

Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudios de Posgrado

**CARRERA DE ESPECIALIZACIÓN EN
ADMINISTRACIÓN FINANCIERA**

TRABAJO FINAL DE ESPECIALIZACIÓN

Análisis de la estructura de inversión del sector asegurador
de Paraguay desde el punto de vista de la elección de
instrumentos financieros en el periodo 2014 – 2018

AUTOR: MARÍA LAURA CANDIA

DOCENTE DEL TALLER: HERNÁN RUGGERI

JUNIO 2020

Resumen

En el presente trabajo de investigación se plantea dar respuesta al interrogante con respecto a cuáles son los factores que determinan la elección de los instrumentos de inversión en el sector asegurador paraguayo en el periodo 2014 – 2018. Para ello, en un primer momento, se describe de forma global el mercado asegurador, su naturaleza, características y su papel dentro de la economía. De forma particular, además, se exponen datos estadísticos oficiales del sector asegurador paraguayo en el que se refleja, la estructura del mercado, el desempeño económico y financiero de éste sector al término del año 2018, teniendo en cuenta la reglamentación vigente. En un segundo momento, se hace especial atención a los conceptos que intervienen al momento de llevar a cabo una inversión; tales como *activos financieros, instrumentos financieros, títulos y carteras de inversión*.

Desde un enfoque analítico se pretende, estudiar, por un lado, la evolución de la comercialización de títulos dentro del mercado de valores de Paraguay dentro del periodo 2014 – 2018, destacando, desde el punto de vista de la comercialización de títulos, el porcentaje de participación de cada uno y el tipo de mercado que predomina; y, por otro lado, la composición de la cartera de inversión del sector asegurador y el ingreso que éstas generan desde el punto de vista de la diversificación de inversión en el mismo periodo de análisis. De ambos estudios se pretende relacionar los resultados e identificar los factores que sostienen la elección de los instrumentos de inversión del sector asegurador paraguayo.

Palabras clave: Mercado asegurador - Mercado de valores - Instrumentos de inversión – Cartera de inversión

Índice General

Resumen	2
Capítulo 1: Introducción.....	4
Planteamiento del problema.	6
Objetivos de investigación.	6
Fundamentación	6
Metodología a utilizar.....	7
Capítulo 2: Marco Teórico.....	9
Inicios del seguro como actividad	9
La economía y el sector asegurador	10
Capítulo 3: Sector asegurador del Paraguay.	15
3.1 Mercado asegurador	16
3.2. Indicador de desempeño económico.....	18
3.3. Indicadores de desempeño financiero	19
3.4. Inversiones.....	20
Capítulo 4: Instrumentos de inversión y el mercado de valores	22
4.1. Clasificación de Instrumentos	22
4.1.1. Instrumento de renta fija:.....	22
Bonos.....	22
4.1.2. Instrumento de renta variable:	24
Acciones	24
4.2. Mercado de valores.....	26
Capítulo 5: Composición de la cartera de inversión.	29
5.1. Activos financieros e Instrumentos financieros.....	30
5.2. Diversificación de Cartera de inversión.	31
5.3. Composición de la cartera de inversión.....	34
5.4. Impacto de las inversiones en activos financieros como generadores de ingresos	40
6. Conclusión	42
Referencias bibliográficas.	44
Anexos.....	45

Capítulo 1: Introducción

El sector asegurador en general tiene características particulares en cuanto a su naturaleza, características y funcionamiento; en particular, en esta investigación se analiza la estructura de inversión del mercado asegurador de Paraguay dentro del periodo 2014 – 2018 con el propósito de determinar los factores que determinan la composición de las inversiones de las compañías de seguros teniendo en cuenta las normas vigentes. Para el abordaje del análisis propuesto, el trabajo está compuesto por 6 capítulos titulados como sigue: Introducción, Marco Teórico, Sector asegurador del Paraguay, Instrumentos de Inversión y el mercado de valores, Composición de la cartera de inversión y Conclusión.

En el capítulo 1 – Introducción, se plantea la problemática, los objetivos, la fundamentación y la metodología utilizada en el desarrollo del trabajo. En el planteamiento del problema exponemos la necesidad de identificar los factores determinantes al momento en que las compañías diversifican sus carteras, enmarcado dentro del análisis histórico de la estructura de inversión de la industria aseguradora.

Presentaremos los objetivos de la investigación en lineamiento con la problemática propuesta donde el principal objetivo será el análisis de los factores que determinan la composición la cartera de inversión de la industria aseguradora, esto desde el punto de vista de las compañías de seguros que la integran. Además, se identificarán los principales indicadores económicos de la industria aseguradora, los principales instrumentos de inversión según el tipo de renta asociada que se negocian en el mercado de valores, y se analizará la composición histórica de la diversificación de las carteras de inversión de las compañías de seguros desde el año 2014 al 2018.

Luego, en el capítulo 2 – Marco teórico, se hace referencia al inicio del seguro como actividad, al papel del seguro dentro de la economía internacional de modo a contextualizar al sector asegurador paraguayo, tomando como base conceptos, ideas y citas de estudios y publicaciones relacionadas a América Latina y Paraguay.

En una primera parte expondremos sobre las ideas expuestas de varios autores sobre los inicios del seguro como actividad desde sus orígenes hasta la actualidad, en una

segunda parte desplegaremos conceptos y afirmaciones basadas en estudios realizados sobre la relación existente entre las industrias aseguradoras y las economías de América Latina desde dos enfoques, primero, el papel que desempeña la industria del seguro como aporte dentro de una economía y, segundo, la relación entre el comportamiento de la economía de un país y la industria aseguradora en América Latina y en particular en Paraguay.

Dando continuidad al desarrollo del trabajo, en el capítulo 3 – Sector asegurador del Paraguay, se mencionan datos históricos referentes a la evolución de ese sector, tomando los acontecimientos más importantes que hicieron parte de su naturaleza y características. Situaremos en contexto al sector asegurador de Paraguay teniendo como punto de partida la actualidad del mercado asegurador como sus características en cuanto a estructura y tamaño del mercado, el desempeño económico y financiero del sector en base a la producción en términos porcentuales, la rentabilidad, estructura de financiamiento mediante datos estadísticos oficiales correspondientes al año 2018. Además, expondremos los instrumentos de inversión habilitados según las normas vigentes.

Seguidamente, en el capítulo 4 – Instrumentos de Inversión y el mercado de valores, se plantea menciona en forma amplia los conceptos de los principales instrumentos de inversión desde el punto de vista de la renta que generan, además, se plantea un análisis sobre mercado de valores de Paraguay tomando datos de su evolución, estructura (cantidad de participantes), principales productos, niveles de operación (en millones de USD/año) y diversificación correspondiente al periodo de análisis.

Posteriormente, en el capítulo 5 – Composición de la cartera de inversión, se avanza sobre algunos conceptos principales que hacen a las inversiones en general abordando la diversificación de la cartera de inversión desde la perspectiva de la *Teoría del portafolio*. Seguidamente, se plantea un análisis histórico de la diversificación de las inversiones realizadas por el sector asegurador teniendo como foco el porcentaje de participación de cada instrumento en el periodo de análisis planteado y, en cómo estas impactan en la generación de ingresos por inversión.

Finalmente, en el capítulo 6 –se presenta la Conclusión del trabajo, se determinan los principales factores que sopesa la diversificación de la cartera de inversión del sector asegurador paraguayo, teniendo en cuenta el análisis histórico realizado (periodo 2014 - 2018), mencionando, además, las principales relaciones observadas a lo largo de éste trabajo de investigación.

Planteamiento del problema.

¿Cuáles son los factores que determinan la elección de un instrumento financiero como inversión en el sector asegurador en Paraguay en el periodo 2014/2018 dentro de las reglamentaciones vigentes y desde el punto de vista de las compañías de seguros?

Objetivos de investigación.

El objetivo principal es analizar los factores de que determinan la composición de las inversiones en el sector asegurador de Paraguay desde el punto de vista de las compañías integrantes de éste sector.

Los objetivos específicos a desarrollar dentro de este trabajo son tres. El primero consiste en identificar los principales indicadores económicos del sector asegurador y los instrumentos de inversión habilitados según la legislación vigente. El segundo objetivo propuesto es determinar los principales instrumentos de inversión desde el punto de vista de los flujos que generan; y, el uso de éstos en el mercado de valores. Y como tercer objetivo planteado es analizar a través del tiempo la composición, diversificación de la cartera de inversión y el impacto de ésta como generadora de ingresos en las compañías de seguros.

Fundamentación

El sector asegurador en Paraguay, por reglamentación del Banco Central del Paraguay a través de la Superintendencia de Seguros (SIS), institución reguladora, tiene la obligación de invertir en determinados instrumentos bajo ciertas condiciones particulares enunciadas en un marco legal vigente. Teniendo en cuenta ésta prerrogativa surge la necesidad de identificar los instrumentos disponibles para las inversiones a los

que pueden acceder las compañías de seguros y cuales son las características de los mismos.

Tomando como base las normativas vigentes debemos identificar la estructura de inversión del sector asegurador, teniendo como principal análisis la composición de su cartera de inversión de modo a determinar el grado de diversificación y participación de cada uno de los instrumentos que lo componen y sus relaciones con otros mercados, más precisamente el mercado de valores.

Teniendo en cuenta lo mencionado en párrafos anteriores esta investigación va encaminada a analizar la estructura de inversión del sector asegurador para ello tendremos en cuenta, por una parte, el análisis del mercado de valores desde el punto de vista de los productos y el volumen de comercialización en el desde el año 2014 al 2018, y por otra parte, el análisis de la composición de la cartera de inversión de las compañías de seguros identificando los instrumentos utilizados y el porcentaje de participación de cada uno de ellos en el mismo periodo. Ambos análisis nos aportarán información que facilite la identificación de los factores que determinan la elección de los instrumentos financieros al momento de la composición de la cartera de inversión del sector asegurador.

Metodología a utilizar

Para la identificación de los principales datos económicos que registra el sector asegurador paraguayo recurriremos a los informes anuales del mercado asegurador de los años 2016 al 2018 publicados por el B.C.P (Banco Central del Paraguay) analizando variables como la producción, la rentabilidad, la estructura de financiamiento del periodo 2017/2018. Para la identificación de los instrumentos de inversión habilitadas para el sector asegurador en Paraguay vigente al año 2018 indagaremos sobre las leyes, reglamentaciones y resoluciones vigentes a través de la página web del Banco Central del Paraguay - Super Intendencia de Seguros (S.I.S) que en este caso es la institución reguladora del sector mencionado.

Una vez realizada la identificación de los instrumentos de inversión habilitados analizaremos sobre el mercado de valores en Paraguay, en un primer momento haremos

una distinción de conceptos sobre los instrumentos de inversión disponibles según el tipo de renta asociada (fija o variable), y en un segundo momento identificaremos las características del mercado de valores de Paraguay como su estructura y principales productos comercializados.

En relación a la clasificación de instrumentos de inversión según el tipo de renta asociada, fija o variable profundizaremos sobre los bonos y acciones, los cuales son considerados como los instrumentos más significativos para esta distinción. Expondremos sus principales características en cuanto a variables como ser valor nominal, plazo de vencimiento, tasa de interés y precio.

En cuanto a la estructura que presenta el mercado de valores investigaremos sobre quiénes son los agentes que la componen y cuantos son al cierre del año 2018 de modo a identificar la cuantía total de la estructura. Además, estudiaremos sobre los principales instrumentos comercializados en el mercado de valores mediante el análisis del volumen de ventas en millones USD de los últimos cinco años (2014/2018). Todo lo expuesto tendrá como fuente a bibliografía especializada, estadísticas oficiales y los boletines estadísticos anuales elaborados por el Banco Central de la Paraguay, además de las publicaciones de la Asociación Paraguaya de Compañías de Seguros.

Finalmente, para la determinación de los factores que determinan la elección de los instrumentos de inversión realizaremos un análisis a través del tiempo, por un lado, sobre el grado de desarrollo del mercado de valores paraguayo utilizando como variable los tipos de productos comercializados y el volumen de transacción registrados en millones de USD y, por otro lado, la composición de inversiones realizadas por las compañías de seguros desde el año 2013 al 2018 sobre los tipos de activos que utilizan para conformar su cartera y el porcentaje de participación de cada una de ellas esto teniendo como fuente a la pagina web de los boletines estadísticos anuales elaborados por el Banco Central de la Paraguay y la Comisión Nacional de Valores buscando consolidar información estadística relevante sobre las proporciones o porcentajes de los instrumentos de inversión utilizados dentro del sector asegurador.

Capítulo 2: Marco Teórico

Inicios del seguro como actividad

En términos de González, María (2000), en su obra *Importancia económica y social del seguro*:

El seguro, como actividad humana, guarda una gran relación bilateral con los avances sociales a los que favorece y de los que recibe impulsos que le obligan a evolucionar. Esto ha sido así desde sus orígenes históricos más remotos. El seguro propiamente dicho es una institución relativamente reciente ya que hace su aparición como tal en la Edad Media de la mano de la navegación marítima. Pero su característica de compensar la desgracia de unos pocos con la fortuna de muchos, la solidaridad innata a la actividad aseguradora, ya se encontraba en las prácticas de las tribus de nuestros antepasados. (p.1)

La necesidad de contar con bases científicas para asumir los riesgos individuales, fomentó trabajos sobre el cálculo de probabilidades, facilitando la tarea de Pascal y Fermat, estudios de mortalidad como los de Halley y formulaciones como la Ley de los Grandes Números de Bernouilli.

La vida económica más compleja y refinada, el cambio de un hábitat rural a uno urbano, los nuevos riesgos de la actividad industrial y la dependencia del salario del siglo XIX y gran parte del XX, favorecen el desarrollo de un amplio abanico de seguros bajo el principio básico de la libertad contractual. Pero en el siglo XX el individualismo encuentra sus límites en el bien común, en las necesidades sociales y en la protección de las víctimas. Ello impulsa nuevos logros sociales como la regulación del contrato de seguro, instrumento concreto del sistema de protección de los consumidores, el control de las entidades aseguradoras y el establecimiento como obligatorios de muchos seguros, principalmente de responsabilidad civil.

En este recorrido histórico se observa con claridad el paralelismo entre la evolución económica y social y el seguro. Si no fuera por la posibilidad que el seguro ofrece de ponerse a cubierto en muchos riesgos, ¿cómo habría podido el capitalista aventurar sumas

tan grandes en los negocios? A su vez, la gran industria y el comercio han fomentado la explotación a gran escala del seguro.

La economía y el sector asegurador

Desde el punto de vista de la relación existente entre las industrias aseguradoras y las economías de América Latina, se pueden mencionar dos enfoques, primero, el papel que desempeña la industria del seguro dentro de una economía teniendo en cuenta sus aportes al desarrollo económico y social de un país, y las contribuciones del sector para dinamizar otros sectores productivos; y, segundo, la relación entre el comportamiento de la economía de un país y la industria aseguradora tomando como variables el desarrollo del sector financiero, el ingreso per cápita, la inflación, la demanda y la transferencia de riesgos.

Con relación al papel que desempeña el seguro dentro de la economía González, María (2000), en su obra *Importancia económica y social del seguro* afirma:

El seguro desempeña un papel fundamental en la economía general del país; favorece el desarrollo económico y éste crea nuevas exigencias al seguro. Incluso el seguro viene a ser una de las expresiones más ponderadas de la evolución macroeconómica, utilizándose con frecuencia la recaudación de primas como un indicador económico. (p.2)

Las formas en que el seguro aporta sus servicios al desarrollo económico y social e incrementa la renta nacional son muy variadas: primero, fomenta la propensión a la inversión productiva de fondos ajenos; las nuevas empresas e inversiones no se producirían sin la garantía de reposición de la inversión en caso de siniestro; segundo, el propio coste del seguro se capitaliza e invierte, a su vez, en la economía nacional, tratándose, además, en su mayor parte de inversiones a largo plazo y; tercero, es un poderoso instrumento de fomento y captación de ahorro.

Como instrumento canalizador del ahorro está en competencia directa con otros instrumentos financieros, pero goza de su especial característica financiera: la duración y estabilidad del ahorro. El sector asegurador es un inversor institucional que si hasta

épocas recientes ha facilitado la inversión pública siendo suscriptor nato de importantes volúmenes de deuda emitida por el Estado, en este momento, al necesitar otro tipo de activos e invertir en mercados privados, está contribuyendo a crear mercados financieros más profundos y diversos, favoreciendo la competencia entre ellos al dirigirse a los más operativos y permitiendo de este modo una más barata financiación de las empresas privadas.

Se facilita así el nacimiento de nuevas iniciativas empresariales y la creación de nuevos puestos de trabajo que finalmente volverán a alimentar a la industria aseguradora mediante tres enfoques:

Primero, el seguro realiza una importante labor de prevención mediante la selección de riesgos y la adecuada cotización de primas. Los asegurados con el ánimo de no ser rechazados o primas recargadas, se ven impulsados a presentar riesgos bien vigilados y a mejorarlos constantemente. En las últimas décadas han alcanzado bastante protagonismo las técnicas de gerencia de riesgos, consistentes en el análisis y valoración de los riesgos con carácter previo o concomitante a su cesión al seguro.

Segundo, su origen vino provocado por el seguro, pero sus beneficios se extienden más allá de sus fronteras. La causa de su existencia fue buscar la eficiencia de los recursos económicos transferidos al seguro en el seno de grandes empresas industriales, comerciales y de servicios. Pero buscando tal abaratamiento en las primas se han generado técnicas de análisis pormenorizado de los riesgos que gravitan sobre los componentes básicos de una actividad económica, bienes o capital material y hombres o capital humano, y se han desarrollado medidas de protección sistemática, así como constante seguimiento de su grado de eficacia.

Tercero, el seguro juega un importante papel en materia crediticia: refuerza la posición del acreedor hipotecario quién se beneficia, en caso de siniestro, con el importe de la indemnización. Otro tanto ocurre con la venta a plazos, con la compra de viviendas antes de estar concluidas, en que cantidades anticipadas son garantizadas por un asegurador o la exportación de productos a riesgo de insolvencia del importador o sometidos a los riesgos de inestabilidad económica o políticas de países de destino.

Continuando con el enfoque internacional sobre el papel del seguro en esta última década podemos citar la publicación de CELAG (Centro Estratégico Latinoamericano de Geopolítica), (2017), donde se propone que:

El sector asegurador tiene un papel fundamental en la economía actual y, especialmente el privado, ha sido protagonista de un enorme desarrollo y crecimiento en las últimas décadas. Algo que guarda una relación directa con la expansión del sector financiero.

De esta manera la publicación señala la relación directa entre el crecimiento del sector asegurador y la expansión del sector financiero, las causas de esta estrecha interrelación entre estos dos sectores económicos se describen de esta manera:

Por la naturaleza del sector, la banca siempre ha tenido una presencia importante en el negocio asegurador, algo que ha aumentado en las últimas décadas con el desarrollo y expansión de las finanzas y, especialmente, con la búsqueda de nuevos nichos de negocio para mejorar su posicionamiento en la crisis actual. Es lo que se denomina el sector banca-seguros, lo que muestra el nivel simbiótico al que han llegado ambos sectores.

(...) Respecto a los seguros, es cierto que uno de los principales intereses de la banca consiste en la captación de primas para las pensiones, lo que explica su férrea lucha contra los sistemas públicos. No obstante, el sector bancario-financiero está presente prácticamente en todos los tipos de seguros existentes. De hecho, constantemente aprovecha las relaciones comerciales y crediticias con sus clientes para incorporar en la venta cruzada multitud de seguros de todo tipo. Algo que realiza aprovechando su posición de ventaja y poniendo de manifiesto, nuevamente, la lejanía de todo negocio bancario del ideal de mercado competitivo.

Además, la cantidad de capital que exige este sector para hacer frente a las posibles indemnizaciones se convierte en una barrera de entrada para muchos capitales, pero que la banca supera con facilidad.

Una vez culminado con apartado del papel del seguro en las economías exponemos otro enfoque, en este caso la relación de la economía con la industria aseguradora.

En referencia a la correlación del comportamiento la economía de un país dentro de la industria aseguradora podemos citar dos publicaciones, por una parte, “Economía y Seguro en América Latina”, (2012), y por otra parte “El mercado asegurador Latinoamericano en 2017”, (2018).

Según se menciona en la publicación “Economía y Seguro en América Latina” realizada por la Federación de Aseguradores Colombianos, (2012), varios autores históricamente han afirmado que existe gran interrelación entre el comportamiento económico y el desarrollo de los seguros:

Beenstock et al (1988) y Outreville (1990) al realizar un análisis de los datos panel en países desarrollados y en vía de desarrollo, encuentran que el principal factor que incide en la demanda de seguro de daños es el desarrollo económico de los países y el desarrollo del sector financiero.

Por su parte Zhi Zhou (1998) encuentra que en china tanto el ingreso per cápita como la inflación incide en el desarrollo del sector asegurador.

El banco mundial establece que los seguros pueden ser vistos como un bien normal, es decir que su demanda aumenta en la medida en que aumenta el ingreso. (Lester, 2002).

Un modelo reciente que utiliza datos panel para América Latina, muestra que los seguros, al transferir riesgo, contribuyen al crecimiento económico. (Concha, 2012).

De esta forma la publicación, mediante una recopilación histórica de varios autores da cuenta de la interrelación del comportamiento del mercado asegurador y las economías donde se desarrollan, tomando como tópicos de análisis el desarrollo del sector financiero, el ingreso per cápita, la inflación, la demanda y la transferencia de riesgos.

Dando continuidad a este enfoque, en su publicación “El mercado asegurador latinoamericano en 2017”, realizada por la Fundación MAPFRE, (2018), menciona la

correlación entre la evolución del mercado asegurador y la evolución del PIB en América Latina. Las bases tomadas para el estudio son las primas de las compañías de seguros (en millones de USD) y el PIB (en tasas de crecimiento nominal anual, %) desde el año 2007 al 2017. En este análisis se afirma que la recuperación económica vivida por América Latina en 2017 ha favorecido al desarrollo del mercado asegurador.

Con el estudio mencionado en el párrafo anterior, tomando como base de análisis el comportamiento de las primas emitidas por las compañías y crecimiento del PIB de los países de América Latina (2007/2017), los autores afirman la correlación existente entre el comportamiento del mercado asegurador y comportamiento del ciclo económico.

En lo correspondiente a la relación entre el sector asegurador y la economía en Paraguay, podemos citar la publicación sobre la “Evolución y desafíos del sector diego asegurador paraguayo” realizado por CADEP (Centro de Análisis y Difusión de la Economía Paraguaya), 2016, donde se analizó la evolución del sector asegurador desde el año 2012 al 2015 con cifras financieras que en gran medida confirman la estabilidad histórica de este sector, que no ha conocido de graves crisis de solvencia en varias décadas. Asimismo, se mencionan los desafíos inherentes al desarrollo de este sector donde podemos destacar lo correspondiente los resultados financieros como el manejo de la liquidez y las formas de inversión.

El Banco Central del Paraguay (B.C.P) a través de la Superintendencia de Seguros (SIS) es la autoridad responsable del control y la regulación del sector asegurador en Paraguay, es la que reglamenta los instrumentos de inversión que pueden ser utilizados por las compañías de seguros y bajo qué condiciones particulares. En su “Informe anual del mercado asegurador ejercicio 2017/2018”, (2019), menciona que “En sintonía con los niveles de crecimientos positivos registrados en la economía paraguaya, las primas directas han venido evolucionado satisfactoriamente, reflejando en cierta forma el vínculo entre el desarrollo del mercado asegurador y el crecimiento económico” (p.8).

Por otra parte, el informe menciona además que la regulación del mercado asegurador está supeditada a la creación de un ambiente de confianza entre todos los actores, aportando a una mayor eficiencia en la asignación de los recursos. “Por tanto, las regulaciones tienen como finalidad velar por la solvencia del sistema, la cual está definida

por la capacidad de las entidades aseguradoras para hacer frente a todos sus compromisos, (...) El marco regulatorio impone la constitución de provisiones y reservas técnicas, las cuáles deben ser suficientes para hacer frente a las indemnizaciones y gastos originados de las contingencias” (p.20). Las provisiones y reservas técnicas deben estar respaldadas por inversiones en activo financieros y por otros tipos de activos especificados por la SIS.

Como lo hemos mencionado en los párrafos anteriores el sector asegurador en Paraguay ha sido estudiado en forma muy general en cuanto a su impacto económico, pero en lo referente a la manera en la que invierte sus resultados financieros, su liquidez, no ha sido abordado de manera específica por lo que es objeto de esta investigación profundizar en la composición de los instrumentos de inversión que realizan las compañías de seguros y cuáles son los factores que determinan composición de su cartera de inversión.

Capítulo 3: Sector asegurador del Paraguay.

El objetivo de este capítulo es examinar el sector asegurador de Paraguay teniendo en cuenta la naturaleza de la actividad y las características económicas del mercado para lo cual se pondrá especial énfasis en la estructura, la concentración y la cuota de penetración del sector asegurador según datos oficiales.

Siguiendo con el análisis del sector, se indagará sobre los datos de producción que registran las compañías de seguros haciendo énfasis en la composición por secciones. Los indicadores de desempeño del sector como la rentabilidad, la estructura del financiamiento y el margen de solvencia también formara parte del estudio económico financiero de este sector productivo.

Finalmente, identificaremos los instrumentos de inversión con los que cuentan las compañías de seguros según marco regulatorio vigente. La fuente que tomaremos para la presentación de este análisis serán los informes oficiales publicados por el Banco Central del Paraguay en su “Informe Anual del mercado asegurador 2016/2017” y el “Informe Anual del mercado asegurador 2017/2018” y las resoluciones vigentes.

3.1 Mercado asegurador

Para adentrarnos al estudio del sector asegurador propuesto, inicialmente lo abarcaremos al mercado asegurador de forma general teniendo en cuenta la *naturaleza* de la actividad aseguradora como actividad económica, seguidamente mencionaremos *las características* identificando tanto los productos ofrecidos por las compañías aseguradoras como el objetivo de ésta actividad, además, analizaremos la estructura desde el punto de vista de la concentración del mercado y la cuota de penetración, por último, indagaremos sobre la *producción* del sector de manera a identificar la composición por secciones.

Naturaleza

De acuerdo a la clasificación de los sectores institucionales, el de seguros se define como un subsector dentro de las sociedades financieras. Así definen a las sociedades de seguros como empresas cuya función principal es la de ofrecer seguros de vida, de accidentes, de enfermedad, de incendio y de otros tipos de seguros. También se les incluye a las unidades institucionales individuales o a grupo de unidades que prestan estos tipos de servicios.

Los seguros al igual que todos los servicios no son entidades independientes sobre las cuales se puedan definir derechos de propiedad. No se puede separar el intercambio de la producción en sí, que generalmente consiste en cambios de las condiciones de las unidades que las consumen.

El objetivo de la actividad del seguro es la de prestar a otras unidades institucionales protecciones financieras contra las consecuencias de la aparición de ciertos sucesos dañinos. Se convierte también en una actividad de intermediación desde el momento en que debe constituir fondos con recursos de terceros e invertir en activos financieros y otros tipos, que se mantienen como reservas técnicas para hacer frente a las futuras indemnizaciones en función a los daños o los intereses.

Sí las empresas de seguros cobraran en forma separada por los servicios de protección que están ofreciendo, esos cobros pueden ser tratados como un pago normal por los servicios prestados. Sin embargo, mientras no exista un cobro explícito, el mismo

debe estimarse indirectamente a partir de los montos por cobrar y por pagar de las empresas de seguros, incluidas las rentas generadas por la inversión de sus reservas.

Características

Teniendo una referencia la naturaleza de la actividad aseguradora a continuación se detallan las características del sector seguros en cuanto a la estructura y tamaño del mercado, el nivel de concentración de las empresas, el nivel de penetración en la población.

En este sentido, los seguros se convierten en un soporte clave de la economía y de la sociedad, tanto por el grado de protección que ofrecen, como por las posibilidades de acumular reservas, que pueden ser utilizadas para financiar proyectos de inversión. Las reservas técnicas¹ de los seguros patrimoniales, que por sus características deben ser líquidas, son más adecuadas para invertir las en instrumentos de corto plazo, dando un dinamismo al mercado monetario. Por su parte, las reservas matemáticas² de los seguros de vida, que por su naturaleza pueden constituirse en una importante fuente de ahorro a largo plazo, contribuyen al desarrollo del mercado de capitales.

En cuanto a la estructura del mercado asegurador al 2018 se cuenta con 35 compañías aseguradoras que ofrecen pólizas de seguros del ramo patrimoniales y 5 de ellas operan también en el ramo vida. En cuanto a Auxiliares del Seguro se encuentran matriculados 893 agentes de seguros y 43 corredoras de seguros, 15 liquidadores de siniestros, 117 reaseguradoras del exterior y 15 brokers de reaseguros. Dos grupos de coaseguradores operan brindando cobertura en materia de responsabilidad civil para transporte de pasajeros y de carga. Así también, cuenta con un registro de 16 firmas de auditores externos inscriptos en la SIS (Super Intendencia de Seguros).

¹ **Reservas técnicas:** Las reservas permiten determinar la capacidad de la entidad aseguradora para hacer frente a sus obligaciones actuales o eventuales contraídas en virtud de su actividad y se constituyen como fuente principal para atender el pago de las mismas

² **Reservas matemáticas:** En los seguros de vida individual son calculados para periodos superiores a un año, surge matemáticamente y como consecuencia de aplicar la “prima nivelada”, un dinero que aparece al final del primer año del contrato que se denomina reserva matemática. Tal dinero se encuentra solamente en esta clase de seguros, por cuanto los demás trabajan por reserva técnica.

Respecto de la concentración de mercado, las 6 compañías más grandes tienen el 52% del mercado. Gran parte del mercado exhibe una marcada atomización, teniendo 22 de ellas menos del 2% del mercado cada una.

El índice de penetración (primas/PIB) en 2017 se situó en 1,4%, igual al de 2016. El índice de penetración en el mercado paraguayo ha mantenido una tendencia creciente, aunque por debajo de los valores absolutos promedio de los mercados de América Latina el cual se ubica en 2.9% en ese mismo periodo.

3.2. Indicador de desempeño económico

Producción

En el mercado de seguros, la producción es medida por los ingresos devengados por las compañías en concepto de primas directas. Las mismas están constituidas, en forma general, por el capital de riesgo multiplicada implícitamente por una tarifa o precio del seguro, la cual, a su vez, está compuesta por una tasa de costo real de riesgo o tasa de prima pura más otras tasas que constituyen los gastos generales de gestión, y en su caso, los recargos de seguridad y los beneficios.

Respecto a la estructura por secciones, del total de primas directas, las correspondientes a pólizas sobre coberturas de riesgos para automóviles siguen liderando el mercado con una participación de 47,4%, seguidos por las de seguros de vida e incendios, con 14,0% y 8,1% respectivamente, mientras que las demás secciones se mantienen en torno a un promedio de 4,4%

Lo anterior refleja la proporción existente entre el coste de los siniestros producidos en un conjunto o cartera determinada de pólizas y el volumen global de las primas que han devengado en el mismo periodo. Dentro del rubro egresos de las compañías de seguros la siniestralidad bruta es el principal componente. Después de tres años deprimidos, el resultado técnico neto del mercado superó los Gs.100.000 millones, aportando más del 40% de la utilidad antes de impuestos.

3.3. Indicadores de desempeño financiero

Dentro del análisis de desempeño del sector asegurador podemos tomar en cuenta parámetros generales como la rentabilidad del mercado, la estructura de financiamiento y el margen de solvencia

Rentabilidad

La rentabilidad mide la relación entre los ingresos netos nominales de una inversión y su coste. A junio de 2018, la industria logró un 14% de rentabilidad patrimonial, mostrando señales favorables tanto en su desempeño técnico como en generación de ingresos financieros.

Estructura de Financiamiento

Dentro de la estructura de financiamiento, el patrimonio neto se ubicó en 1.276 miles de millones de guaraníes, expandiéndose en 9,8% anual, lo cual, a su vez, permitió observar un nivel de capitalización de 39,3%, nivel que se mantuvo relativamente estable en los últimos periodos. Respecto al nivel de apalancamiento, el ratio de pasivos sobre el total de activos registró un nivel de 60,7%, igualmente estable respecto a lo registrado en los últimos periodos. Al término del ejercicio 2018, el valor de los pasivos totales del mercado asegurador se ubicó en 1.967 miles de millones de guaraníes corrientes, creciendo 8,0% anual, por debajo de la expansión del 14,1% registrada en el periodo anterior

Margen de solvencia

El margen de solvencia es definido como el conjunto de recursos constituidos por patrimonio propio no comprometido, coincidente en cierta medida con el patrimonio neto contable que, como mínimo, deben tener las entidades aseguradoras, en todo momento, para garantizar económicamente al máximo los compromisos con sus asegurados. El margen de solvencia incorpora un mayor grado de garantía y solidez al conjunto de medidas que establecen, a largo plazo, el equilibrio técnico-económico del negocio asegurador.

Al mes de diciembre del 2018, el 26,7% de las compañías alcanzó un margen de solvencia mayor a 4,0, el 17,65% se ubicó con un nivel de entre 3,00 y 4,00, mientras que

entre 2,00 y 3,00 se encontró el 29,41% de las compañías. Cerrando la estructura, el 26,7% con un margen de solvencia entre 1,00 y 2,00.

3.4. Inversiones

Dada la necesidad de las compañías aseguradoras de cumplir con sus obligaciones futuras, el marco regulatorio impone la constitución de provisiones y reservas técnicas, las cuales deben ser suficientes para hacer frente a las indemnizaciones y gastos originados de las contingencias. Las compañías no sólo constituyen provisiones y reservas, sino además las mismas deben estar respaldados por activos financieros y por otros tipos de activos especificados por la SIS, enmarcadas en los principios de seguridad, liquidez y rentabilidad.

Instrumentos de inversión habilitados

Según el marco regulatorio vigente al 2018 emitida por la Superintendencia de Seguros del Banco Central del Paraguay en la Resolución SS.SG N° 0132/2015 “*Régimen de cobertura de las reservas técnicas, inversión de los fondos invertibles y gobierno corporativo*” las inversiones de los Fondos Invertibles deberán tener en cuenta el plazo y la moneda de las obligaciones, así como la liquidez necesaria para hacer frente a los compromisos de corto plazo.

Los Fondos Invertibles sólo podrán ser invertidos en los siguientes activos e instrumentos financieros, dentro de los límites y condiciones establecidas por ésta Resolución y las demás normas relacionadas que emita la Superintendencia de Seguros:

- a) *Títulos emitidos por el Tesoro Público de la Nación, o garantizados por éste hasta su total extinción;*
- b) *Títulos emitidos por el Banco Central del Paraguay o garantizados por éste hasta su total extinción;*
- c) *Instrumentos emitidos por bancos y entidades financieras regidas por la Ley N° 861/96 “General de Bancos, Financieras y otras “Compañías de Crédito” o garantizados por éstos hasta su total extinción;*
- d) *Bonos y pagarés emitidos por las Municipalidades, empresas del Estado o empresas privadas, inscriptas en el Registro de Mercado de Valores;*
- e) *Acciones de sociedades anónimas de capital abierto inscriptas en el Registro de*

Mercado de Valores y alguna Bolsa de Valores autorizada, y cuotas de participación en fondos de inversión y fondos mutuos regidos por la Ley N° 811/96 “Que Crea la Administración de Fondos Patrimoniales de Inversión”;

f) Créditos no vencidos otorgados a los asegurados para el financiamiento de premios, o deudores por premio vigente;

g) Préstamos sobre póliza en la medida reclamada por sus asegurados de vida;

h) Préstamos hipotecarios de primer rango sobre inmuebles situados en el país;

i) Inmuebles situados en el país;

j) Inversiones en instrumentos a que se refiere el inciso c), de los Grupos

Coaseguradores autorizados a operar por la Superintendencia de Seguros, por las avas partes de cada compañía integrante, y

k) Otros activos que autorice la Superintendencia de Seguros.

Tomando en consideración los instrumentos de inversión habilitados podemos agruparlos en cinco categorías de activos: Títulos públicos, de renta fija, de renta variable, prestamos, inversiones inmobiliarias. Para analizar las regulaciones de cada país, y en particular la regulación de Paraguay sobre la composición de las carteras de inversión de las compañías de seguros, en el capítulo 5 se expondrán los principales tipos de regulación que se utilizan en los países, las características y sus principales diferencias.

En referencia a lo expuesto en este capítulo podemos concluir que el mercado asegurador paraguayo se encuentra muy atomizado teniendo en cuenta que el 17% de las empresas de seguros concentra el 52% de la producción total, además el índice de penetración en el mercado se encuentra por debajo de los registrados en países de la región, y que la mayor producción se registra en el rubro automóviles lo que representa el 47.4% del total. En cuanto al desempeño en lo económico financiero se expone un mejoramiento de los indicadores con relación a los datos históricos.

Los instrumentos de inversión con los que cuentan las compañías de seguros lo agrupamos en cuatro categorías principales: Títulos públicos, de renta fija, de renta variable, prestamos, inversiones inmobiliarias las cuales serán analizadas en los próximos capítulos con más detalle en cuanto a los criterios que se tienen en cuenta para su elección y el comportamiento histórico de los mismos dentro del mercado asegurador.

Capítulo 4: Instrumentos de inversión y el mercado de valores

Para avanzar con los criterios de elección con los que cuenta el sector asegurador debemos adentrarnos en dos visiones generales, la primera, concepto y características de los principales instrumentos de inversión: Título de Renta Fija (TRF) y Título de Renta Variable (TRV); y la segunda, el ámbito donde se desarrollan estas decisiones de elección el cual conocemos como *mercado de valores*.

4.1. Clasificación de Instrumentos

En función del tipo de renta asociada, podemos identificar dos grandes grupos de instrumentos financieros:

4.1.1. Instrumento de renta fija:

Renta Fija: existen varias opciones para invertir como Letras Hipotecarias, Inversiones Inmobiliarias, Bonos Corporativos y Bancarios, Bonos del Banco Central y Tesorería, Depósitos a Plazo, Custodia, Renta Fija Internacional para obtener financiamiento de corto, mediano y largo plazo. Para este trabajo en particular nos enfocaremos en los *bonos* ya que será de interés para avanzar con el análisis en el siguiente capítulo.

Bonos

Es para quien emite un instrumento financiero de deuda que requiere el emisor devuelva al inversor el monto prestado más un interés periódico especificado. Se lo define como una obligación de pago emitida por un ente público o privado y que da derecho al tenedor a percibir un flujo de fondos futuros hasta su vencimiento, en concepto de intereses y capital, de acuerdo a condiciones que se fijan en la emisión de los mismos. (González Isolio & Tapia, 2017)

En estos tipos de préstamos se apunta a lograr mayor velocidad, flexibilidad y costos de emisión más bajos, respecto de la deuda de corto plazo. Los factores más importantes que influyen sobre las decisiones para obtener financiamiento a largo plazo son:

- Lograr una estructura óptima de capital con niveles de endeudamiento al menor costo de capital.
- Una coordinación programada de vencimientos de la deuda de la empresa con menores costos de administración y emisión.
- El nivel de la tasa de interés, los valores de corto y largo plazo y las posibilidades de cambios en las expectativas del mercado.
- Los resultados operativos actuales y los proyectados, en particular, es vital considerar que la deuda será más cara si las condiciones de la empresa son previas al mejoramiento.
- Las restricciones en los contratos de deudas previas a la toma de deuda de largo plazo.
- La disponibilidad de garantías y la elección de activos específicos a utilizar como colateral.

Características.

Valor nominal: El valor nominal o facial de un bono se refiere a la cantidad de dinero que debe ser devuelta en concepto de capital a lo largo de la vida de un bono por el deudor, de ningún incumplimiento medio de las condiciones de emisión. El valor nominal reviste especial interés, ya que es utilizado como valor base para la modificación de los intereses a devengar en cada uno de los períodos.

Plazo de vencimiento: El plazo de vencimiento de un bono es el número de años en el que el emisor ha prometido cancelar la obligación, en tanto que el vencimiento indica el cese de la existencia del bono. El vencimiento de un bono es un elemento básico en el análisis económico - financiero dado que además de informar en qué fecha se va a recibir el capital y el interés residual, la tasa de rendimiento dependerá del plazo de duración del bono en el cual tendrá adicionalmente variaciones de precios —volatilidades— que afectarán el rendimiento.

Valor residual: El valor residual (VR) representa la parte del título que aún no se amortizó, en tanto que el valor nominal (VN) es el indicado en la etiqueta o prospecto al momento de la emisión. En un momento determinado de evaluación, el valor residual puede ser estimado como la diferencia entre el valor nominal y las amortizaciones de capital (AM) acumuladas hasta ese momento (n).

Valor técnico: El valor técnico (VT) es el valor de rescate del título en el momento de evaluación (n) y será igual al valor residual de ese momento más los intereses devengados a la fecha.

Valor de paridad: El valor de paridad (VP) en cualquier momento (t) de la vida del bono, es igual a la relación entre el precio de cotización y el valor técnico del bono.

4.1.2. Instrumento de renta variable:

Renta Variable: a la hora de invertir en instrumentos de renta variable existen varios productos como las Acciones, Fondos Comunes de Inversión (FCI) y Derivados Financieros. Para brindar un mejor sustento al siguiente capítulo 5 de este trabajo nos seguidamente nos enfocaremos en las **acciones**

Acciones

Cuando un inversor adquiere una acción, se convierte en el propietario de los flujos residuales generados por la firma. Es decir: cambia dinero presente por una expectativa de mayor dinero a futuro, que debe compensar el costo de oportunidad de no haber destinado su capital a una inversión alternativa. Como en toda inversión financiera, el valor de la acción depende de los flujos de fondos a recibir en el tiempo. (González Isolio & Tapia, 2017)

Los accionistas pueden adquirir sus acciones con la idea de mantener las mismas en el tiempo y hacerse de los dividendos que se vayan repartiendo, o por el contrario con la expectativa de en algún momento vender las mismas al precio de mercado, y así recuperar su capital. En dicho sentido, la cotización pública de las acciones favorece los mecanismos de des-inversión y por lo tanto ofrece mayor liquidez al accionista.

El valor es un concepto subjetivo, ya que todos los inversores difieren en sus expectativas y / o métodos a la hora de establecer el mismo. Por eso, como en cualquier otro bien, lo importante es encontrar una contraparte que piense distinto, y entonces poder transformar ese valor en precio. El lugar adecuado para realizar ese proceso es lo que habitualmente se refiere como mercado, sitio donde confluyen oferentes y demandantes y se ejecutan según las normas y reglas propias que intentan favorecer la transparencia y competencia.

Características

En términos más formales decimos que el *precio de una acción* es simplemente un registro formal, que nos brinda información sobre la última negociación realizada entre dos partes que tienen distintas opiniones sobre el valor mismo. Pretender transformar el precio de mercado en un supuesto valor objetivo, es un error conceptual que debe ser evitado.

Los accionistas no solo tienen derecho a diseñar con el precio de mercado, sino que deben cuestionarse seriamente sobre las diferencias entre el valor que asignan a una acción y su precio de mercado. Es justamente esa diferencia lo que impulsará cada uno de ellos a llevar adelante una operación de compra o venta. Cuando el valor estimado por el inversor es mayor al precio de mercado, el mismo deberá adoptar una *posición compradora*. Por el contrario, cuando la misma relación se encuentra en sentido inverso, se debe asumir una *posición vendedora*.

Iniciemos tratando de comprender de manera simple el concepto principal de *qué determina el valor de una acción*. Asumamos recientemente que nuestro accionista compra una acción que no venderá un futuro. Si este fuera el caso de su única fuente de retorno serán los dividendos que año al año obtuvieron de la firma. Supondremos además que los dividendos representan una corriente a perpetuidad que crece a una tasa constante.

El modelo de Gordon es una primera aproximación al valor de una acción, compatible con los supuestos explicitados en el párrafo anterior. Si bien es un método difícil de aplicar en la práctica, debido a los supuestos sobre el comportamiento de los dividendos a futuro, el mismo nos brinda una visión simplificada sobre el valor de las acciones, estableciendo una clara relación entre el valor de la acción, dividendos, crecimiento de los dividendos y costo de capital.

$$PV = \frac{D1}{r - g}$$

Dónde: *PV* es el valor de la acción (renta variable), *r* es costo del capital propio y *g* es la tasa de crecimiento de los dividendos

4.2. Mercado de valores

Características

La característica principal de este mercado es la de canalizar del ahorro interno a objeto de ofrecer un rendimiento al inversionista; mientras que para la empresa de un país se constituye en una fuente para obtener fondos explotando así su crecimiento económico. En otras palabras, en el Mercado de Valores se ofrecen títulos valores emitidos por empresas necesitadas de fondos de financiamiento al público inversionista que cuenta con un excedente de fondos. Este proceso involucra a un conjunto de agentes, instituciones, instrumentos y formas de negociación que interactúan facilitando la transferencia de capitales para la inversión a través de la negociación de valores.

El Mercado de Valores en Paraguay se encuentra ligado a la historia de la Cámara Nacional de Comercio y Servicios del Paraguay que es la primera institución que nucleó grupos de empresarios del comercio en el país que data del año 1898. En el seno de esta institución fue creada en el año 1977 la Bolsa de Valores y Productos de Asunción S.A. La creación de esta institución jurídica no fue suficiente para estimular el desarrollo de un Mercado de Valores del país por lo que luego de un periodo de inactividad, en el año 1979 se decide el cierre temporal de la entidad.

Las condiciones imperantes en aquella época al parecer no fueron propicias para el desarrollo del mercado, pese a los esfuerzos de los organizadores. En el año 1991, se promulga la Ley N° 94/91 del Mercado de Valores Paraguayo, por medio de la cual se crea el marco legal requerido para el inicio de las operaciones bursátiles y se crea la institución reguladora del mercado, la Comisión Nacional de Valores. Posteriormente, reabre sus puertas y en el año 1993 se realiza la primera rueda de negociación de valores, con la participación de 9 sociedades emisoras, iniciándose así las operaciones del Mercado de Valores en el Paraguay.

En el año 1998, se deroga la Ley N° 94/91 y se promulga la Ley N° 1284/98, que junto a la Resolución CNV N° 763/04 conforman el marco legal que actualmente rige al Mercado de Valores y a la Comisión Nacional de Valores.

Estructura del mercado de valores

La estructura del Mercado de Valores la encabeza el órgano regulador del mercado, la Comisión Nacional de Valores y los otros *agentes* involucrados son, la Bolsa de Valores, los intermediarios de valores (casas de bolsa para nuestro país), las empresas emisoras, los inversionistas, los auditores externos, las administradoras de fondos y las calificadoras de riesgo. Al 2018, el mercado de valores es como sigue:

Tabla 4.1. Estructura del mercado de valores. Paraguay 2018

AGENTES	CANTIDAD
Sociedades Emisoras de Capital Abierto ³	40
Sociedades Emisoras ⁴	37
Sociedades Calificadoras de Riesgo	6
Sociedades Administradoras de Fondos Patrimoniales de Inversión	2
Bolsa de Valores y Productos	1
Casas de Bolsa	9
Operadores de Bolsa	16
Auditores Externos	38
TOTAL	149

Fuente: Comisión Nacional de Valores

Mecanismo de operación

El Mercado de Valores básicamente se divide en dos mercados bien diferenciados, el mercado primario, de colocación o emisión y el mercado secundario o de reventa.

En el *mercado primario* el mecanismo de operación es el siguiente: Una sociedad interesada, (generalmente asesorada por una casa de bolsa), en emitir títulos para oferta pública debe solicitar su inscripción y la de sus títulos en la Comisión Nacional de Valores. La CNV una vez verificada la solicitud procede al registro de la sociedad y de los títulos a ser ofrecidos y posteriormente se realiza el mismo proceso en la Bolsa de Valores. Una vez registrada la emisión, la sociedad emisora, a través de su casa de bolsa autorizada, procede a la oferta pública y a la negociación de sus títulos en la Bolsa, a tasas y plazos determinados por ella. Las casas de bolsa inician las compras o ventas de los títulos a pedido de la sociedad emisora o los inversionistas. Por ser la primera negociación

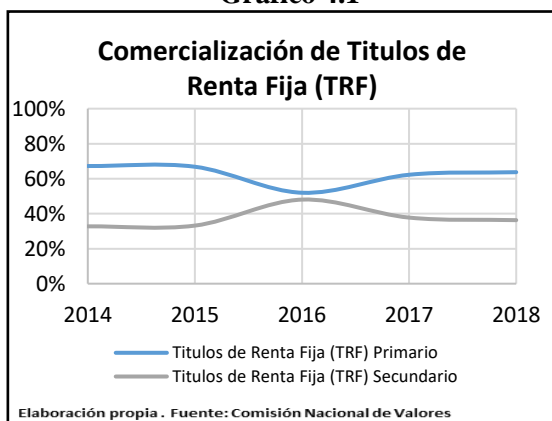
³ **Sociedad Emisora de Capital Abierto:** Según la legislación paraguaya son aquellas en la cual por lo menos veinte personas son titulares de acciones ordinarias y/o preferidas nominativas o al portador. También llamada: "Sociedad Anónima Abierta"

⁴ **Sociedad Emisora:** La sociedad anónima autorizada a emitir títulos valores para oferta pública, especialmente las sociedades anónimas de capital abierto, y otras personas jurídicas definidas por el Código Civil, que sean autorizadas por la autoridad.

realizada en el Mercado desde la emisión del título al mercado se lo denomina mercado primario o de colocación.

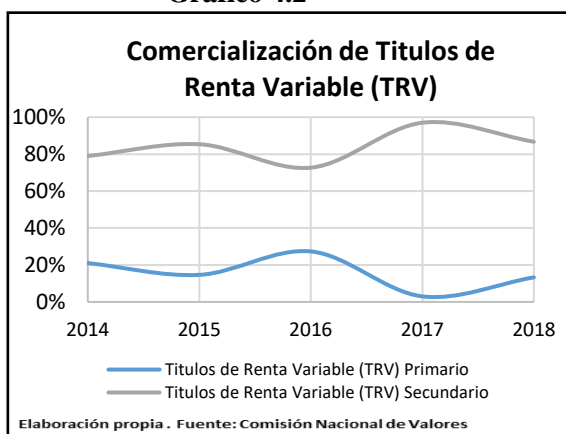
En el *mercado secundario* el mecanismo de operación es el siguiente: Un inversionista que ya adquirió un título desea comercializarlo nuevamente, entonces solicita a su casa de bolsa ofrecerlo al público en la Bolsa de Valores seguidamente otro inversionista interesado en títulos a través de su casa de bolsa lo adquiere y se cierra la negociación. En los gráficos 4.1 y 4.2 se reflejan las participaciones de los mercados primario y secundario en las operaciones del mercado de valores.

Grafico 4.1



En la comercialización de los últimos 5 años de los Títulos de Renta Fija, desde el 2014 al 2018 predomina el mercado primario como mayor fuente de intercambio con un promedio de 62.5% de total de transacciones.

Grafico 4.2

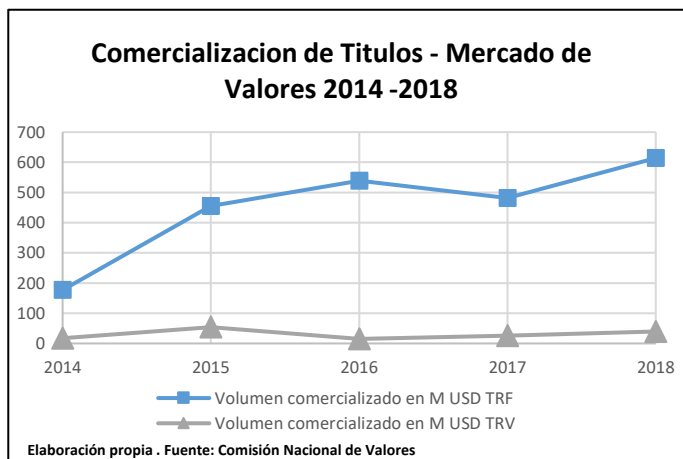


El mercado mayor volumen de transacción de los Títulos de Renta Variable entre los años 2014 y 2018 es el secundario con un promedio de participación del 84%.

Dentro del análisis de la evolución de los volúmenes comercializados de títulos dentro del mercado de valores en el periodo 2014 – 2018 podemos mencionar que se observa un crecimiento en los TRF del 247%, donde en 2014 fue de USD 177 millones y al 2018 ascendió a USD 614 millones con mayor participación del mercado primario. Este mismo comportamiento se observa con los TRV que registra un crecimiento de

126%, pasando de USD 17.6 millones al USD 39.7 millones en ese mismo periodo, donde el mercado secundario ha registrado la mayor proporción de operaciones. A continuación, el grafico 4.3 nos permite visualizar la evolución mencionada.

Grafico 4.3



Haciendo un resumen de lo mencionado a lo largo de este capítulo podemos afirmar entonces, que, se opera en forma general con dos tipos de instrumentos teniendo en cuenta la renta que generan: Fijas y Variables.

El mercado de valores paraguayo cuenta con una estructura de 149 agentes registrados conformados por sociedades emisoras, Bolsa de valores y productos, Casas de bolsas, operadores de bolsas, calificadoras de riesgos y Auditores externos.

Desde la perspectiva de la estructura de comercialización de títulos en el mercado de valores de Paraguay al termino del año 2018, está basada principalmente en Títulos de Renta Fija (TRF) en un porcentaje de 94% dominado por mercado primario y Títulos de Renta Variable (TRV) en un 6% dominado por un mercado secundario, al término del año 2018. Si tenemos en cuenta el crecimiento del mercado de valores sin lugar a dudas los TRF fueron los de mayor aporte.

Capítulo 5: Composición de la cartera de inversión.

En el capítulo 3 hemos identificado los instrumentos de inversión autorizados por la reglamentación vigente las cuales agrupamos en las siguientes categorías: Títulos públicos, de renta fija, de renta variable, prestamos e inversiones inmobiliarias. Para este

capítulo abordaremos los conceptos y características de los instrumentos de renta fija y renta variable dentro de los instrumentos de inversión disponibles.

5.1. Activos financieros e Instrumentos financieros

Activos

Los *activos reales* son aquellos activos activos a la generación de dinero. Esta categoría incluye los inmuebles y edificios (*bienes raíces*), las *mercancías* y cualquier otro tipo de activos que formen parte del proceso productivo, ya sea en forma de activos tangibles (mercaderías, vehículos, equipos) o activos intangibles (marcas, patentes y fondos de comercio). (González Isolio & Tapia, 2017)

Los *activos financieros* son los derechos que una persona física o jurídica posee sobre el dinero que genera un activo real (o un conjunto de ellos). Los mismos son simples papeles o registros informáticos, que no tiene relación de manera directa a la producción de riqueza.

Instrumentos financieros

Los *instrumentos financieros*, son vehículos legales que permiten una persona jurídica hacerse de dinero a cambio de una promesa futura de pago. Es decir, son contratos que dan lugar a la existencia simultánea de un activo financiero (para el inversor), y un pasivo financiero (para el emisor). (González Isolio & Tapia, 2017)

Los instrumentos financieros presentan dos funciones importantes:

1. *Transferir dinero* desde las unidades con excedentes monetarios, a las que se presentan las necesidades de fondos. Así, las empresas comerciales emiten títulos financieros, que les permite financiar la compra de los activos reales necesarios para llevar adelante el proceso productivo.

2. *Redistribuir los riesgos* asociados a la generación de efectivo, en función de la aversión de los distintos tipos de inversores. De esta manera, los inversores más adversos al riesgo, a menudo reclaman prioridad en la distribución del dinero generador, y prefieren la adquisición de bonos por sobre las acciones, que solo dan derecho a los flujos residuales. Dentro de estas dos grandes categorías se pueden crear todo tipo de títulos. Así, algunos bonos (*senior*) pueden tener prioridad de pago sobre otros

(subordinados), y lo mismo vale para el caso de las acciones, donde las acciones preferidas se pagan antes de las ordinarias.

Entre los instrumentos financieros, podemos diferenciar entre los *títulos financieros (valores)*, y los contratos financieros. Los primeros, otorgan propiedad, y por ende permiten a sus dueños ejercer los derechos asociados a los mismos, tal es el caso de las acciones y los bonos.

En función del tipo de renta asociada a los instrumentos financieros los conceptos y características fueron mencionados con basta profundidad en el capítulo 4, sin embargo, podemos resumirlo de la siguiente manera

1. Instrumentos de renta fija: son títulos donde el emisor se obliga a cumplir con un conjunto de condiciones previamente establecidas (interés, plazo, moneda, lugar de pago, etc.). En consecuencia, el dinero que recibe el acreedor a lo largo del tiempo, responde una fórmula fija de cálculo, que no está relacionado con la generación de dinero del activo real, que originó la necesidad financiera. El ejemplo más común de este tipo de instrumento son los bonos.

2. Instrumentos de renta variable: son títulos donde el emisor no asegura un rendimiento preestablecido al inversor, sino que, por el contrario, la magnitud del mismo estará relacionada con la capacidad de generación de dinero que tiene el activo real que le dio origen. El ejemplo más habitual son las acciones ordinarias.

5.2. Diversificación de Cartera de inversión.

Los activos e instrumentos financieros en los que invierte el sector asegurador paraguayo responde a una diversificación particular que analizaremos en éste capítulo. Esencialmente profundizaremos los fundamentos básicos a la hora de conformar una cartera de inversión: *rendimiento y riesgo*.

Los inversores desean poder evaluar: el retorno esperado, el riesgo, el plazo, la liquidez, y los pagos anticipados recibidos por cada una de las alternativas que dispone, con el fin de encontrar aquellos activos que sean de su mayor conveniencia. Una vez que

la inversión fue realizada, surgió la necesidad de medir la actuación de la misma, a fin de contrastar lo esperado con lo obtenido.

La teoría de portafolio afirma que el análisis de rentabilidad y riesgo no es completo si se limita a una sola inversión. La relación riesgo-retorno de un activo debe valuarse de acuerdo a la interacción que pueda tener en relación al conjunto de *relaciones riesgo-retorno* de un grupo de activos. (González Isolio & Tapia, 2017)

Los contribuyentes más destacados de esta teoría fueron Harry Markowitz⁵ y James Tobin⁶ completando el estudio Willian F. Sharpe⁷ y John Lintner⁸.

El mayor aporte de Harry Markowitz es haber explicitado en su modelo lo que se llama la *conducta racional del inversor*. La misma consiste en buscar la composición de cartera que haga máximo su rendimiento para un determinado nivel de riesgo o que minimice el riesgo para un rendimiento dado. En definitiva, se trata de optar por una relación “retorno-riesgo” en función de sus preferencias personales (curvas de utilidad). Como medida de rendimiento utiliza la media y como medida de riesgo el desvío estándar.

Los supuestos en los que se basa la teoría son los siguientes: el inversor busca maximizar la utilidad esperada de su riqueza.; todos los inversores tienen el mismo único período como horizonte de inversión; los inversores son adversos al riesgo; los inversores basan sus decisiones en el retorno y desvío standard esperados de una posible inversión, y; los mercados son perfectos (no existen impuestos, no hay costo de transacciones). Bajo estos supuestos *un activo o portafolio es considerado eficiente si no existe otro activo o portafolio que ofrezca mayor retorno esperado con el mismo riesgo, o menor riesgo con el mismo retorno esperado.*

Los elementos en los cuales se basa la teoría del portafolio son *rendimiento y riesgo* por lo que a continuación desarrollaremos a profundidad ambos conceptos.

⁵ 1952: Harry Markowitz – Portafolio Selection – Journal of Finance

⁶ 1958: James Tobin – Liquidity preference as behavior toward risk, Review of Economic Studies

⁷ 1964: William Sharpe - Capital Asset Prices: A theory of market equilibrium under condition of risk – Journal of Finance

⁸ 1965: John Lintner – The valuation of risk assets and the selection of risk investments in stock portafolios and capital budgets

Rendimiento

El *rendimiento un activo financiero* puede ser definido como la tasa a la que se incrementa el capital invertido, entre el momento inicial y final. Dado que las decisiones de inversión siempre implican algún costo de oportunidad, es importante distinguir entre el rendimiento asociado al activo financiero en lo que desea invertir, y el de aquellos instrumentos que representan alternativas de inversiones comparables. (González Isolio & Tapia, 2017)

El cálculo de la tasa de rendimiento de un activo financiero y / o de sus alternativas comparables, estará siempre relacionado a tres momentos distintos: *Pasado*: a veces anteriores al de referencia (pueden existir o no). *Ex ante*: momento en que se toma una decisión de inversión. *Ex post*: tiempo en que se evalúa el rendimiento de la inversión realizada.

Es importante diferenciar entre los siguientes tipos de rendimientos: histórico, proyectado, obtenido, requerido y resignado.

1. *Rendimiento histórico*: se refiere al rendimiento pasado de un activo financiero, suele ser utilizado, tanto para entender la actuación, como para inferir la función de distribución de probabilidades, y calcular estimadores de medios y varianza.

2. *Rendimiento proyectado*: representa el rendimiento que creemos posible obtener sobre la inversión a realizar. Como en toda proyección, dicho valor se apoyará simultáneamente tanto en lo sucedido en el pasado, como en las perspectivas de cambio.

3. *Rendimiento exigido*: figura el costo de oportunidad que todo inversor debe afrontar por resignar otras alternativas de inversión de igual riesgo. Este rendimiento no está relacionado de modo alguno con el rendimiento del activo financiero objeto de inversión, sino que se refiere exclusivamente al rendimiento proyectado sobre las otras opciones de inversión, lo que se considera considerar como alternativas.

4. *Rendimiento obtenido*: es el rendimiento realizado sobre la inversión realizada. El conjunto de rendimientos detectó a lo largo del tiempo la base de rendimientos históricos.

5. *Rendimiento resignado*: muestra el rendimiento que finalmente fue obtenido por las alternativas de inversión de igual grado de riesgo, que podría haber reemplazado la decisión tomada, y por lo tanto dejan ver el costo de oportunidad pagado por los inversores.

La diferencia entre el retorno requerido y proyectado, da cuenta sobre las perspectivas del inversor sobre la posible creación de valor económico. Como ya hemos explicado en el capítulo anterior, cuando el rendimiento proyectado es mayor al requerido, el valor actual neto es mayor que cero, y la inversión debe ser aceptada.

Una vez que la inversión fue realizada, la diferencia entre el retorno obtenido y el resignado, la información sobre si hemos sido capaces de generar excesos de retorno, y efectivamente hemos logrado crear valor económico.

Riesgo

El riesgo en términos de las inversiones financieras se define como la posibilidad de que suceda algo distinto de lo esperado, en relación al rendimiento del activo financiero. (González Isolio & Tapia, 2017)

La actitud que un inversor puede tomar en torno al riesgo, suele variar en función de las características psicológicas, económicos y contextuales de cada uno de los inversores, convencer distinguir entre tres tipos de formas:

1. *Aversión al riesgo*: se da mayor valoración a lo que se puede perder, a lo que se puede ganar, y por lo tanto se reclama una recompensa para asumir riesgos, que se deriva en aquel pilar financiero que postula que un peso seguro, vale siempre más que un peso con riesgo. Esta situación, es la normal entre los inversores financieros.

2. *Neutralidad al riesgo*: se es indiferente ante el riesgo, y por lo tanto un peso seguro y uno con riesgo valen lo mismo.

3. *Buscador de riesgo*: se da mayor valoración a lo que se puede ganar, lo que se puede perder, y por lo tanto un peso con riesgo vale más que uno seguro. Muchos emprendedores suelen exhibir este tipo de actitud, y por eso es frecuente escuchar historias sobre algún momento en que prefirieron arriesgarlo todo, y en contra de la opinión del resto, lo que en consecuencia es una empresa imposible.

5.3. Composición de la cartera de inversión

Como hemos mencionado en los capítulos anteriores las compañías de seguros han destinado parte de sus recursos financieros a la adquisición de activos financieros, pero la composición de estas carteras está directamente relacionadas a las reglamentaciones

vigentes en cada país según las disposiciones legales de cada organismo o institución encargada de la supervisión de la industria del seguro.

Desde el punto de vista económico, la regulación es útil para corregir las fallas de mercado y proteger a los consumidores de ellas. Por esta vía se maximiza el bienestar de la sociedad y por lo tanto el interés público. No obstante, aspectos contenidos en la regulación como la existencia de barreras a la entrada a un mercado, lo cual induce cierta protección a los participantes, y, en el caso de las entidades financieras, las restricciones sobre el portafolio que pueden afectar la diversificación del riesgo, son factores difíciles de entender desde el punto de vista de la iniciativa privada.

Sobre los principios que deben primar en materia de reglamentación para la regulación en las inversiones a realizar Arbeláez y Zuluaga (2001) afirman:

En la medida en que no existe consenso sobre cuál principio debe primar en materia de regulación, la tendencia hacia la desregulación que se ha dado en las últimas décadas en el mundo parece mejor explicada por criterios ideológicos acerca de cuál debe ser el nivel adecuado de intervención del gobierno en la economía. A pesar de este debate, la globalización y la creciente integración de los mercados internacionales han llevado a la aceptación de unos principios que deben regir la regulación para el sector financiero. (p.24)

En el caso de los bancos, ha habido un desarrollo más profundo de estos principios a través de la labor que realiza el Bank of International Settlements (BIS), que es la que se ha alcanzado para las compañías de seguros. No obstante, el BIS ha conformado la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS, por sus iniciales en inglés), la cual ha venido promoviendo activamente a nivel internacional.

A continuación, se presentan la orientación y los principios que existen a nivel internacional para la regulación del sector asegurador en materia de inversión, los cuales son aplicados en los distintos países de acuerdo con las condiciones específicas de la economía y con el grado de intervención que en cada caso se le asigna al estado.

Principios de la regulación en materia de inversión para el sector asegurador

En términos generales, el objetivo de los reguladores es promover un manejo adecuado de las inversiones que asegure la solvencia de las instituciones, y con ello garantice el respaldo de los derechos de los beneficiarios.

Como se mencionó, en el caso específico de las compañías de seguros el riesgo de mercado recae totalmente sobre ellas. Sea cual sea su ramo, el desempeño de las inversiones con las que respaldan los recursos que les entregan sus clientes o las denominadas reservas, debe garantizar a éstos el pago de su póliza en un momento determinado. Adicionalmente, estas compañías deben cumplir con un nivel mínimo de capital, para cubrir la eventualidad en que las primas y los retornos de las inversiones no sean suficientes para cumplir con el pago de esas pólizas. Esta condición se refiere a la relación de solvencia que las compañías de seguros deben cumplir, la cual es establecida por la regulación.

Para ello se busca que las entidades tengan una posición financiera sólida que las haga poco vulnerables a cambios en las condiciones económicas (evitar una excesiva exposición al riesgo), pero simultáneamente permitiéndoles obtener una rentabilidad adecuada que asegure la solvencia en el tiempo y que conduzca a un desarrollo del sector.

Esta característica del negocio asegurador se traduce en la necesidad de que la regulación para el sector contemple dos aspectos particulares: el manejo de las inversiones y los requerimientos de capital. Por una parte, la autoridad reguladora establece límites cualitativos a las inversiones de las reservas, que pueden aplicarse a través de límites máximos o mínimos de inversión por instrumento y límites máximos de inversión por emisor. Por otra parte, el regulador puede hacer énfasis en un vínculo más estrecho entre inversiones y capital, imponiendo límites a las inversiones a través de adecuaciones del capital en función del riesgo.

La regulación en el contexto internacional

Arbeláez y Zuluaga (2001) realizan un estudio revisando las legislaciones de Colombia, Argentina, Chile, México, Estados Unidos, y España, así como las del Estado de New York y de la Unión Europea en la que afirma que:

Existe una amplia gama de activos de inversión, de acuerdo con el nivel de desarrollo de la economía y del mercado de capitales de cada país, así como con el enfoque de la regulación. En términos amplios los activos que componen el portafolio de inversión de todos los países analizados se agrupan en activos financieros y activos no financieros, ofrecidos en el mercado doméstico y en el mercado internacional. (p.40)

Además, en el mismo estudio realizado menciona e identifica los tres principales enfoques de legislación:

El primero se refiere a una legislación inclinada a tener medidas de tipo prudencial basadas en principios de buen manejo, donde se establecen ciertos límites no muy específicos y se da libertad a las aseguradoras de escoger sus inversiones, asegurando siempre la liquidez y la garantía de las mismas.

El segundo tipo de legislación contempla una amplia gama de posibilidades de inversión, pero se fijan restricciones de una manera bastante detallada.

El tercer tipo de legislación es el más comúnmente encontrado en América Latina, y es aquel en donde solo se permiten las inversiones señaladas en la ley. Bajo este esquema, la regulación se caracteriza por establecer una gran cantidad de condiciones para las inversiones (límites globales y específicos), tanto para títulos de renta fija o variable. Solamente se adopta el principio internacionalmente aceptado de que los papeles del gobierno tienen un riesgo nulo. (Arbeláez y Zuluaga, 2001, p.41)

Una vez que ya hemos hecho mención en los párrafos anteriores sobre los enfoques de regulación existentes a nivel internacional, y que dependiendo de que la regulación sea prudencial o restrictiva o en parte permita cierta flexibilidad en cuanto a los instrumentos de inversión legalmente permitidos esto afecta directamente a la composición de las carteras de inversión de las compañías aseguradoras.

Teniendo como marco legal vigente la Resolución SS.SG N° 0132/2015 del Banco Central del Paraguay “*Régimen de cobertura de las reservas técnicas, inversión de los fondos invertibles y gobierno corporativo*” detallada en el capítulo 3, a continuación,

observaremos la evolución de inversiones por tipo de activos realizadas por la industria aseguradora paraguaya. Para analizar el comportamiento registrado en este sector en los últimos 5 años y el aporte de éstos dentro de la estructura de ingresos que generan estas inversiones.

En la tabla 5.1 se expone la *diversificación de las inversiones* del sector asegurador paraguayo de los periodos desde el 2013/2014 hasta el 2017/2018.

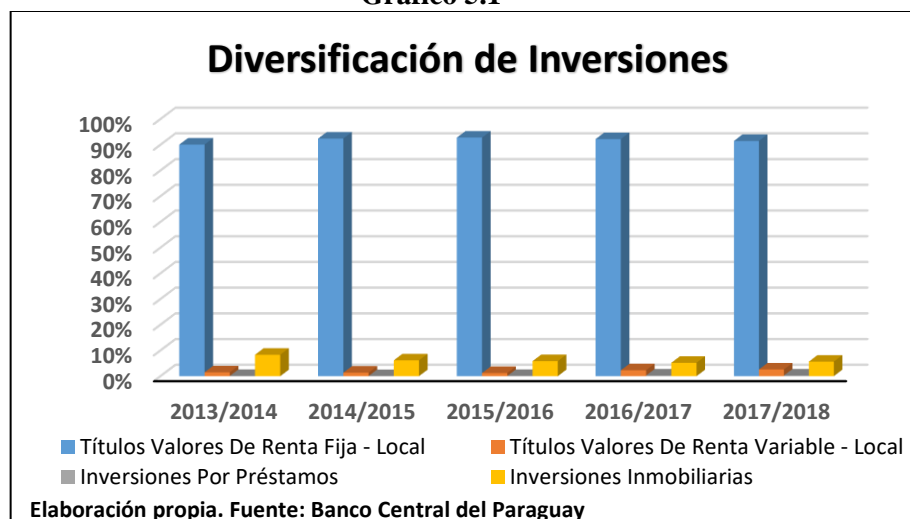
Tabla 5.1

Año	Títulos Valores De Renta Fija - Local	Títulos Valores De Renta Variable - Local	Inversiones Por Préstamos	Inversiones Inmobiliarias
2013/2014	90.09%	1.49%	0.08%	8.33%
2014/2015	92.42%	1.37%	0.06%	6.15%
2015/2016	92.81%	1.24%	0.09%	5.86%
2016/2017	92.22%	2.31%	0.27%	5.20%
2017/2018	91.49%	2.61%	0.26%	5.64%

Elaboración propia. Fuente: Banco Central del Paraguay

Para poder visualizar la evolución de la forma de inversión, a continuación, el grafico correspondiente a la Tabla 5.1

Grafico 5.1



Si tenemos en cuenta la diversificación de la cartera de inversiones del sector asegurador en los periodos mencionados podemos observar que en el grafico 5.1 las principales proporciones son destinadas a los *activos de renta fija* y a las *inversiones inmobiliarias*. Estas mediciones indican que el principal destino de las inversiones corresponde a los *activos de renta fija* con de 91.81%, el segundo lugar lo ocupan las

inversiones inmobiliarias con el 6.24%, en tercera posición quedan los *activos de renta variable* con el 1.80% y por último las *inversiones por préstamos* con el 0.15%.

Analizando los datos expuestos podemos inferir la poca diversificación de la cartera de inversión de este sector ya que está conformada en más de un 90% por activos de rentabilidad fija como ser certificados a plazo fijos e inversiones en inmuebles dejando sin participación a los activos de renta variable, los cuales también forman parte de los instrumentos habitados por el marco legal.

Teniendo en cuenta la legislación vigente sobre los Instrumentos de inversión habilitados, según el marco regulatorio del Banco Central del Paraguay expuesto en el capítulo 3 y la clasificación general de Títulos de Renta Fija (TRF) y Títulos de Renta Variable (TRV) mencionada en el capítulo 4, podemos notar que esta regulación limita la elección de instrumentos en cuatro grandes grupos: *títulos estatales, bonos, acciones e inversiones en inmuebles* dejando por fuera a los TRF como las Letras Hipotecarias, Custodia y Renta Fija Internacional, y a los TRV como los Fondos Comunes de Inversión (FCI) y Derivados Financieros.

Con el objetivo de hacer comparable la cartera de inversión de Paraguay, tomamos en cuenta un informe de análisis de las carteras de inversión de otros países como Estados Unidos, Reino Unido, Eurozona, España, Brasil y México, se afirma lo siguiente:

Existe alto nivel de concentración de las inversiones en renta fija (corporativa y soberana). Esta posición preeminente se explica, en buena medida, por el hecho de que el modelo de negocio asegurador conlleva la necesidad de implementar estrategias de inversión orientadas por el pasivo con el propósito de lograr un adecuado casamiento en plazo y tipo de interés entre los pasivos asumidos y los instrumentos de inversión que los respaldan. Asimismo, en los países con menor nivel de desarrollo de los mercados aseguradores (por volumen de activos de sus carteras) el porcentaje de inversiones en valores de renta fija es superior, presentando igualmente porcentajes de inversiones en renta variable inferiores al de los mayores mercados. (Fundación MAPFRE, 2018, p.26)

**Tabla 5.2: Sector asegurador internacional
Diversificación de la cartera de inversión.**

Tipo de activo	Eurozona	Estados Unidos	Reino Unido	España
Renta fija corporativa	31,5 %	50,3 %	35,2 %	23,7 %
Renta fija soberana	32,9 %	15,6 %	20,5 %	54,9 %
Renta variable	17,9 %	13,1 %	17,4 %	5,3 %
Préstamos	4,6 %	9,7 %	7,5 %	0,7 %
Depósitos y tesorería	2,8 %	4,0 %	8,9 %	8,9 %
Inmuebles	1,9 %	0,7 %	2,4 %	2,7 %
Otras inversiones	8,4 %	6,6 %	8,0 %	3,9 %

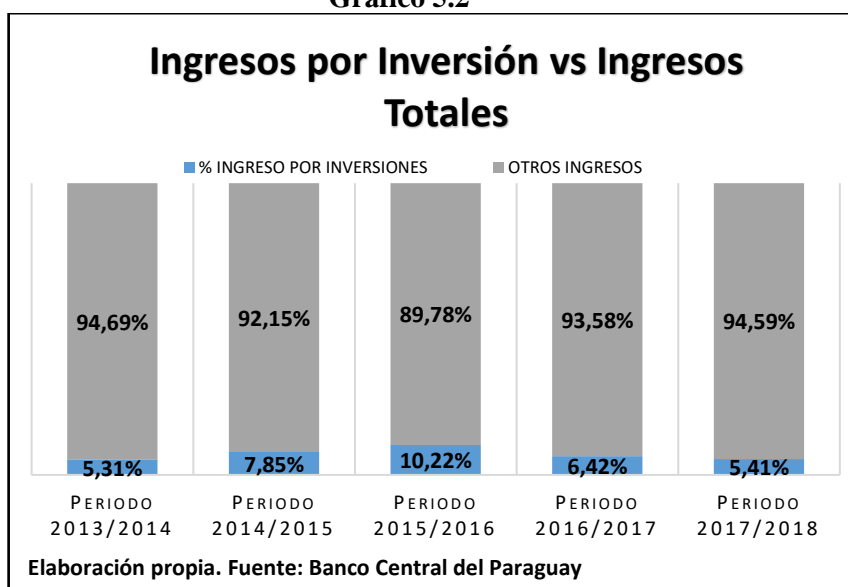
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de EIOPA y NAIC)

Entonces, teniendo en cuenta el análisis de las tablas 5.1 y 5.2 podemos afirmar que el comportamiento de la cartera de inversión del sector asegurador paraguayo coincide con la composición de países que fueron analizados como muestra de mercados internacionales. (Eurozona, Estados Unidos, Reino Unido y España)

5.4. Impacto de las inversiones en activos financieros como generadores de ingresos

Una vez identificada la composición de la diversificación de la cartera de inversión en el sector asegurador paraguayo desde los periodos 2013/2014 hasta el 2017/2018 podemos analizar *el impacto de los ingresos de las inversiones en la estructura de los ingresos totales*. En el grafico 5.2 se relacionan proporcionalmente los ingresos por inversiones de los otros ingresos que se generan en el sector asegurador.

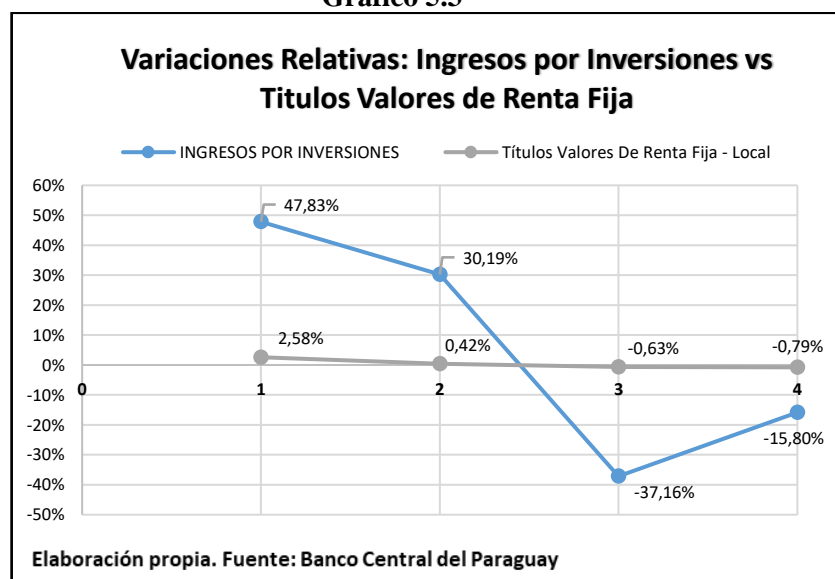
Grafico 5.2



Si se relacionan los ingresos generados por las inversiones en activos e instrumentos con el total de ingresos registrados en los 5 periodos mencionados se registra un promedio del 7.04%. Analizando el comportamiento de los mismos se verifica que los 3 primeros periodos el porcentaje es ascendente, incluso lo duplica al final del tercer año, pasando del 5.31% en 2013/2014 al 10.22% al cierre del 2015/2016, sin embargo, los 2 últimos periodos de análisis decrecen pasando del 6.42% al 5.41% entre los periodos 2016/2017 y 2017/2018 respectivamente.

Relacionando la diversificación de la cartera con los ingresos que generan estas inversiones, en términos relativos, podemos afirmar que la variación de ambos conceptos no refleja la misma tendencia; mientras los ingresos por inversiones registra una tendencia decreciente, la proporción de inversión destinada a los títulos valores de renta fija presenta una tendencia lineal por lo que podemos concluir que la composición de la cartera de inversión, dominada por los títulos de renta fija es poco eficiente en relación a los ingresos que se reportan de los mismos. Esta afirmación se refleja en el grafico 5.3.

Grafico 5.3



De lo expuesto en este capítulo podemos diferenciar dos conceptos básicos en el análisis de carteras de inversión: activos e instrumentos financieros. Al primero se lo define como derechos que una persona física o jurídica posee sobre el dinero que genera un activo real (o un conjunto de ellos); y al segundo como vehículos legales que permiten una persona jurídica hacerse de dinero a cambio de una promesa futura de pago.

Siguiendo con el resumen, se llevó a cabo el análisis en lo referente a composición de la cartera de inversión del sector asegurador paraguayo desde el 2014 al 2018, donde se observó que en más de un 90% está compuesto por activos de rentabilidad fija, como ser certificados a plazo fijos, e inversiones en inmuebles; dejando sin participación a los activos de renta variable, esto teniendo en cuenta las limitaciones de la legislación vigente para la elección de instrumentos de inversión que como ya se ha hecho referencia se excluyen a los TRF como las Letras Hipotecarias, Custodia y Renta Fija Internacional; y a los TRV como los Fondos Comunes de Inversión (FCI) y Derivados Financieros.

Por otra parte, en lo respectivo a la diversificación, desde el punto de vista de los ingresos que genera, nos revelo que aportan, en promedio, menos del 7.04% del total de ingresos a las compañías de seguros, lo cual corresponde a un porcentaje muy bajo, teniendo en cuenta las variaciones relativas anuales de las inversiones en títulos de renta fija y los ingresos que generan. Específicamente, entre los años 2017 y 2018 registran una evolución inversa, es decir, aumentando el porcentaje de inversión en títulos de renta fija, disminuye los ingresos que genera Fija, los ingresos correspondientes a ese mismo periodo fueron decreciendo. (ver gráfico 5.3 y Anexo tabla 2)

De lo expuesto en el capítulo anterior respecto a la evolución de la comercialización de títulos en el mercado de valores y el análisis de la composición de la cartera de inversión del sector asegurador, podemos afirmar que existe una correlación entre ambos sectores.

6. Conclusión

En el presente trabajo de investigación se pretende dar respuesta a la problemática que motiva esta obra ¿Cuáles son los factores que determinan la elección de un instrumento financiero como inversión en el sector asegurador en Paraguay en el periodo 2014 - 2018? dentro de las reglamentaciones vigentes y desde el punto de vista de las compañías de seguros? Con este propósito hemos indagado sobre los orígenes del mercado asegurador en general y el paraguayo en particular, resaltando su la naturaleza, características, y el papel que estas desempeñan en la economía. Una vez vistos estos aspectos generales, se exponen datos que revelan el desempeño económico y financiero

del sector asegurador, dando énfasis en los datos últimos obtenidos en las estadísticas de instituciones oficiales como el Banco Central del Paraguay y la Comisión Nacional de Valores del año 2018, de manera a hacer referencia a datos más cercanos a esta investigación.

De los capítulos centrales de esta investigación, capítulo 4 “Instrumentos de Inversión y el mercado de valores” y el capítulo 5 “Composición de la cartera de inversión”, hemos podido definir los conceptos de los principales componentes de una cartera de inversión, como ser los activos e instrumentos financieros. Además, estos instrumentos financieros fueron tomados en cuenta desde el punto de vista de la renta que generan, por lo que los elementos centrales de estudio, a lo largo de estos apartados, son los Instrumento de Renta Fija (TRF) y los Instrumentos de Renta Variable (TRV).

Con respecto al mercado donde los títulos son comercializados, “*Mercado de Valores*” se expuso la estructura y los componentes de éste mercado, también se analizó el volumen comercializado y la participación de los mercados primario y secundario dentro del periodo 2014 – 2018. Hemos podido concluir que la estructura de comercialización de títulos en el mercado de valores de Paraguay está dominada por Títulos de Renta Fija (TRF) en un porcentaje promedio de 94%, con mayor participación del mercado primario; los Títulos de Renta Variable (TRV) registran un volumen en promedio del 6%, sujeto en mayor medida al mercado secundario.

Siguiendo el análisis, en lo referente a composición de la cartera de inversión del sector asegurador paraguayo desde el 2014 al 2018, se observó que en más de un 90% está compuesto por activos de rentabilidad fija, como ser certificados a plazo fijos, e inversiones en inmuebles; dejando sin participación a los activos de renta variable.

Por otra parte, tomando como objeto de análisis la relación entre los ingresos y la composición de la cartera de las compañías aseguradoras, se afirma que en promedio aportan menos del 7.04% del total de ingresos a las compañías de seguros, lo cual corresponde a un porcentaje muy bajo teniendo en cuenta las variaciones relativas anuales destinados a títulos de renta fija y los ingresos que éstas generan; con una inversión casi lineal desde el 2014 al 2018 en Títulos de Renta Fija, los ingresos correspondientes a ese mismo periodo han notado un comportamiento decreciente.

Por lo anteriormente mencionado, podemos concluir que la elección de los instrumentos de inversión del sector asegurador paraguayo está determinada por dos factores principales. El primero es el *grado de desarrollo del mercado de valores* en el cual se toman estas decisiones de elección; esta idea está fundamentada en que éste mercado es el generador de oportunidades de inversión del público en general, y, es ahí donde el que sector asegurador elije los instrumentos de inversión disponibles. El segundo factor es la *correlación entre la estructura de comercialización de títulos del mercado de valores y la cartera de inversión del sector asegurador*, observando que ambos están dominados por Títulos de Renta Fija, lo cual supone la estrecha relación de éstos dos sectores. Por lo que podemos afirmar que la diversificación de las inversiones del sector asegurador refleja el comportamiento del mercado de valores del Paraguay.

Referencias bibliográficas.

1. Arbeláez, M., & Zuluaga, S. (2001). *Las aseguradoras y el regimen de inversión*. Colombia: Fedesarrollo.
2. Banco Central de Paraguay . (2018). *Informe Anual del mercado asegurador 2016-2017*. Asuncion , Paraguay.
3. Banco Central del Paraguay. (2019). Informe anual del mercado asegurador ejercicio 2017/2018. *Informe anual del mercado asegurador ejercicio 2017/2018*. Asunción, Paraguay.
4. Centro de Analisis y difusion de la economia paraguaya, CADEP. (2015). *Evolucion y desafios del sector asegurador paraguayo*. Asuncion, Paraguay.
5. Centro Estratégico Latinoamericano de Geopolítica , CELAG. (2017). *Es el sector asegurador sinonimo de negocio bancario*. Obtenido de <https://www.celag.org/el-sector-asegurador-en-america-latina/>
6. Comision Nacional de Valores. (2014). *El mercado de valeres paraguayo*. Asuncion , Paraguay.
7. Federación de Aseguradores Colombianos. (2012). *Economía y seguros en America Latina. XXII Convención de Aseguradores de México* (pág. 50). México: Fasecolda.
8. Federación de Aseguradores Columbianos. (2019). *Propuesta de la industria para dinamizar el mercado de capitales*. 174, 22-27.

9. Fundación MAPFRE. (Setiembre de 2018). El mercado asegurador latinoamericano en 2017. *El mercado asegurador latinoamericano en 2017*. Madrid, España: Fundación MAPFRE.

10. Fundación MAPFRE. (Mayo de 2018). Inversiones del sector asegurador. *Un análisis de localización de las inversiones del sector asegurador en mercados seleccionados*. Madrid, España.

11. González de Frutos, María del Pilar. (2000). Importancia económica y social del seguro. Fundación MAPFRE. Obtenido de https://www.fundacionmapfre.org/documentacion/publico/i18n/catalogo_imagenes/grupo.cmd?path=1021473

12. González Isolio, D., & Tapia, G. (2017). *Instrumentos de Renta Fija y Variable: Análisis, valuación y estructura de capital*. Buenos Aires: La Ley.

13. Luque Portela, M. A. (2013). *Paraguay: Situación del mercado asegurador 2007-2013*. Asunción, Paraguay.

Anexos

Sector asegurador paraguayo

Tabla 1: Volumen de inversión en dólares

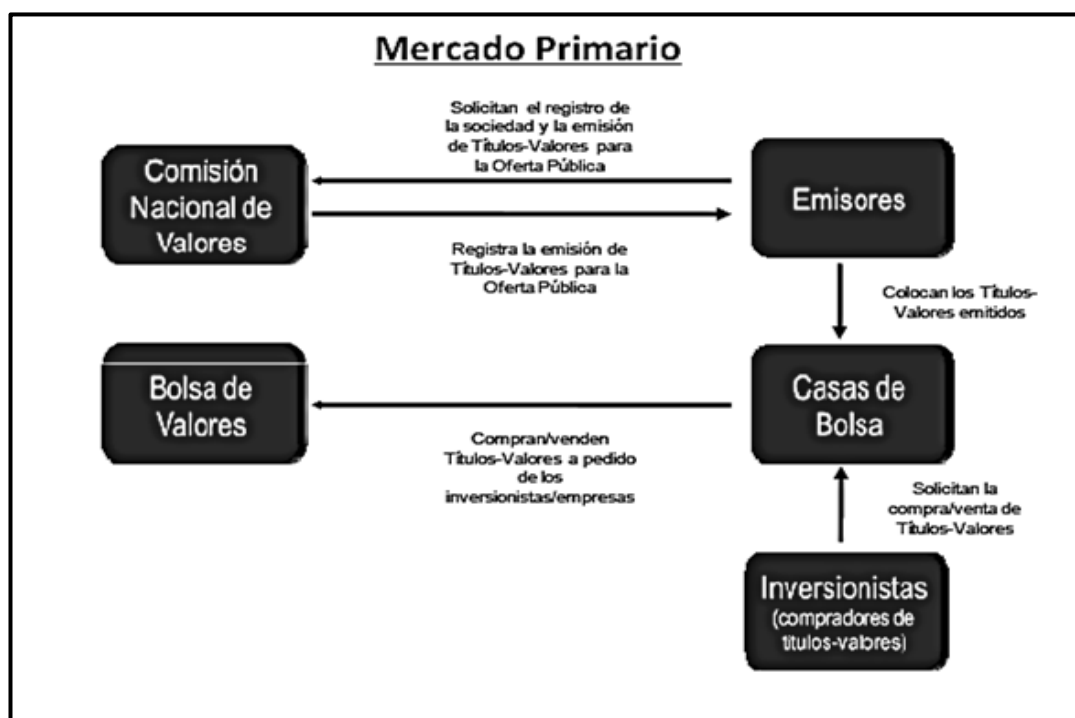
AÑO	Títulos Valores De Renta Fija - Local	Títulos Valores De Renta Variable - Local	Inversiones Por Préstamos	Inversiones Inmobiliarias	Total de Inversiones
2013/2014	168.628.307	2.798.158	147.047	15.595.301	187.168.812
2014/2015	171.275.545	2.540.182	112.640	11.396.513	185.324.879
2015/2016	182.504.839	2.440.421	172.084	11.532.424	196.649.766
2016/2017	199.275.286	4.982.110	576.495	11.245.052	216.078.943
2017/2018	216.677.118	6.173.975	614.830	13.359.022	236.824.945
TOTALES	938.361.095	18.934.845	1.623.095	63.128.311	1.022.047.346

Tabla 2: Variación relativa de ingresos anuales generados en relación a la inversión en títulos de renta fija

PERIODOS	Variación de Ingresos por inversiones	Variación de la inversión en Títulos Valores De Renta Fija
Periodo 2014/2015	65%	20%
Periodo 2015/2016	50%	15%
Periodo 2016/2017	-36%	9%
Periodo 2017/2018	-8%	12%

Mercado de Valores

Cuadro 2: Funcionamiento del mercado primario



Cuadro 3: Funcionamiento del mercado secundario

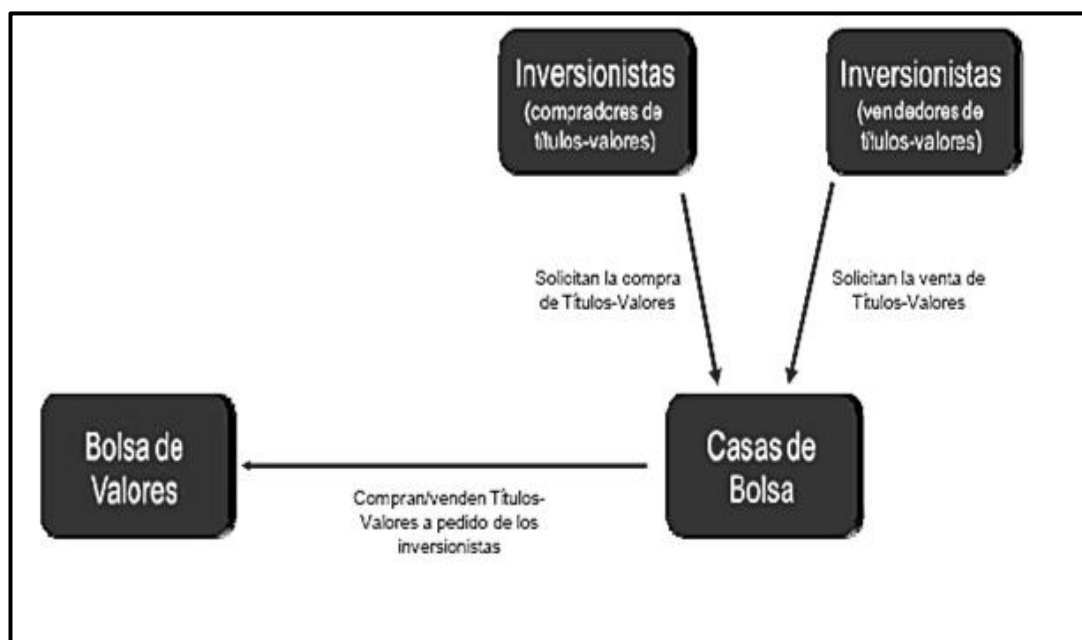


Tabla 3: Comercialización en millones de USD - Paraguay

Títulos de Renta Fija (TRF)			
Año	Primario	Secundario	Total
2014	119	58	177
2015	304	151	455
2016	280	259	539
2017	300	182	482
2018	391	223	614

Tabla 4: Comercialización en millones de USD - Paraguay

Títulos de Renta Variable (TRV)			
Año	Primario	Secundario	Total
2014	3.7	13.9	17.6
2015	7.9	46.0	53.9
2016	4.1	10.9	15.0
2017	0.8	25.2	26.0
2018	5.3	34.4	39.7

Tabla 5: Porcentaje de participación por mercados en comercialización de TRF

Año	Primario	Secundario
2014	67.2%	32.8%
2015	66.8%	33.2%
2016	51.9%	48.1%
2017	62.2%	37.8%
2018	63.7%	36.3%

Tabla 6: Porcentaje de participación por mercados en comercialización de TRV

Año	Primario	Secundario
2014	21.0%	79.0%
2015	14.7%	85.3%
2016	27.3%	72.7%
2017	3.0%	97.0%
2018	13.3%	86.7%