

# **El Sistema de Pensiones Dominicano y Su Régimen de Inversiones: Diagnóstico y Desafíos**

**Klaus Schmidt-Hebbel**

**Seminario Internacional AIOS-SIPEN sobre  
“Evolución y Perfeccionamientos Recientes  
de los Sistemas de Pensiones de América Latina”**

**Santo Domingo, 25 de mayo de 2005**

# Contenido

1. El nuevo Sistema de Pensiones en República Dominicana
  2. Potenciales Ganancias de Crecimiento y Desarrollo Financiero
  3. Perspectivas Macro-Financieras para RD e Implicancias para el Desarrollo Financiero y del Sistema de Pensiones
  4. Regulación de Inversiones
  5. Composición de Cartera de Inversiones
  6. Fronteras de Riesgo-Retorno y Costo en Bienestar de la Concentración de las Inversiones
  7. Instrumentos y Mercados Financieros en RD: Desafíos Pendientes
  8. Conclusiones
- Referencias

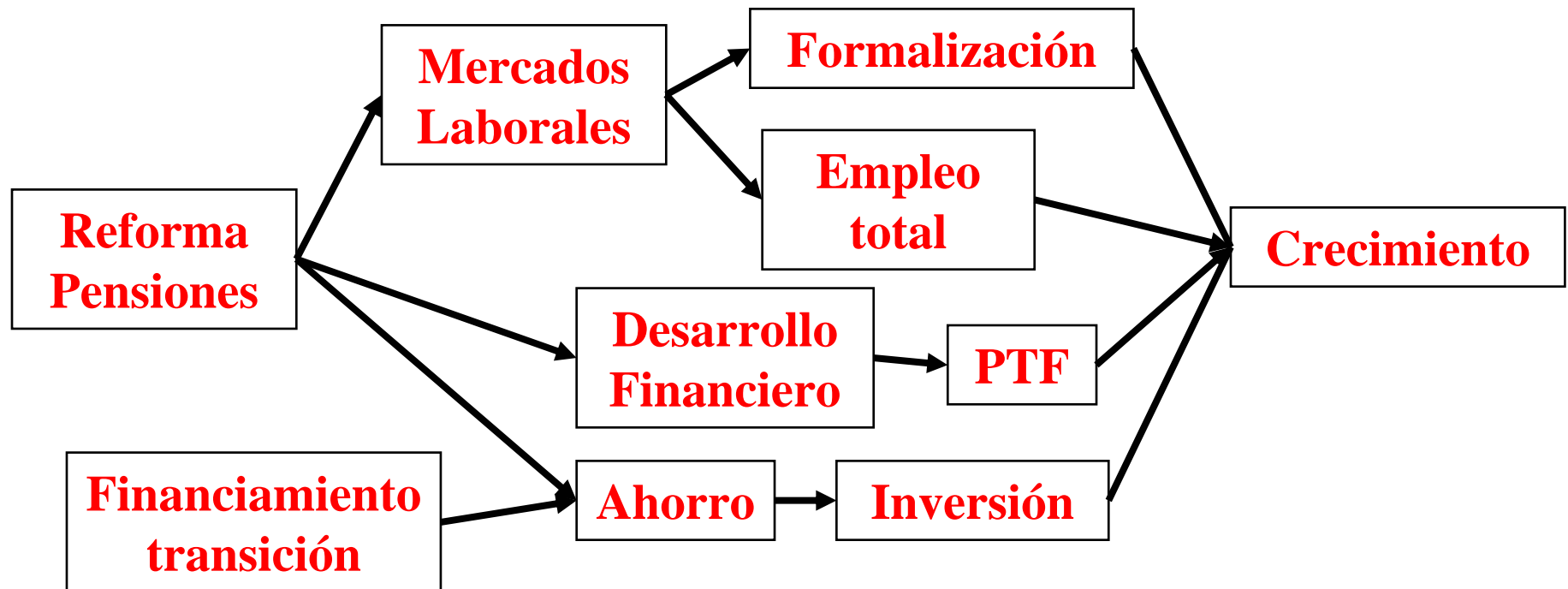
# **1. El nuevo Sistema de Pensiones en República Dominicana**

# El Nuevo Sistema de Pensiones Dominicano

- Reforma de pensiones clásica en su segundo pilar: contribuciones obligatorias, cuentas individuales, administración privada, regulación fuerte, supervisión especializada
- Reforma ambiciosa en su primer pilar: nueva y amplia protección social para no contribuidores y trabajadores independientes; significativas transferencias a ancianos pobres
- Considerando la baja cobertura pre-reforma (menos de 1/3 de la fuerza laboral) y el carácter universal de reforma, ella busca expansión gradual pero masiva de cobertura de fuerza laboral
- Exitoso inicio del nuevo sistema de pensiones en febrero de 2003 y evolución posterior, con crecimiento significativo de afiliados, desarrollo de la industria y perfeccionamiento del marco regulatorio y supervisor del sistema.

## **2. Potenciales Ganancias de Crecimiento y Desarrollo Financiero**

# Canales de Transmisión de Reformas de Pensiones a Crecimiento



# Aumento del Crecimiento en Chile provocado por Reforma de Pensiones

Corbo y Schmidt-Hebbel (2003) estiman un rango plausible de los efectos de la reforma de pensiones sobre el crecimiento en Chile a través de los tres canales identificados anteriormente

<b>Efecto acumulado (como % PIB 2001)</b>			
	<b>Min.</b>	<b>Medio</b>	<b>Max.</b>
Ahorro e inversión	0.3	1.4	4.3
Mercados laborales	0.5	1.0	1.9
Desarrollo financ. y TFP	1.2	2.2	3.6
Contribuc. total	1.9	4.6	9.8

# Inferencias para las Ganancias en Crecimiento en RD causadas por Reforma de Pensiones

## En comparación con Chile:

- Por mayor ahorro e inversión
  - Mayor incremento de ahorro forzoso (aumento cobertura), menor déficit fiscal de transición
- Por mayor empleo formal y menor desempleo
  - Efectos ambiguos
- Por mayor profundización financiera
  - Efectos muy superiores, por menor desarrollo financiero
- Conclusión: potencial efecto total similar o mayor
- Pero: su magnitud depende mucho del éxito de estabilización macro y de otras reformas estructurales (efectos de interacción entre reformas).

### **3. Perspectivas Macro-Financieras para RD e Implicancias para el Desarrollo Financiero y del Sistema de Pensiones**

# **Situación Inicial y Medidas de Estabilización**

## Situación inicial (2003 - mediados 2004):

- Crisis bancaria, insustentabilidad fiscal y elevadas tasas de inflación y devaluación
- Alto riesgo para el éxito de reforma pensiones.

## Logros de nueva administración, con apoyo FMI:

- Programa coherente de estabilización fiscal, monetaria y financiera, complementado por renegociación deudas y reformas estructurales
- Positivas reacciones de mercados financieros y de la economía dominicana.

# Proyecciones Macroeconómicas 2005-2007

(Fuente: Programa IMF-III, enero 2005)

<b>Variable</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Crecimiento del PIB (%)	2.5	4.3	4.5
Inflación IPC (%)	12	9	5
Saldo Sector Público (% PIB)	-0.7	0.7	0.9
Saldo Cuenta Corriente (% PIB)	2.0	0.5	-0.6
Reservas Brutas BCRD (US\$ m)	1,257	1,844	2,030
Deuda Pública Total (% PIB)	49.1	48.3	45.7

# Riesgos y Oportunidades para el Desarrollo Financiero y del Sistema de Pensiones

- Cumplimiento metas (significativo sobrecumplimiento de metas con FMI en 2005-I), eventual recapitalización de BCRD y Banco de Reservas en 2005-06 – reduce riesgos financieros domésticos y aumenta demanda de FP por papeles sector público
- Término renegociación deuda pública – requisito para restauración de confianza en instrumentos públicos
- Emisión de nuevos bonos del gobierno, también a AFP – doble ganancia en estabilidad financiera país y diversificación cartera de FP
- Capitalización de bancos, fortalecimiento regulación y supervisión del sistema financiero y autonomía de BCRD y Super de Bancos ( ¿y Super de Valores y Super de Pensiones? ) – infraestructura de frontera internacional para inversión en pasivos bancarios
- Reducción de alta volatilidad real y financiera – mejores incentivos para inversión doméstica de FP
- Reforma de los subsidios y del marco regulatorio de energía e infraestructura, privatización de energía y, eventualmente, concesiones privadas en infraestructura – abren opciones a inversión de FP en renta variable doméstica.

# Retos Futuros: Reformas Estructurales

Reformas estructurales para el crecimiento de RD: incrementan retornos y reducen volatilidad de inversiones de FP

- Reformas tributarias 2006: reemplazar impuestos ad hoc distorsionadores por impuestos generales (directos e indirectos): mayor eficiencia tributaria, menor informalidad, mayor desarrollo financiero y mercado capitales
- Reformas laborales (acercar contribuciones a todos los programas sociales, descontadas por nómina, a valores esperados de beneficios): reducen informalidad, incrementan participación en sistema de pensiones.
- Reformas del mercado de capitales: superar tamaño pequeño, facilitar desarrollo de nuevos instrumentos y mercados.
- Evidencia internacional muestra que hay enormes sinergías en distintos paquetes de reformas bien diseñadas. Ej.: efectos interacción entre reformas estructurales explican en torno a 1% del crecimiento mundial.

## **4. Regulación de Inversiones**

# Regulación Actual sobre Límites de Inversión de Fondos de Pensiones en RD

<b>Instrumentos</b>	<b>Límites</b>
Depósitos a Plazo y otros títulos de deuda emitidos por instituciones bancarias	60%
Letras o cédulas hipotecarias emitidas por instituciones bancarias	30%
Títulos de deudas de empresas	70%
Acciones de oferta pública	30%
Títulos y valores emitidos por el BNV	10%
Fondos para desarrollo del sector vivienda	20%
Títulos de gobierno y BCRD	No permitido
Títulos extranjeros	No reglamentado

# Regulación de Límites de Inversión de Fondos en Comparación Internacional

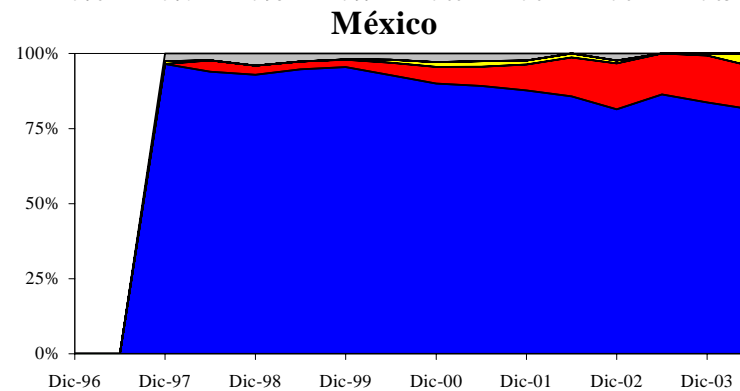
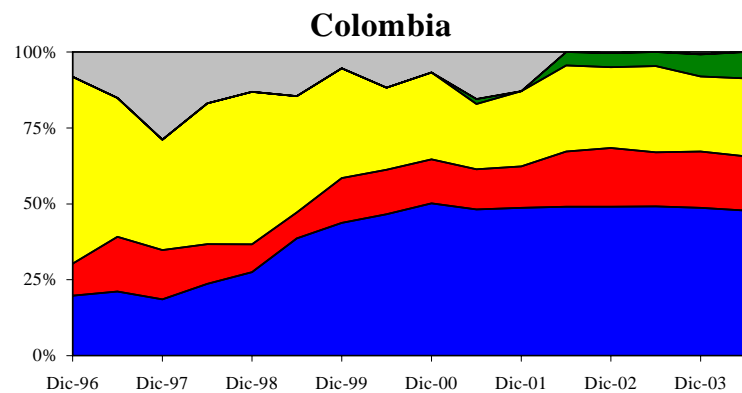
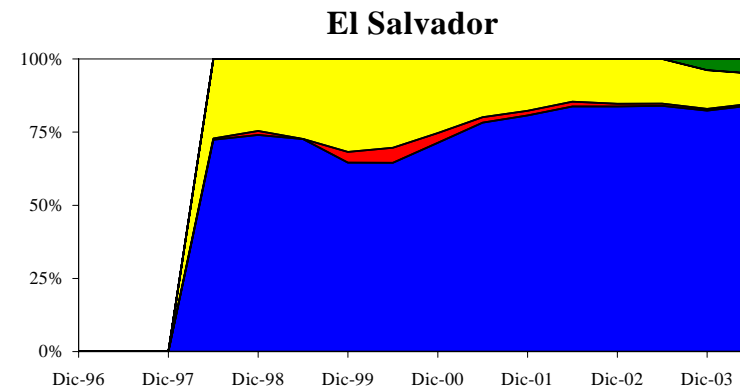
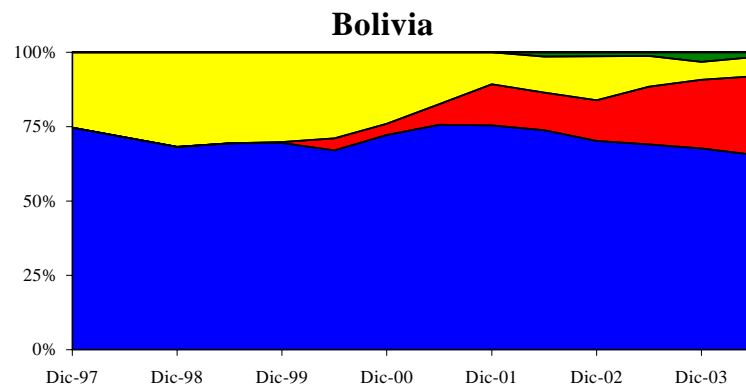
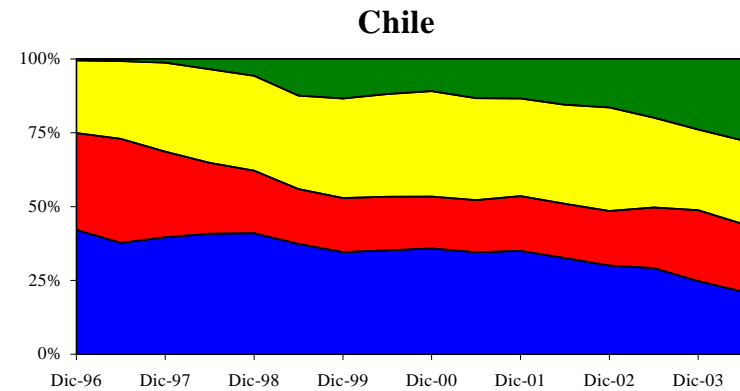
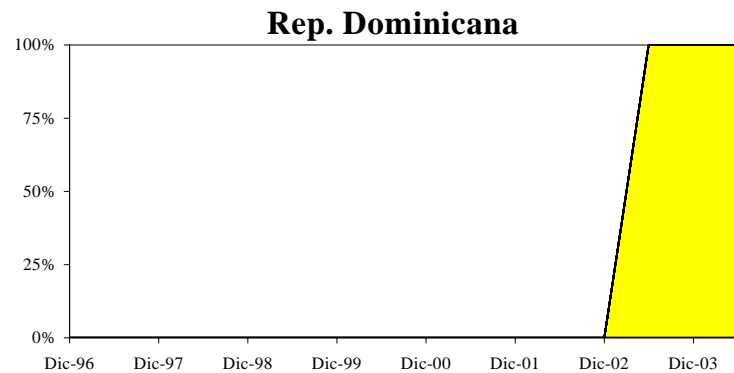
	Gobierno	Depósitos Bancarios	Bonos corporativos	Acciones	Externo
Argentina	80%	30%	60%	50%	20%
Bolivia	100%	40%	45%	40%	50%
Colombia	80%	20%	30%	30%	10%
Costa Rica	90%	40%	30%	20%	25%
Chile*	50%	50%	70%	40%	30%
El Salvador	100%	40%	50%	5%	0%
México	100%	10%	100%	0%	20%
Perú	40%	30%	40%	35%	10%
Rep. Dominicana	0%	60%	70%	30%	0%
Uruguay	90%	30%	70%	25%	0%
Bulgaria	min. 50%	100%	100%	20%	5%
Croacia	min. 50%	15%	30%	0%	15%
Hungría	100%	100%	30%	50%	30%
Letonia	100%	100%	20%	100%	30%
Polonia	100%	20%	15%	60%	5%
Kazajstán	min. 50%	40%	100%	30%	10%

## Implicancias para RD

- Por tanto, RD se caracteriza por una regulación de tipos de instrumentos restrictiva, en comparación internacional
- Urge ampliación de la regulación a la inversión:
  - Aprobación por CNSS de inversión en títulos del BCRD
  - Aprobación por CNSS de reglamento de inversión de títulos en el exterior.

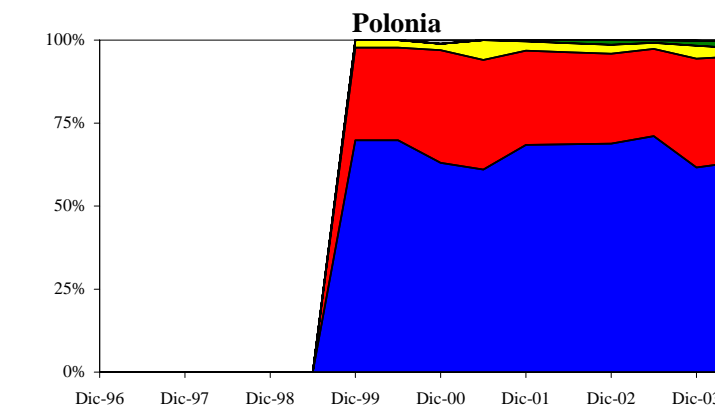
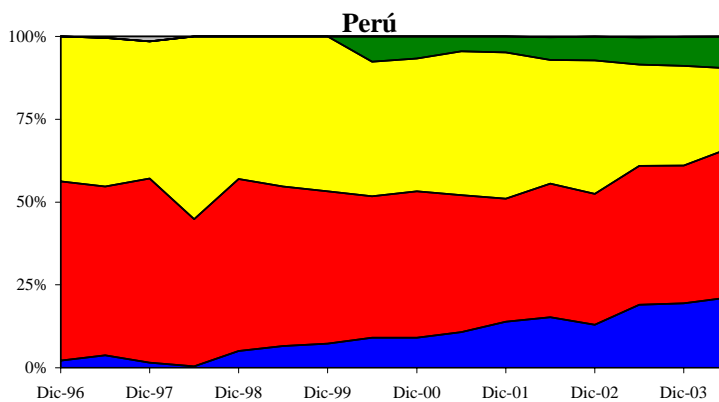
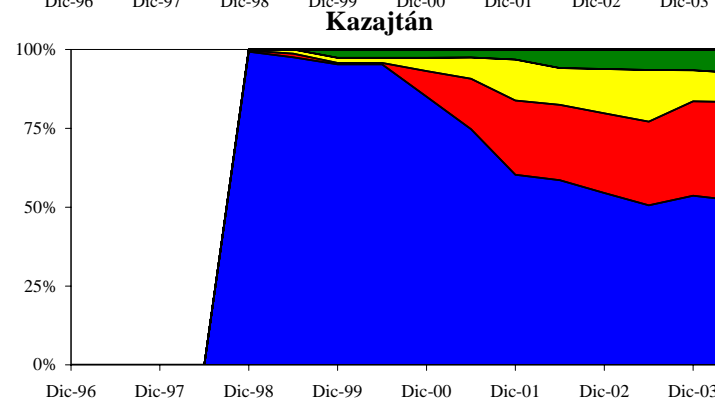
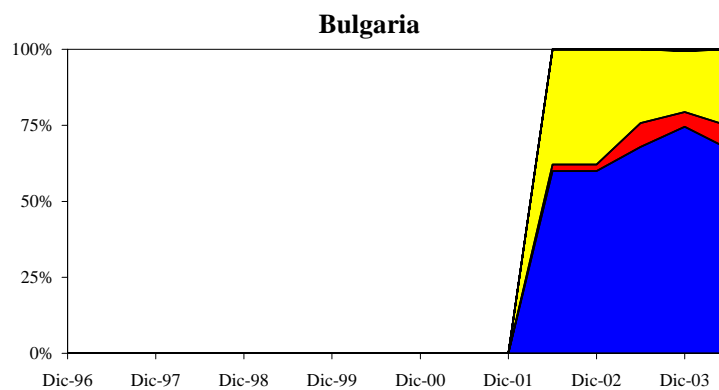
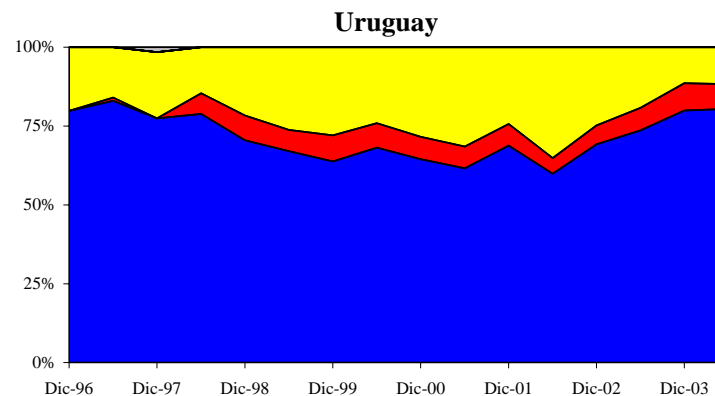
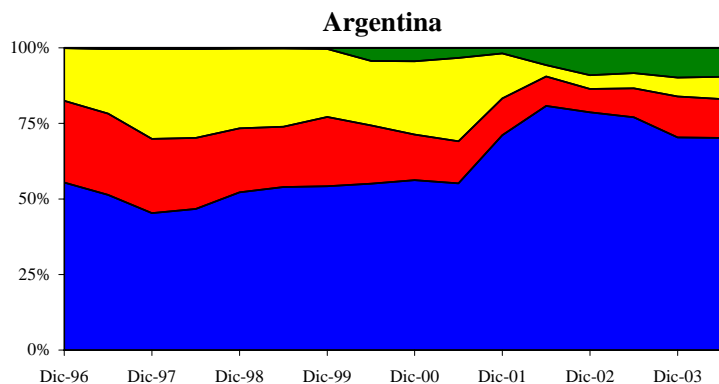
# **5. Composición de Cartera de Inversiones**

# Evolución de la Diversificación de Cartera de Fondos de Pensiones en 12 Países Reformados



■ Sector Estatal     
 ■ Sector Empresas     
 ■ Sector Financiero     
 ■ Sector Externo     
 ■ Otros Activos

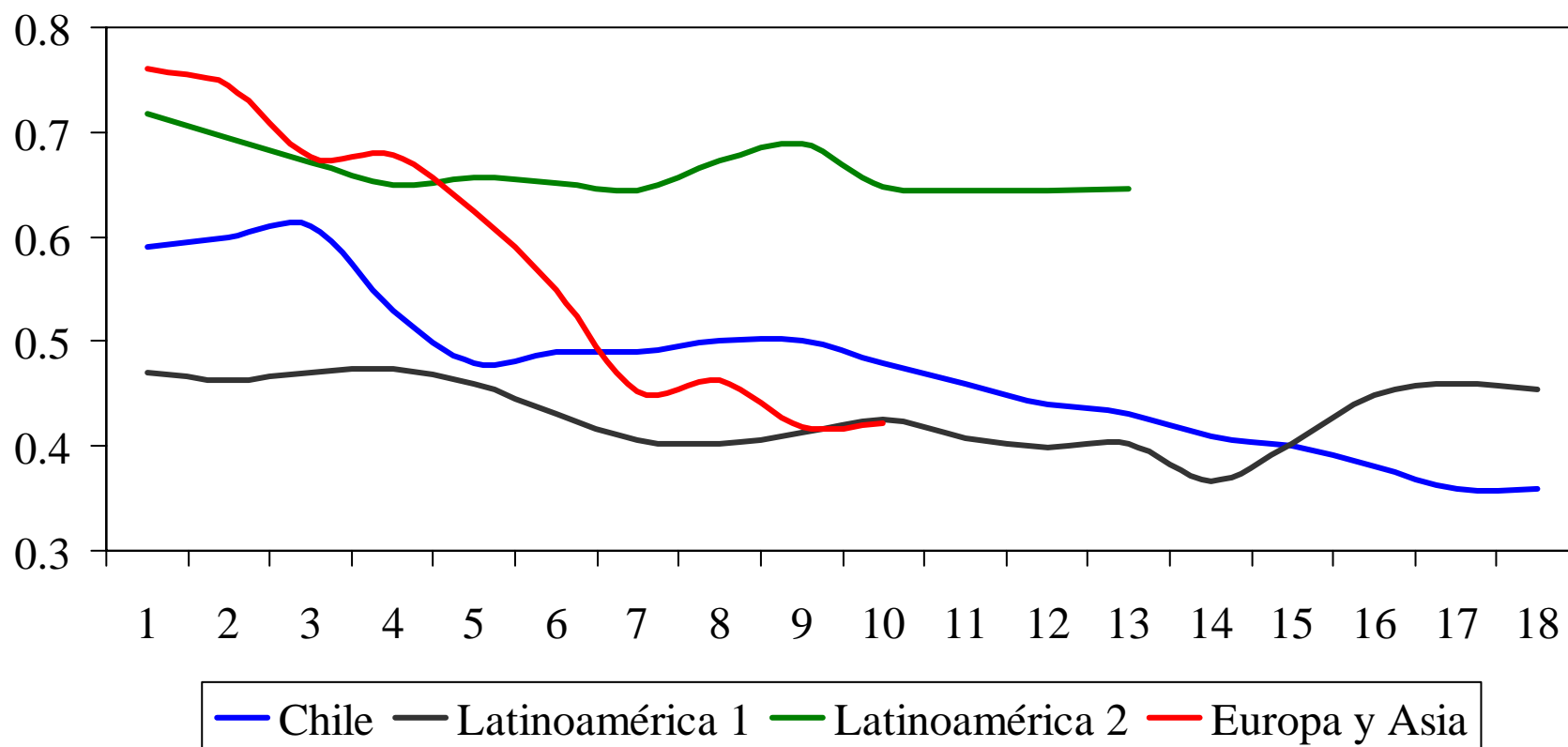
# Evolución de la Diversificación de Cartera de Fondos de Pensiones en 12 Países Reformados



■ Sector Estatal     
 ■ Sector Empresas     
 ■ Sector Financiero     
 ■ Sector Externo     
 ■ Otros Activos

# Evolución de la Concentración de la Cartera de Fondos de Pensiones en Grupos de Países

Evolución del Índice de Concentración (Herfindahl), en semestres posteriores a sus reformas



Latinoamérica 1: Perú, Argentina, Colombia y Uruguay. Latinoamérica 2: Bolivia, México y El Salvador. Europa y Asia: Kasajstán y Polonia

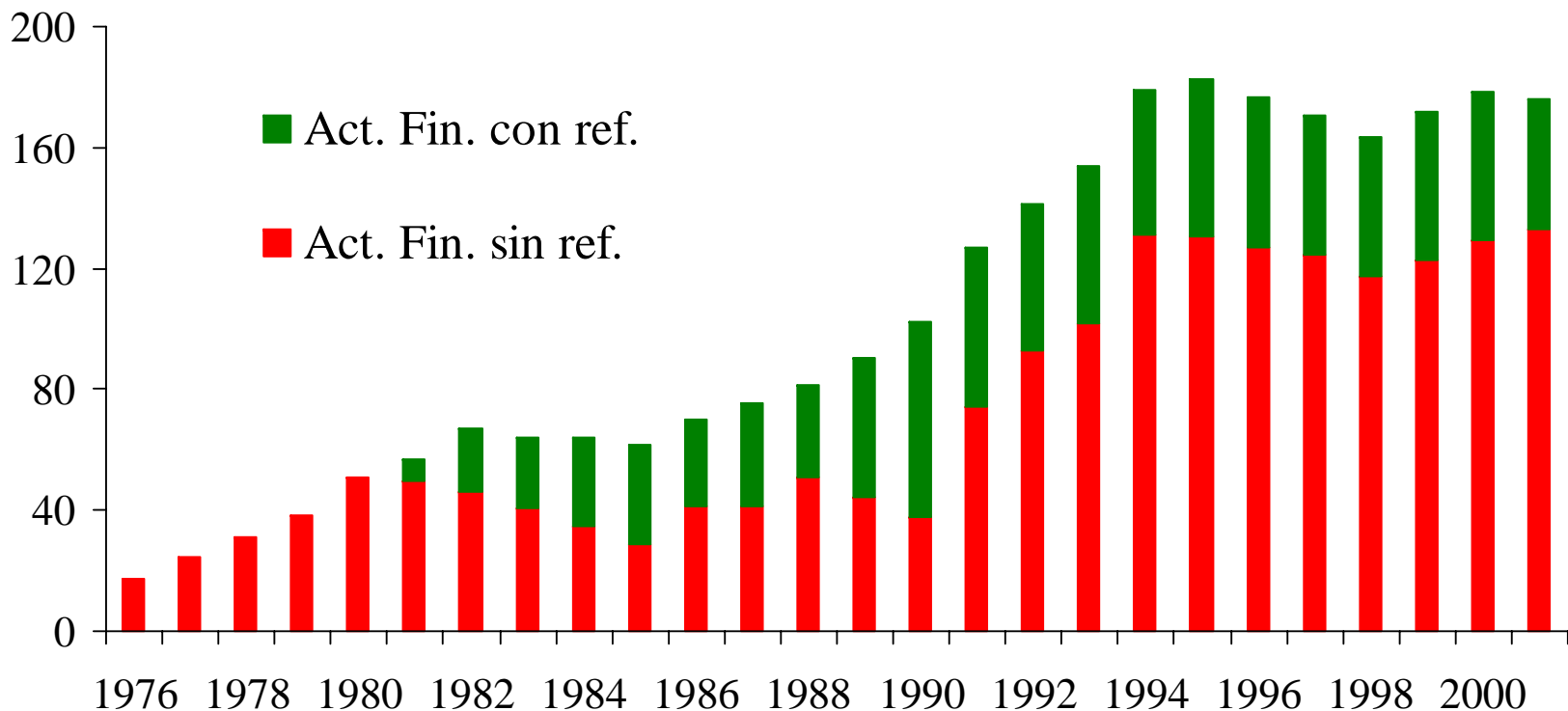
# Implicancias para RD

- Reducción de concentración de cartera de fondos de pensiones = ampliación de regulación + desarrollo financiero
- Pero: el desarrollo financiero y del mercado de capitales es el resultado de:
  - Estabilización macroeconómica y financiera de la economía
  - Reformas estructurales complementarias
  - El aporte del desarrollo del sistema de pensiones y de la inversión de los fondos en los mercados domésticos
- El caso de Chile ilustra este círculo virtuoso entre crecimiento del sistema de pensiones y el desarrollo financiero.

# Contribución del sistema de pensiones al desarrollo financiero de Chile, 1982-2003

La reforma de pensiones aportó de forma importante al desarrollo financiero en Chile (Corbo y Schmidt-Hebbel, 2003):

% PIB



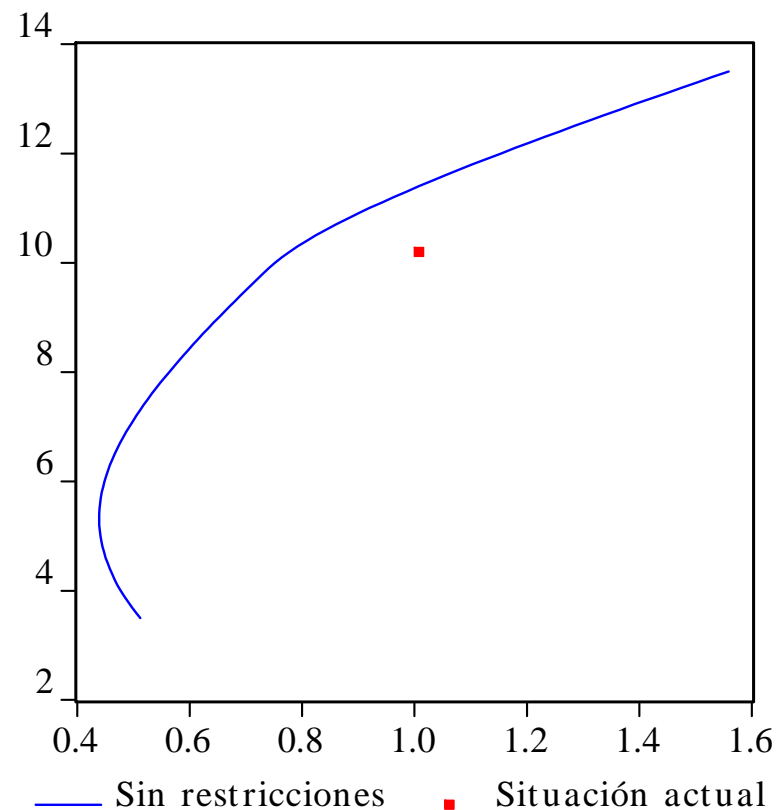
# **6. Fronteras de Riesgo-Retorno y Costo en Bienestar de la Concentración de las Inversiones**

# Fronteras de Riesgo-Retorno

- La combinación de retorno (medio) y riesgo (volatilidad) de la cartera de inversiones de los fondos de pensiones refleja:
  - las restricciones impuestas por la regulación,
  - la profundidad y diversidad del mercado doméstico de capitales, y
  - sujeto a las anteriores, las políticas de inversión de las administradoras.
- A base de metodología de optimización de cartera (ej., minimización varianza sujeta a retorno medio, u otra como VaR o max. utilidad de consumidor representativo) se puede derivar la frontera de retorno-riesgo para situaciones contrafactuales de menores restricciones regulatorias o mayor oferta de instrumentos locales, que llevan a una mayor diversificación.
- Levantar completamente las restricciones a la inversión de los fondos de pensiones evidentemente no es óptimo, por las posibles externalidades por problemas de agencia en la administración de fondos de pensiones.

# Frontera de Riesgo-Retorno sin Límites en Chile

- Experiencia internacional (vista arriba): evolución gradual desde “regulación draconiana” hacia “regulación más liberal”
- Basados en metodología de Bernstein y Chumacero (2004), podemos derivar frontera de riesgo-retorno contrafactual – sin límites de inversión – para los retornos efectivos (medias, varianzas y covarianzas) observados en Chile durante 1982-2004.



# Fronteras de Riesgo-Retorno en RD

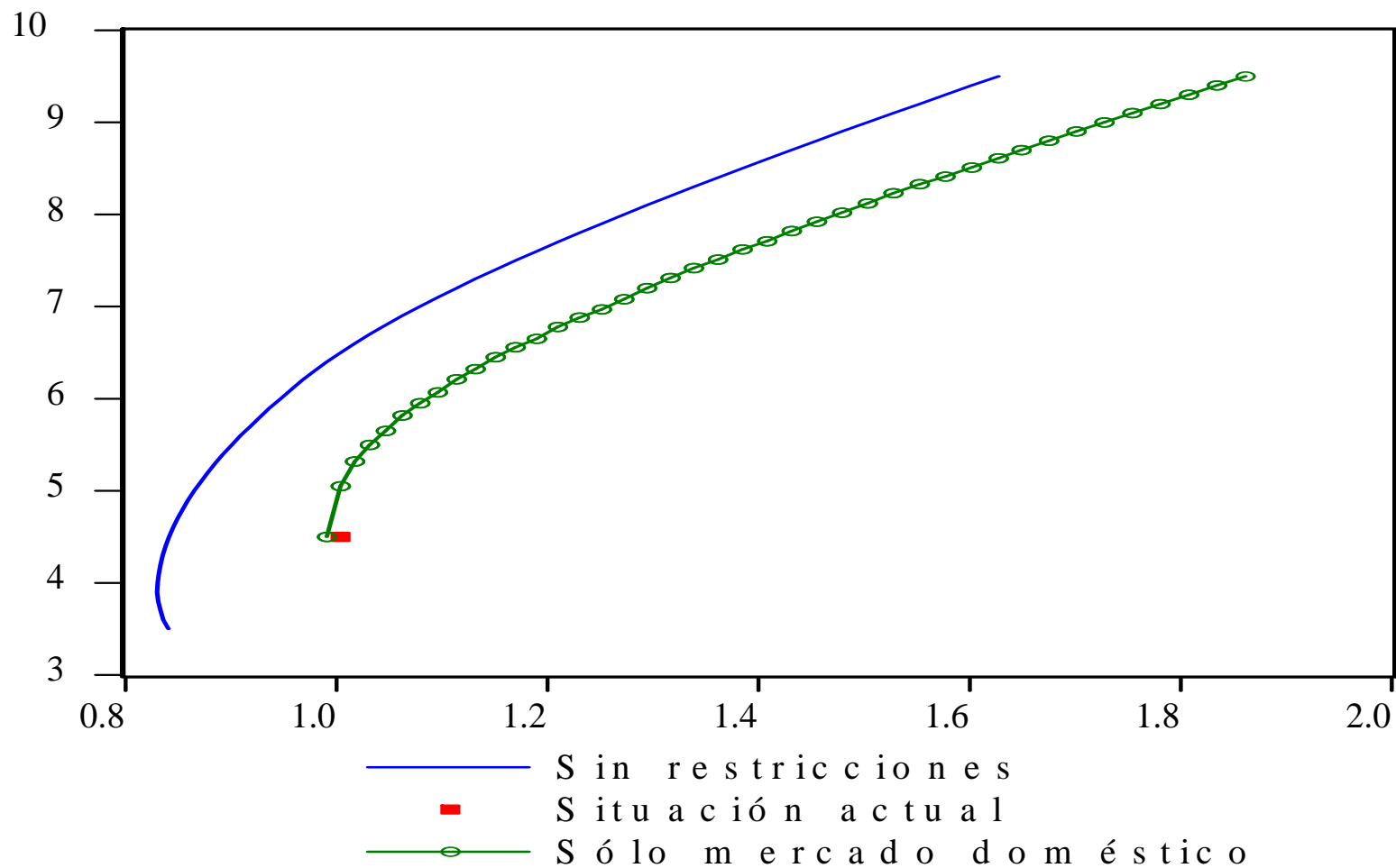
- Experiencia internacional (vista arriba): evolución gradual desde “regulación draconiana” hacia “regulación más liberal”
- No obstante lo anterior, es útil comparar la combinación riesgo-retorno actual con fronteras hipótéticas. Esto lo haremos para RD, basándonos en la metodología anterior
- Se consideran cuatro instrumentos que componen las carteras contrafactuales para RD:
  - Renta fija doméstica: tasa de interés real depósitos bancarios 30 días
  - Renta variable doméstica: sin mercado accionario, se supone que el PIB de RD refleja dividendo representativo de un fondo mutuo país, cuyo precio sombra es equivalente a un índice de precios de acciones ficticio.
  - Renta fija extranjera: retorno real bono Tesoro US (T-Bill 90 días)
  - Renta variable extranjera: índice accionario Dow Jones.

# Fronteras de Riesgo-Retorno para FP en RD

- Optimización de cartera lleva a las siguientes fronteras de riesgo-retorno, bajo 4 condiciones de creciente ampliación de tipos de instrumentos de inversión y disponibilidad de inversión en renta variable doméstica, considerando información de mercado de los últimos años.
- Notar que todas las combinaciones **marcadas** dominan en retorno ajustado por riesgo a la combinación actual.

Rentabilidad (%)	Cartera Actual (100-0-0-0)	Cartera Inv. Doméstica (100-30-0-0)	Cartera Realista (100-30-30-10)	Cartera Extrema (100-100-100-100)
4.5	1.00	<b>1.00</b>	<b>0.84</b>	<b>0.84</b>
5.0	X	<b>1.00</b>	<b>0.87</b>	<b>0.87</b>
6.0	X	1.09	<b>0.95</b>	<b>0.95</b>
7.0	X	1.25	1.11	1.08
8.0	X	1.47	1.32	1.27
9.0	X	1.73	1.57	1.50
10.0	X	2.00	1.84	1.75

# Fronteras de Riesgo-Retorno para FP en RD



# Carteras óptimas de inversión de FP en RD

- Manteniendo la volatilidad de la situación actual (observada en 2003-2004), la optimización de portafolio lleva a las siguientes carteras elegidas óptimamente:

Instrumento	Cartera Actual (100-0-0-0)	Cartera Inv Doméstica (100-30-0-0)	Cartera Realista (100-30-30-10)	Cartera Extrema (100-100-100-100)
Renta Fija Doméstica	100	97.5	79.5	79.0
Renta Var. Doméstica	0	2.5	6.6	5.8
Renta Fija Extranjera	0	0	3.9	1.9
Renta Var. Extranjera	0	0	10.0	13.3

# Costo en Bienestar de la Concentración de Cartera actual en RD

- Manteniendo la volatilidad observada en 2003-2004, se puede calcular el costo en bienestar (riqueza equivalente) de la situación actual, en comparación con carteras más diversificadas mantenidas en el período 2003-2004
- Se indica el subsidio que debe pagarse a los consumidores para dejarlos indiferentes con la situación actual [y el retorno medio que se obtendría]:

Cartera Actual (100-0-0-0)	Cartera Inv. Doméstica (100-30-0-0)	(3) Cartera (100-30-30-10)	(4) Cartera (100-100-100-100)
0.00 [4.5]	0.36 [5.0]	0.95 [6.2]	1.13 [6.4]

# **7. Desarrollo de Instrumentos y Mercados Financieros en RD: Desafíos Pendientes**

# Bonos de Gobierno y del BCRD

- Colocación de nuevos bonos de gobierno, después de reciente aprobación de Ley Bonos 2005
- Emisión de certificados del BCRD
- Profundización del mercado secundario de títulos de gobierno y del BCRD en Bolsa de Valores
- Emisiones futuras de títulos del BCRD y de gobierno: extensión gradual de madureces de emisiones bonos a 10 años plazo y a bonos indexados a inflación (o tipo de cambio)
- Reestructuración de deudas pendientes del gobierno, ajuste fiscal y caída de la inflación llevarán a significativa reducción de tasas interés de títulos de gobierno y del BCRD.

# Bonos Hipotecarios

- Situación actual: letras hipotecarias son pasivos de los bancos respaldados sólo por capital de bancos
- Por desarrollar:
  - letras hipotecarias respaldadas por hipotecas
  - titularización de préstamos hipotecarios
  - participaciones en sociedades de inversiones inmobiliarias
  - mercados secundarios para los nuevos instrumentos
- Desarrollo mercado instrumentos hipotecarias se promueve con uso de instrumentos reajustables (Ej. UF diaria en Chile).

# Bonos Corporativos

- En el mercado de bonos corporativos se observan condiciones similares a las observadas en el mercado de acciones - un mercado actualmente inexistente
- Primeras emisiones de bonos corporativos en el presente abren posibilidad cercana de inversión por FP.

# Acciones (1)

- Mercado actual de emisión y transacciones públicas de acciones de empresas es inexistente
- Contrasta con mercado de emisiones privadas (entre bancos y empresas relacionadas; entre empresas y clientes)
- 98% transacciones de Bolsa de Valores en papeles comerciales
- Limitaciones para desarrollo de mercado accionario:
  - tamaño pequeño de emisores y del mercado potencial (economías de escala por gastos fijos de primera emisión para empresas y bolsa y de transacciones secundarias)
  - control familiar de empresas
  - débil cultura de transparencia de información financiera de empresas
  - débil control tributario de empresas incentiva evasión y manejo cerrado
  - marco legal de regulación de sociedades abiertas es nuevo; capacidad supervisora de valores está en desarrollo; aprendizaje por empresas y supervisores es costoso.

## Acciones (2)

- Pero hay significativos avances recientes en: infraestructura legal (Ley de Valores, DCV), administración y tecnología nueva en Bolsa de Valores, posible cross-listing con bolsas de la región
- Primeras emisiones de acciones por grupo privado en futuro cercano abren otra posibilidad de inversión por FP
- Promover transacciones de acciones globales y emisión de acciones de proyectos locales de multinacionales en Bolsa de Valores de RD.

# Nuevos Mercados e Instrumentos para la Inversión por los Fondos de Pensiones

- Derivados cambiarios (futuros): para reducir riesgo cambiario de la inversión extranjera de los FP
- Bonos securitizados de infraestructura. Requiere de programa de gobierno de inversión privada en infraestructura, con desarrollo de mercado de bonos securitizados
- Títulos o participaciones en fondos de inversión en empresas pequeñas y medianas, con garantías sobre los activos de las empresas.

# 8. Conclusiones

# Conclusiones

- (1) La reforma de pensiones de RD combina una ambiciosa protección social universal (primer pilar) con un sistema contributivo clásico (segundo pilar) con elementos innovadores
- (2) El inicio y desarrollo del sistema resistió exitosamente la crisis macroeconómica y financiera de 2003-2004. Su evolución futura es condicional al éxito en lograr la estabilidad macro y financiera de RD, que parece muy factible a la luz de las políticas en curso
- (3) La infraestructura legal del sistema de pensiones, de la banca y del mercado de capitales es de frontera internacional, pero los marcos regulatorios y su aplicación están en adecuación y aprendizaje por reguladores y regulados.

# Conclusiones

- (4) Debido a la falta de instrumentos y las restricciones a tipos de instrumentos, la actual concentración de 100% de la cartera de FP en pasivos bancarios domésticos es ineficiente
- (5) La diversificación depende: (i) del pronto levantamiento de restricciones sobre los tipos de instrumentos en que pueden invertir los FP (públicos y extranjeros), y (ii) del desarrollo del mercado de capitales doméstico
- (6) Urgen reformas complementarias para promover la estabilidad macro-financiera y el desarrollo del sistema de pensiones. Una reforma importante es una reforma tributaria (2006), que reemplace los actuales impuestos ad hoc y distorsionadores por impuestos generales (directos e indirectos) más eficientes y promotores de la profundización financiera de la economía dominicana.

# Referencias

- *Corbo, V. y K. Schmidt-Hebbel (2003). “Efectos Macroeconómicos de la Reforma de Pensiones en Chile” en Resultados y Desafíos de las Reformas a las Pensiones, FIAP.*
- *Berstein y Chumacero (2004). “Quantifying the Costs of Investment Limits for Chilean Pension Funds”, Documento de Trabajo N°248, Banco Central de Chile.*

# **El Sistema de Pensiones Dominicano y Su Régimen de Inversiones: Diagnóstico y Desafíos**

**Klaus Schmidt-Hebbel**

**Seminario Internacional AIOS-SIPEN sobre  
“Evolución y Perfeccionamientos Recientes  
de los Sistemas de Pensiones de América Latina”**

**Santo Domingo, 25 de mayo de 2005**