indicativo de transmisión de señales.
- La DGCP discutirá con la SIV, el marco legal para los contratos de recompra,

---

<sup>13</sup> BCRD "Instructivo para la Realización de Compra de Títulos-Valores con Pacto Retroventa (Repos)", VI (6). (Diciembre 2008).

y acordará las medidas necesarias y el calendario de acciones a seguir.

- El BCRD desmaterializará sus nuevas emisiones de deuda y las moverá a CEVALDOM al final del 2010.
- El MH incluyó en su plan estratégico y operativo una función de gestión de efectivo más sofisticada
- Las emisiones de bonos del MH serán estandarizadas y colocadas a través de subastas públicas competitivas.

### **Déficit Cuasi-Fiscal**

27. La emisión paralela de valores por parte del BCRD y el MH es un obstáculo para el desarrollo del mercado. La razón principal es que la misma demanda se extiende sobre dos instrumentos distintos, haciendo que el volumen de cada valor sea probablemente menor de lo que podría ser de otro modo, lo que tendería a reducir la liquidez. Puede ser posible mitigar este efecto mediante una mayor coordinación entre el BCRD y MH, lo que podría reducir los obstáculos para que los valores todavía puedan competir en el mercado secundario a medida que se acercan a la madurez.

28. A raíz de su apoyo al sistema bancario en 2002-2003 el capital del BCRD se vio afectado en gran medida. Reconociendo la importancia de una fuerte base de capital, el gobierno promulgó la Ley de Recapitalización del BCRD a mediados de 2007, que establece un período de diez años para recapitalizar el BCRD a través de transferencias presupuestarias con el ritmo vinculado a una proyección del PIB nominal y el costo de los intereses de certificados de BCRD.

29. Cuando se incremente el ritmo de la recapitalización, y se aproxime a los propios requerimientos de refinanciamiento que tiene el BCRD, entonces podría haber un incremento aparente en la deuda bruta del Gobierno y en su déficit fiscal. Del otro lado, la expectativa es que esto se compensará por una disminución del déficit quasi-fiscal del BCRD y el balance combinado se vería mejorado.

30. Se actuará tanto a corto como a largo plazo:

- En el corto plazo, es necesario mejorar la coordinación para garantizar que las decisiones de futuras emisiones de deuda por parte del MH y el BCRD estén coordinadas.

### **Acción Acordada**

- Mejorar la coordinación de las futuras decisiones de emisión de deuda por el MH y el BCRD.

## **Mercado Primario**

### **Mercado Primario: Oferta**

31. La DGCP seguirá desarrollando la política de emisión que se ha establecido en los últimos meses, en particular, deberá:

- a. Seguir una estrategia de emisión que sea transparente, predecible y con los fundamentos del mercado.
- b. Fortalecer el desarrollo de una curva de rendimientos de referencia en los vencimientos clave.
- c. Evitar la fragmentación del mercado mediante la emisión de instrumentos con estructuras convencionales.

32. DGCP desarrollará además la capacidad de manejar los pasivos utilizando conversiones, canjes<sup>14</sup> y recompras. Estas son esenciales si se va a gestionar la cartera de deuda de forma más activa. Pueden ser particularmente importante en:

- a. Dar forma al portafolio de deuda en una manera que es consistente con los objetivos estratégicos del Gobierno que figuran en la Estrategia de Manejo de Deuda de Mediano Plazo (MTDS).
- b. Construir el volumen de los valores de referencia, mejorando la liquidez.
- c. Suavizar la consecuencia que tiene en el flujo de caja los bonos cercanos a su madurez.
- d. Facilitar la creación del mercado ante la eventualidad de distorsiones o dislocaciones del mismo.

33. Hay varias formas en que el intercambio se puede hacer: estableciendo una relación de precios, cotizando el precio de un bono y pedir ofertas de precios de otro con el que se hará el intercambio; ofreciendo un nuevo bono y aceptando el antiguo como forma de pago, y así sucesivamente. De acuerdo a la importancia de lograr un intercambio pleno, un incentivo de precios puede ser necesario. Las modalidades exactas de la operación: el proceso, los plazos de los pasos a seguir, el anuncio y la liquidación deben ser establecidas en un documento de consulta para el mercado, para darles la oportunidad de formular observaciones, o en particular, para establecer sus propios sistemas como sea necesario.

### ***Acción Acordada***

- La DGCP publicará para la 2<sup>da</sup> mitad de 2011, un documento de consulta sobre cómo va a manejar operativamente el canje de bonos u operaciones de recompra.

---

<sup>14</sup> La terminología varía, pero bajo un canje una parte de los bonos existentes son cambiados por nuevos bonos o por bonos existentes a través un proceso de subasta. Una conversión del bono busca convertir la totalidad del bono en circulación en un nuevo bono.

## **Mercado Primario: Demanda**

34. Un aumento de la demanda en el largo plazo se derivará del desarrollo de un rango más amplio de instituciones financieras en el mercado local. Las AFPs tienen una demanda natural por valores de largo plazo y son actualmente las únicas instituciones de ahorro a largo plazo en el mercado. La falta de fondos mutualistas de ahorro también inhibe el desarrollo de la diversidad de los inversionistas que es importante para el desarrollo del mercado secundario.

35. La demanda de las AFP está actualmente sujeta a restricciones en sus decisiones de inversión de portafolio impuestas por su regulador, la SIPEN. En la actualidad no pueden disponer de más del 15% de su cartera en valores en títulos del MH, aunque con el tiempo esta proporción es probable que aumente a 20%.<sup>15</sup> El crecimiento esperado en las carteras de las AFP indica que, junto a los bancos, es probable que durante muchos años sean los principales tenedores de bonos emitidos por el MH. Aunque es conveniente que el crecimiento en el portafolio de las AFPs marche de acuerdo al desarrollo de sus capacidades, es importante que las acciones de la SIPEN, específicamente de la Comisión Clasificadora de Riesgos y Límites de Inversión, no tengan un impacto distorsionador restringiendo en demasía las decisiones de las AFP con respecto a la asignación de los recursos, basados en sus obligaciones fiduciarias y la estructura de sus pasivos.

36. La transparencia es importante. El MH presenta un plan de financiamiento para el siguiente año junto con el presupuesto anual, también se otorgan detalles del programa y calendario de emisión de subastas. Los detalles de cada subasta se anuncian una semana antes que ocurran. En adición a esto, el MH realiza reuniones periódicas con intermediarios e inversionistas con el objetivo de explicar las políticas y tener retroalimentación. Estos acuerdos serán más desarrollados en lo adelante, en particular con la organización de un encuentro trimestral con intermediarios e inversionistas, el cual se hará de forma regular, seguido de la publicación de un programa de subastas con un alto nivel de detalle..<sup>16</sup>

37. El Gobierno también continuará promoviendo la información difundida a los inversionistas. Los avances realizados durante los pasados dos años en la DGCP han sido ampliamente reconocidos, especialmente por las agencias de calificación (ver las referencias arriba) y por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF).<sup>17</sup>

---

<sup>15</sup> La restricción actual no es moderar el comportamiento de las AFP como si ellos estuvieran desarrollando sus propias capacidades de manejo de fondos. Es, sin embargo, extremadamente inusual en los ámbitos internacionales para un fondo de pensión tener prohibido la compra de bonos emitidos por su propio gobierno. Más común es el requerimiento, que también puede causar daños, que los fondos tienen que ser invertidos en bonos por un valor que las propias AFP considerarían inapropiado y excesivo.

<sup>16</sup> Esto podría incluir, por ejemplo la indicación de cuando un nuevo bono es introducido, o como en términos generales el volumen de venta será distribuido a través de diferentes vencimientos. El anuncio formal de la subasta se mantendrá tal como es ahora. Ninguna información de mercado sensitiva será revelada en las reuniones – eso vendría luego de las reuniones cuatrimestrales – pero ellos podrían ser una oportunidad para el mercado de dar su punto de vista al MH y para el MH poder explorar las reacciones de mercado, por ejemplo la perspectiva de un programa de emisión o las posibles innovaciones de políticas.

<sup>17</sup> IIF “Investor Relations: an Approach to Effective Communication and Enhanced Transparency: Update of Key Borrowing Countries” (Abril 2008), página 18



### ***Acción Acordada***

- Para el final del 2010 la DGCP establecerá un programa de conferencias para inversionistas internacionales.

### **Mercado Secundario**

38. La DGCP ha trabajado junto a la Superintendencia de Valores (SIV), CEVALDOM, el BCRD y la SUPBAN para promover la reforma del mercado de valores del gobierno y los mercados de capitales en general. El MH ha continuado estos esfuerzos, educando a los participantes de los mercados, las instituciones gubernamentales y el público en cuanto a su visión para el desarrollo del mercado de deuda pública. Se deben realizar reuniones periódicas con los reguladores del mercado para desarrollar un plan de trabajo y revisar los resultados para asegurar la coordinación de las políticas. Una decisión reciente de la SUPBAN respecto a la metodología de valoración de mercado que utilizan los bancos, sugiere que la coordinación de este tipo continúa siendo necesaria.

### **Marco Regulatorio y el Mercado OTC**

39. La Ley de Valores 19-00 no contempla un mercado de valores *OTC* del Gobierno en que los bancos puedan participar directamente como creadores de mercado. El artículo 5 de la Ley requiere ofertas públicas de valores en el mercado secundario que pueden ser transados a través de intermediarios registrados en la SIV. Entidades como los bancos, que no son regulados por la SIV, tienen prohibido ser un intermediario de valores. Son capaces de actuar como intermediarios financieros o titular de valores por cuenta propia, pero no pueden comprar a favor de sus clientes o ser agentes de transacción.

40. El MH cree que es esencial para los bancos comerciales y otras instituciones bancarias tener participación en el mercado secundario, ya que el éxito de un creador de mercado se basa en su capacidad para asumir posiciones que incluyen la compra de grandes cantidades de títulos por cuenta propia, con el objetivo de luego vender a otros inversionistas. Con el fin de tener éxito, el mercado de deuda pública debe tener una amplia gama de participantes con el capital suficiente para proporcionar liquidez al mercado. Sin instituciones que estén preparadas mantener inventario, es muy difícil desarrollar un mercado secundario. Vendedores o compradores de bonos dependerán de otra manera de un mercado que tenga, relativamente, pocas transacciones. La consecuencia será el aumento de la brecha efectiva entre precios de venta y compra, típica de un mercado altamente ilíquido (y no transparente). Esto daña el mercado primario en la manera en que los compradores apliquen un “descuento de liquidez” para conseguir mejores precios en instrumentos que puedan resultar difíciles de vender.

41. El MH intenta autorizar una plataforma electrónica para facilitar la venta de valores al por mayor en el mercado secundario. Esta plataforma, EBond, será proporcionada por Bloomberg, quien ya provee la plataforma de subastas de bonos emitidos por el MH; esto evitará que los participantes en las subastas tengan que incurrir en gastos de conexión a un sistema separado. Bajo el programa de creadores de mercado se contemplan ciertos requerimientos para los mismos, se les pedirá que coticen precios ejecutables en pantalla, creando un mercado

profesional entre operadores profesionales. Cada creador de mercado será capaz de tratar con los clientes e inversionistas finales de la forma habitual. Esa plataforma va a ser de bajo costo y transparente, Bloomberg publicará detalles de la transacción.

42. Un mercado electrónico de este tipo no está contemplado en la legislación vigente. La SIV, sin embargo, recientemente publicó (a mediados de agosto de 2010) los reglamentos de consulta que prevé una serie de mercados segmentados ("Mercados Secundarios organizados de Valores"), que sería organizado por separado y cada uno sujeto a las normas o códigos de conducta aplicables a los de ese mercado solamente. Habría mercados separados para:

- a. "Las bolsas de valores;
- b. El mercado de valores de deuda oficial;
- c. Los mercados de valores de deuda aprobada por la Superintendencia;
- d. Los mercados de futuros y opciones, cualquiera que sea el tipo de activo subyacente, financiero o no financiero; y
- e. Cualesquiera otros que, cumpliendo los requisitos previstos en el encabezamiento de este artículo, se autoricen en el marco de las previsiones de la Ley, este Reglamento y normas de carácter general que pudiese dictar la Superintendencia"<sup>18</sup>

43. Cada mercado estaría sujeto a las normas establecidas por las empresas ("sociedades rectoras"), propiedad de un grupo diverso de accionistas y los miembros del mercado en cuestión. Existe el riesgo de que estas propuestas aumenten los costos de transacción, a través de la adición de cuotas para cubrir los costos y el rendimiento del capital suscrito de la sociedad. Si los diferentes mercados desarrollan distintos arreglos de custodia o liquidación, se podría incurrir en gastos adicionales, especialmente en la construcción de enlaces seguros y eficientes entre los sistemas. Además surgirían fricciones innecesarias a raíz de las transacciones entre los distintos segmentos de mercado. Por ejemplo, puede haber un fondo de ahorro que desee mantener bonos del gobierno y del sector privado en la misma cuenta de custodia.

44. El proyecto de Reglamento reconoce en cierta medida la naturaleza particular del mercado de la deuda pública, que es un mercado mayorista dominado por inversores sofisticados. Por otra parte, la posición especial del Gobierno y el BCRD es reconocida en la Ley de Valores. Así, el artículo 9 señala que "las Emisiones de Valores Realizadas por El Gobierno Central y por el BCRD, no requerirán aprobación de la SIV." El Reglamento ya realizado en virtud de la Ley de Valores otorga al Gobierno y al BCRD el estado de una "Emisión con Tratamiento Diferenciado". Por lo tanto, el MH promulgará sus propias normas aplicables al mercado OTC.

---

<sup>18</sup> Artículo 57 of "Propuesta de Reglamento Sobre el Objeto de Negociación, Funcionamiento y Organización del Mercado de Valores de la República Dominicana"

45. El MH tendrá que revisar los manuales de operación y otras documentaciones de Bloomberg para asegurar que cumplen con sus requisitos y los del mercado.

- Acción Acordada
- EBond estará en fase de prueba para 2011
- Valorando a Precio de Mercado

46. La SUPBAN ha decidido recientemente no permitir que los bancos ajusten sus valores a precios de mercado, ya que las valoraciones se han realizado arbitrariamente y han causado grandes variaciones en las cuentas de resultados de los balances de los bancos. Como resultado puede que no haya incentivos para tomar posiciones de compra y venta y hay un mayor riesgo de pérdidas no contempladas, si las tasas de interés suben (bajan los precios). Por otra parte, la SIV ha estado trabajando para autorizar a una empresa privada para el cálculo de un "vector de precios" para cada título emitido para asegurar que los bancos y otras instituciones tengan una valoración similar para el mismo título. SIPEN ya publica un vector de precios para el uso de las AFP, aunque los funcionarios han indicado que estarían dispuestos a sustituirla si se dispone de un vector publicado o aprobado por el Gobierno.

47. Es esencial que los valores en cartera de negociación sean a precios de mercado. Pero el uso de vectores de precios diferentes también crea incertidumbre, sobre todo cuando los cálculos precisos son propensos a hacerse bajo distintas metodologías diferentes. Los mercados desarrollados identifican un vector que es ampliamente utilizado, que puede ser calculado por la DGCP sobre la base de datos suministrada por los creadores de mercado, o calculado por una plataforma de mercado y respaldado por la DGCP o su equivalente. El vector no sólo se utiliza para valorar los títulos de cada portafolio, sino también para valorar el colateral que respalda las operaciones de Repos.

48. La introducción del EBond, que será la fuente de información sobre todas las transacciones *OTC*, ofrece una oportunidad para desarrollar un vector de precios aprobado por el MH. Sin embargo, podrían haber algunos períodos en que se realicen pocas transacciones en algunos bonos. Un enfoque alternativo sería pedir a los creadores de mercado que informen a la DGCP, al cierre de cada día, en qué posición se encuentra el precio en el mercado, independientemente de si haya habido o no transacciones; DGCP haría un promedio de los datos (ajustando los valores extremos, etc.) y la volvería a publicar al mercado. Una posible línea de acción sería apoyarse inicialmente de Bloomberg, pero al mismo tiempo recolectar datos de los creadores de mercado, para explorar lo largo del tiempo si son lo suficientemente robustos y libre de manipulación antes de promulgarlos como vector de precios.

### ***Acción Acordada***

- DGCP desarrollará con Bloomberg un vector de precios.

## **Con respecto a los impuestos**

49. En relación a los impuestos, todos los valores vigentes del MH están exentos de impuestos para inversionistas locales y extranjeros y pueden ser utilizados por compañías locales para pagar sus impuestos. Pero hay posibilidad de que los valores futuros del MH puedan ser colocados sin la exención fiscal para inversionistas locales individuales y corporativos, estando la posibilidad que una serie de bonos MH emitidos en el futuro tengan tratamiento fiscal distinto a aquéllos ya transados en el mercado secundario. El Artículo 6 de la Ley 163-09, que autoriza al MH a colocar bonos en 2009 para pagar la deuda de la CDEEE, estipula que toda la deuda colocada bajo el presupuesto de 2009 sería exenta de impuestos para cualquier inversionista y que al principal se le podría aplicar impuestos.

### ***Acción Acordada***

- EL MH propondrá una enmienda a la Ley para armonizar el tratamiento fiscal a los tenedores locales de bonos del MH en línea con el otorgado a los tenedores internacionales.

## **Creación de Mercado**

50. El Gobierno está introduciendo un programa de Creadores de Mercado. Después de una investigación extensiva se decidió que las experiencias de Perú y Colombia son las más relevantes para la República Dominicana. Ambos países han establecido programas que han incrementado la liquidez y la transparencia en el mercado de deuda del gobierno, reduciendo los costos domésticos de endeudamiento. El tamaño y desarrollo del mercado doméstico en la República Dominicana presenta retos y el gobierno intenta diseñar un programa que no tenga límites de números de participantes en la subasta primaria para evitar una posible colusión de los creadores de mercado. Antes de implementar el programa, la DGCP está evaluando el desempeño de instituciones en el mercado secundario en el período Febrero – Diciembre 2010 para determinar si el mercado local está capacitado para sostenerlo.

51. Con el objetivo de promover el desarrollo del mercado de deuda pública primario y secundario, el MH ha realizado un borrador de regulaciones para el programa de Creadores de Mercado que establecen los términos de condiciones del programa. Los Creadores de Mercado jugarán un rol importante como distribuidores de valores en ventas al por mayor mediante la mejora en la distribución de canales a las instituciones comprometidas a comprar valores gubernamentales. En adición, ellos promoverán el desarrollo del mercado secundario mediante el incremento de los precios transparentes y creación de profundidad del mercado.

52. El programa de Creadores de Mercado tiene la intención de proveer una demanda estable para la subasta de valores públicos. En el mercado secundario, los Creadores de Mercado son requeridos para dedicar capital a la compra de valores y mantener el inventario con la meta de reducir la prima de liquidez.

### ***Acción Acordada***

La DGCP pondrá a prueba el programa de Creadores de Mercado en el 2011 y

modificará el proyecto de regulación a la luz de la experiencia.

## **Ampliando el Mercado**

### ***AFP's***

53. Actualmente, las AFP's conducen sus transacciones a través de la BVRD. A medida que se desarrollen las capacidades de las AFP's, que el mercado crezca, y la transparencia mejore (como resultado del EBond) es probable que las AFP's preferirán transar en el mercado *OTC* (evidencia empírica sugiere que muchas transacciones actualmente se realizan *OTC* y sólo se registra subsecuentemente a través de la Bolsa de Valores). La SIPEN debe considerar un requerimiento regulatorio que aseguren la "mejor ejecución". Bajo este requerimiento, lo común en la mayoría de los mercados desarrollados, es que las AFP's deberían obtener al menos 3 posiciones de diferentes participantes de mercado antes de ejecutar una transacción. Esto tendría el beneficio adicional de ayudar a desarrollar una mayor competencia entre los diferentes intermediarios y así evitar el riesgo actual, inherente en grupos financieros verticalmente integrados, de subsidio cruzado y precio monopólico.

54. La DGCP no tiene la intención de permitir el acceso directo de las AFP's a la subasta (o de cualquier otra categoría de inversionista final) porque esto podría potencialmente debilitar la capacidad de los creadores de mercado de crear un mercado, al negarles el acceso a una porción significativa de los flujos tanto de demanda como de oferta en el mismo. A menos que los creadores de mercado puedan estar seguros de obtener bonos en el mercado primario, ellos estarán poco dispuestos a aceptar una obligación de crear un mercado en el mercado secundario. La protección de los flujos de los creadores de mercado es importante, y es una acción común en muchos países, al menos hasta que el mercado sea mucho más competitivo y líquido.<sup>19</sup>

### ***Inversionistas Extranjeros***

55. Una base diversa de inversionistas es requerida para un mercado secundario dinámico y líquido. Los inversionistas extranjeros pueden catalizar el desarrollo de la infraestructura necesaria e inyectar nueva competencia dentro de los mercados estancados. Los inversionistas extranjeros considerarán el rendimiento de los valores locales del gobierno en el contexto de las tasas de interés internacionales, una prima de riesgo de tipo de cambio reflejando la tasa esperada de la apreciación o depreciación del tipo de cambio, y una prima de riesgo dada.

56. Igualmente, los inversionistas extranjeros pueden agregar volatilidad a las tasa de interés y al tipo de cambio bajo políticas macroeconómicas inapropiadas o contagio de crisis externas, que pueden dilatar el desarrollo del mercado de valores gubernamentales. En ese sentido, los inversionistas extranjeros pueden actuar como "policías", proveyendo un freno en las políticas fiscales riesgosas.

---

<sup>19</sup>Entre los países de la OCDE hay una división en líneas generales entre aquellos que protegen el acceso de los creadores de mercado a las subastas y aquellos quienes abren las subastas más abiertamente.

57. En muchos aspectos, el régimen legal y regulatorio aplicado en la República Dominicana reconoce la importancia de los inversionistas extranjeros. Posiciones han sido desarrolladas por CEVALDOM, las cuales le permitirían a los bancos internacionales custodios crear sub-cuentas en CEVALDOM en las que podrían colocar valores domésticos a nombre de los inversionistas internacionales. Las instituciones extranjeras pueden colocar bonos de moneda doméstica en el mercado local al ellas estar incorporadas localmente; además, existen muchos arreglos flexibles aplicándose a organizaciones multilaterales o instituciones similares. También existen ejemplos de compañías colocando bonos DOP en mercados externos.

58. EL MH ha solicitado que CEVALDOM provea una solución para los inversionistas institucionales que requieran un enlace con un depositario internacional como *Clearstream* y *Euroclear*, para que se les permita tener registrado en CEVALDOM bonos domésticos o bonos globales colocados por el Gobierno. El progreso en esta área ha sido lento; CEVALDOM ha desarrollado un enlace electrónico con *Clearstream* pero su apertura está siendo dilatada por los requerimientos de la SIV en cuanto a la estructura de la sub-cuenta bajo la cual los bonos serán manejados por *Clearstream*.

#### **Acción Acordada**

- La DGCP conjuntamente con CEVALDOM, hará un plan de acción acordado para permitir que inversionistas domésticos convenientemente registren los bonos del Gobierno dominicano colocados externamente.

#### **CEVALDOM**

59. CEVALDOM es un componente clave de la infraestructura de mercado. Es esencial que los participantes de mercado, incluyendo el MH, tengan confianza en la seguridad de sus operaciones o de sus funciones como custodio o agente administrador. Esto tiene dos dimensiones:

- a. No debe haber riesgo de que los activos de los participantes sean comprometidos (incluyendo aquellos del Gobierno); y que, en caso de pérdidas por negligencia de CEVALDOM, tenga capital suficiente o esté asegurado para cumplir a cabalidad con esta deuda.
- b. No debe haber riesgo de que las transacciones no sean ejecutadas como fueron requeridas debido a una falla operativa de CEVALDOM. Su acuerdo de continuidad de negocios debe permitir la operación continua en caso de cualquier falla del sistema o acontecimiento externo.

60. Actualmente el sistema de EBond no está conectado directamente a CEVALDOM y los mensajes acordados entre los participantes no son pasados directamente a CEVALDOM. En lugar de lo anterior, el EBond genera un comprobante electrónico que debe ser colocado por los participantes directamente en CEVALDOM. Esta operación conlleva costos y riesgos adicionales. Sin embargo, CEVALDOM y Bloomberg están en discusión de cómo sería la mejor manera de crear un enlace directo; la resolución se espera en el futuro cercano.

### ***Acción Acordada***

- El MH iniciará discusiones con el BCRD para explorar la posibilidad de delinear un marco y un plan acordado de manejo de riesgo para CEVALDOM en el 2do trimestre 2011.

### **SECCIÓN IV: EJECUTANDO LA ESTRATEGIA**

61. El desarrollo de un Mercado de capitales es un proyecto; y, como con otros proyectos, la acción necesita ser priorizada y seguida, y las dependencias y obstáculos identificados. Un enfoque integrador es necesario para implementar las reformas a lo largo del mercado.

62. Más aún, las acciones mismas varían en naturaleza. Algunas son altamente específicas y pueden ser descartadas en el futuro cercano. Otras, particularmente aquellas relacionadas con reformas del mercado de dinero, deberán ser seguidas por un tiempo mucho mayor. El desarrollo del mercado de dinero es un proyecto principal, y el detalle y tiempo de desarrollo deberán ser especificados separadamente. A esa extensión, este plan es inconcluso.

63. La otra característica notable del programa acabado es el involucramiento de un grupo de instituciones principalmente el MH y el BCRD pero también la SIV y otras. Por esta razón, una maquinaria inter-agencias es necesaria para impulsar el desarrollo del plan de mercado de capital. Esto debe operar en los niveles político y técnico. Se propone lo siguiente:

- a. El Ministro de Hacienda presidirá un pequeño Grupo Directivo, con altos oficiales del BCRD y de la SIV. El Grupo Directivo podrá invitar otros individuos a asistir a las reuniones; el Director de la DGCP normalmente asistirá. El Grupo Directivo recibirá reportes del Comité Técnico, y también resolverá cualquier desacuerdo en la política, reportando al Ministro/Gobernador según sea necesario.
- b. El Director de la DGCP presidirá el Comité Técnico, con oficiales de la DGCP, el BCRD, la SIV y (según sea requerido) de la SIPEN, SUPBAN, entre otros. El Comité Técnico tendrá responsabilidad directa en enviar el programa de acción, reportándolo al Grupo Directivo. El Comité Técnico podrá formar sub-grupos que incluyan representantes del sector privado; y dado cualquier evento se consultará al sector privado.

64. Muchas de las autoridades operan a través del sector privado –bancos, inversionistas, etc.- y se necesita mantener un diálogo con éstos para explicar, consultar, aprender y motivar. El programa de reforma debe ser apoyado por un esfuerzo activo de educar a los participantes de mercado, instituciones gubernamentales y al público, respetando la visión del Gobierno para el desarrollo del mercado de deuda.

### ***Acción Acordada***

- La fecha de la primera reunión del Grupo Directivo debe ser definida después de la designación de sus miembros.

- La DGCP desarrollará una estrategia educativa y de comunicación que asegure que el mercado y el público en general tengan conocimiento completo de la visión del Gobierno y puedan contribuir a la misma.



## ANEXO A: CRONOGRAMA Y RESUMEN DE ACCIONES ACORDADAS

	Cabecera	Marco Temporal
1. UPF/MH publicará mensualmente reportes fiscales	MH/UPF	<ul style="list-style-type: none"> <li>Primera publicación 2<sup>do</sup> semestre 2011</li> </ul>
2. BCRD completará la estrategia de moverse a un marco de metas de inflación, con tasas de interés como instrumento de política.	BCRD	<ul style="list-style-type: none"> <li>Estrategia acordada y publicada al final del tercer cuarto del 2010.</li> </ul>
3. BCRD en su estrategia de metas de inflación, apuntan a hacer un mayor uso de los instrumentos indirectos.	BCRD	<ul style="list-style-type: none"> <li>El Banco Central evalúa el mayor uso de instrumentos indirectos como un instrumento de política monetaria en su estrategia de metas de inflación.</li> </ul>
4. DGCP discutirá con la SIV participantes de Mercado el marco legal para los contratos de recompra, y acordará la acción requerida y el calendario de procesos.	MH/DGCP & SIV	<ul style="list-style-type: none"> <li>Acción y calendario a ser acordados para el 1<sup>er</sup> cuarto 2011</li> <li>Seguido por un documento de consulta para el mercado.</li> </ul>
5. BCRD inicia un proceso de emisión de instrumentos desmaterializados y registrarlos con Cevaldom.	BCRD	<ul style="list-style-type: none"> <li>La Junta Monetaria emite la resolución autorizando al BCRD desmaterializar los nuevos bonos y letras.</li> </ul>
6. BCRD y MH mantienen una reunión para discutir las posibles opciones para reducir o eliminar la necesidad de que el BCRD emita títulos en el mercado doméstico de acuerdo con el marco legal actual.	MH & BCRD	<ul style="list-style-type: none"> <li>Para el segundo cuarto del 2011.</li> </ul>
7. Coordinación mejorada sobre las emisiones de deuda pública hechas por MH y BCRD	MH/DGCP & BCRD	<ul style="list-style-type: none"> <li>Definir una estrategia conjunta para improvisar la coordinación para el final del 2<sup>do</sup> cuarto 2011</li> </ul>
8. El MH incluirá en su plan estratégico y operativo una operación más sofisticada de manejo de caja.	MH	<ul style="list-style-type: none"> <li>3<sup>er</sup> cuarto de 2011</li> </ul>
9. Las emisiones de bonos del MH serán estandarizadas y colocadas a través de subastas públicas competitivas.	MH	<ul style="list-style-type: none"> <li>3<sup>er</sup> cuarto de 2010</li> </ul>

10. La DGCP publicará un documento de consulta sobre como se manejará las operaciones de las transacciones de los bonos o las recompras.	MH/DGCP	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Documento publicado en la 2<sup>da</sup> mitad del 2011</li> </ul>
11. La DGCP establecerá un programa de llamadas en conferencia a inversionistas internacionales.	MH/DGCP	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Primera reunión para la 1<sup>ra</sup> mitad del 2011</li> </ul>
12. EBond estará en estado de prueba beta para 2011	MH/DGCP	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La DGCP acuerda arreglos operacionales con Bloomberg;</li> <li>• La DGCP discutirá con el mercado para el 4to cuarto del 2010.</li> </ul>
13. La DGCP desarrolle un vector de precios con Bloomberg	MH/DGCP	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La DGCP acuerda la metodología con Bloomberg</li> <li>• Bloomberg tiene el nuevo vector de precios para la 2<sup>da</sup> mitad de 2011</li> </ul>
14. El MH propone enmendar la ley para armonizar el trato de impuesto local para los tenedores de bonos MH en una nueva línea con alcance internacional.	MH/DGCP & DGII	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La DGCP propone un proyecto de Ley de Bonos 2011.</li> </ul>
15. La DGCP pone a prueba el programa de creadores de mercado en 2011	MH/DGCP	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La DGCP enmienda el proyecto de regulación a partir de la experiencia con el Mercado – 2011.</li> </ul>
16. La DGCP sacará adelante conjunto con Cevaldom, un plan de acción acordado para permitir a los inversionistas domésticos tener bonos gubernamentales DR emitidos en el exterior.	MH/DGCP	Plan de acción 2 <sup>da</sup> mitad de 2011.
17. El MH y el BCRD exploraran la posibilidad de desarrollar un marco y un plan de manejo de riesgo para CEVALDOM.	MH/BCRD	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2<sup>do</sup> cuarto de 2011</li> </ul>
18. El Gobierno establecerá el Comité Técnico para llevar a cabo el plan de acción acordado.	MH & BCRD & SIV	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La primera reunión del comité para el primer cuarto del 2011. La fecha de la primera reunión del grupo a ser definida luego del</li> </ul>

		nombramiento de sus miembros.
19. El MH/DGCP desarrollaran una comunicación de educación a la estrategia para asegurar que el Mercado y un público más amplio tengan un mayor conocimiento de la visión del Gobierno en la estrategia.	MH/DGCP	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Borrador a la primera reunión del Comité Técnico.</li> </ul>

## BIBLIOGRAFÍA

- Zsófia **Árvai** and Geoffrey Heenan (2008) “A Framework for Developing Secondary Markets for Government Securities”, IMF Working Paper WP/08/174
- Simon **Gray** and Nick Talbot (2007) “Developing Financial Markets” Bank of England Handbooks in Central Banking no.26
- Malcolm **Knight** (2006) “Promoting Liquidity in Domestic Bond Markets” BIS, <http://www.bis.org/speeches/sp060525.htm>
- M S **Mohanty** (2002) “Improving liquidity in government bond markets: what can be done?” BIS Papers No 11, The Development of Bond Markets in Emerging Economies.
- **Moody's** (2010) “Credit Analysis, Dominican Republic”, Moody's Investors Service, May 2010
- Yibin **Mu** (2009) “Ten Lessons on Debt Market Development” World Bank, <http://ssrn.com/abstract=1367904>
- **Shah et al** (2007), Hemant Shah, Andreas A. Jobst, Laura Valderrama-Ferrando, and Ivan Guerra “Public Debt Markets in Central America, Panama, and the Dominican Republic” IMF Working Paper WP/07/147
- **Standard & Poor's** (2010) “Ratings Direct”, 5 May 2010
- Mike **Williams** (2010) “Government Cash Management: its Interaction with Other Financial Policies” IMF, Technical Notes and Manuals 10/13, <http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=250>
- **World Bank** (2007) “Developing the Domestic Government Debt Market: from Diagnostics to Reform Implementation”
- **World Bank and IMF** (2003) “Guidelines for Public Debt Management” (first published 2001, amended 2003).
- **World Bank and IMF** (2001) “Developing Government Bond Markets: a Handbook”