

Recuadro II: Evolución del mercado de valores en Paraguay

Introducción

La asignación y distribución de los recursos de capital en una economía son funciones del mercado de capitales. Este mercado se puede clasificar en actividades “intermediadas” y “no intermediadas”. El mercado no intermediado está compuesto por el mercado de valores, en donde se negocian títulos valores entre los agentes participantes¹.

Un mercado de valores desarrollado permite la diversificación del riesgo, proporciona liquidez y mayores oportunidades de financiación para proyectos rentables. Así también, permite el abaratamiento de los costos de financiamiento y el aprovechamiento de los recursos financieros, canalizándolos de forma productiva y generando eficiencia económica.

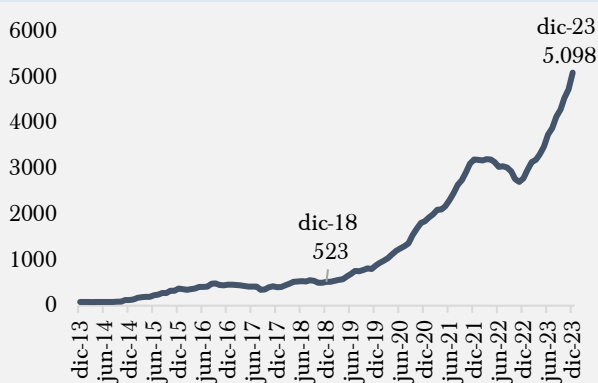
En este recuadro, se estudia la evolución del mercado de valores de Paraguay en los últimos años. Por un lado, se analizan las características de los distintos instrumentos negociados y los tipos de mercados y luego se compara su desarrollo con otros mercados de la región.

Finalmente, se analizan las principales perspectivas para el mercado de valores paraguayo.

Gráfico II.1

Volumen total negociado en la Bolsa

Millones de USD



Fuente: Bolsa de Valores de Asunción (BVA). BCP.

Nota: se excluye el efecto cambiario.

¹ Los participantes en el mercado de valores se clasifican en emisores (oferta) e inversores (demanda), que se relacionan a través de la infraestructura del mercado, compuesta por el sistema de negociación y registro, la depositaria de valores, los intermediarios de valores y la bolsa de valores.

Evolución reciente

El mercado de valores en Paraguay ha venido mostrando un crecimiento significativo en los últimos años. Entre 2018 y 2023, el volumen total negociado en la Bolsa de Valores de Asunción (BVA)² aumentó 874,7%, pasando de USD 523 millones a USD 5.098 millones (11,9% del PIB) (gráfico II.1).

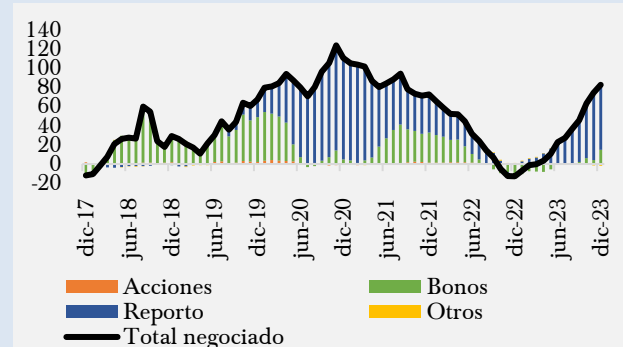
En el periodo 2018 – 2019, los bonos financieros y subordinados emitidos por el sistema financiero y los bonos emitidos por el sector corporativo privado no bancario fueron los instrumentos financieros que influyeron en mayor medida en la evolución positiva del volumen negociado.

Posteriormente, durante el periodo más crítico de la pandemia (2020-2021) hubo un aumento significativo de las operaciones de reporto y, en menor medida, una mayor negociación de bonos en el mercado primario y secundario (gráfico II.2). Las emisiones de bonos realizadas por el gobierno para asumir el costo de la pandemia influyeron de manera importante en el crecimiento del mercado de valores en esos años. Además, los bonos emitidos por el sector privado contribuyeron también al crecimiento del mercado en el año 2021, especialmente las emisiones del sector de la construcción.

Gráfico II.2

Volumen total negociado en la Bolsa

Incidencia en la variación interanual, en porcentaje



Fuente: Bolsa de Valores de Asunción (BVA).

Nota: Bonos: incluye a los bonos bursátiles de corto plazo (BBCP), bonos públicos y privados, los bonos financieros y los bonos subordinados. Otros: incluye títulos de crédito y derivados.

² Las bolsas de valores son entidades que facilitan el contacto de compradores y vendedores de valores con el objeto de negociarlos, a precios determinados mediante subasta. En Paraguay, se cuenta con una sola bolsa de valores.

La incorporación de nuevas casas de bolsas, nuevos fondos de inversión y una mayor diversificación de los instrumentos aceptables para operaciones de reporto, son algunos de los factores que explican el dinamismo de esos años.

Luego de la desaceleración y posterior caída en el año 2022³, el volumen negociado en el mercado de valores ha venido mostrando un desempeño más favorable, reflejado en tasas de crecimiento de dos dígitos. Así, a diciembre 2023, el total negociado presentó un aumento interanual de 82,9%, explicado principalmente por las operaciones de reporto que han adquirido mayor relevancia desde la pandemia por ser una fuente ideal de liquidez de corto plazo.

Los instrumentos más utilizados en las operaciones de reporto son los bonos de empresas no bancarias privadas. En el año 2023, el 50,1% de las operaciones de reporto correspondió a bonos emitidos por empresas privadas, el 27,2% a bonos del sector público, el 22,1% a bonos emitidos por el sector bancario y el restante 0,6% a acciones.

Por otra parte, dentro del componente “Bonos” del gráfico II.2, los títulos emitidos por el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) y la Agencia Financiera de Desarrollo (AFD) representaron el 44,7% del total, seguido de bonos financieros y subordinados (27,5%) y bonos de empresas privadas no bancarias (27,2%).

Clasificación del mercado de valores

Dependiendo del momento en que un título ingresa en *el mercado*, estas negociaciones se transarían en el mercado primario o en el mercado secundario. En Paraguay, el mercado primario representó el 19,2% del total negociado en el año 2023 y el restante 80,8% correspondió al mercado secundario, que incluye a las operaciones de reporto (8,3% del PIB).

Las *operaciones de reporto* consisten en un acuerdo de venta de títulos-valores⁴ con posterior pacto de recompra. El que vende (reportado) transfiere al comprador (reportador) el título-valor, obligándose a recomprarlo en un plazo determinado más una tasa de interés pactada. Estas operaciones se caracterizan por ser una fuente ideal de financiamiento a corto plazo sin

la necesidad de desprenderse de la tenencia de los títulos, ya que el reportado tan solo cede los derechos de cobro de interés al reportador. En algunos casos, las operaciones de reporto ofrecen mejores condiciones de mercado (tasas de interés) que otros tipos de inversión y, además, se caracterizan por la flexibilidad en la negociación del contrato.

Considerando *el tipo de instrumento*, la mayor parte de lo negociado en el año 2023 correspondió a bonos públicos y privados (74%), seguido de bonos subordinados (15%), bonos financieros (9%), acciones (1%) y otros instrumentos como bonos bursátiles de corto plazo (BBCP), fondos de inversión y títulos de crédito, que representan en conjunto el 2% del total. A su vez, los instrumentos financieros pueden ser de renta fija o de renta variable. El mercado de valores de Paraguay está compuesto en un 99% por títulos de renta fija. Por moneda, el 65,6% del total negociado se realiza en moneda local.

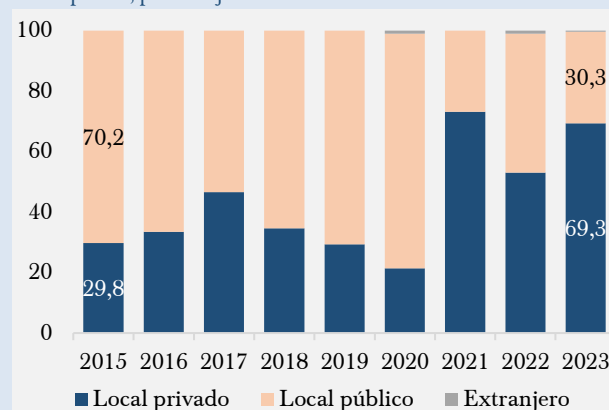
Mercado de renta fija

En Paraguay, el mercado de renta fija está compuesto por títulos que representan la deuda de una sociedad (empresa privada), gobiernos municipales o el estado. Se denominan bonos bursátiles de corto plazo (BBCP), si presentan plazos entre 30 a 270 días, y bonos, si son mayores a un año. Estos títulos generan intereses y pueden ser negociados en el mercado secundario.

Gráfico II.3

Valor efectivo operado en renta fija

Participación, porcentaje



Fuente: FIAB.

Nota: Extranjero: corresponde a títulos emitidos por organismos internacionales como BID o CAF.

³ Esta caída se dio en un escenario de condiciones climáticas adversas (sequía), presiones inflacionarias y un escenario externo de mayor incertidumbre.

⁴ Los títulos elegibles son los Bonos del Tesoro, los Bonos de la AFD, LRM del BCP, bonos con calificación de riesgo B o superior, acciones desmaterializadas y el plazo es de 1 hasta 365 días.



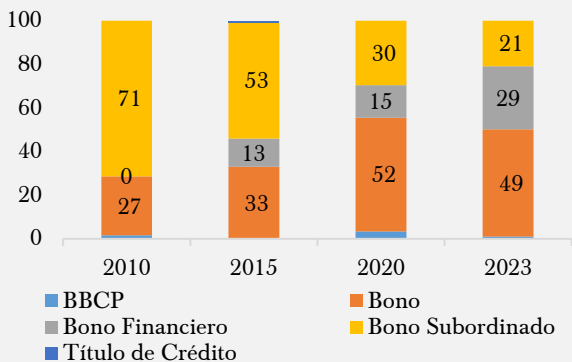
Desde el 2015 se ha observado que el mercado de renta fija está compuesto, principalmente, por instrumentos de emisores locales (gráfico II.3). No obstante, se ha verificado un cambio en la estructura nacional, considerando que hasta el año 2020 la mayoría de los títulos correspondían a emisiones del gobierno, en el año 2021 esta tendencia se invirtió y para 2023 los bonos emitidos por empresas privadas representaban el 69,3% del total, mientras que el 30,3% restante corresponde a bonos del sector público. El resto está constituido por títulos de emisores extranjeros.

El mercado de renta fija del sector privado (sin repos) está compuesto principalmente por distintos tipos de bonos que representan el 1,8% del PIB. Los bonos financieros y subordinados son emitidos en la bolsa por bancos y compañías financieras para obtener liquidez, ya sea para la operativa habitual o para incremento de capital (subordinados). En el año 2023, el 49,8% del total de títulos de renta fija del sector privado fue emitido por el sector financiero y el resto fue emitido por empresas corporativas (50,2%). En el año 2010, en cambio, los bonos subordinados emitidos por el sistema financiero representaban la mayor parte del mercado de renta fija privada (71%) (gráfico II.4).

Gráfico II.4

Mercado de renta fija – sector privado

Participación, porcentaje



Fuente: Superintendencia de Valores (SIV).

Nota: BBCP: bono bursátil de corto plazo. Bono: empresas privadas. Bono financiero y subordinado: bancos y compañías financieras. Título de crédito: emitidos por los patrimonios autónomos de los fideicomisos.

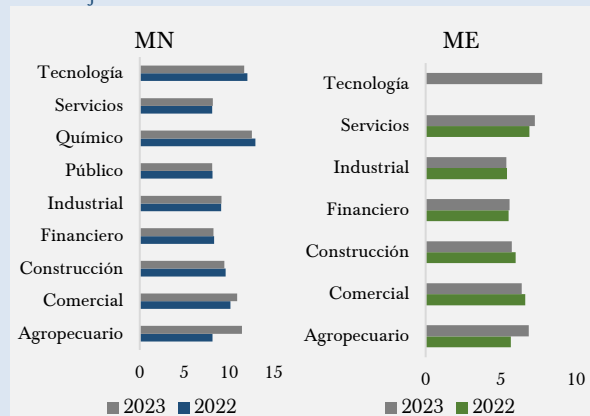
En cuanto al rendimiento, se ha observado que en algunos sectores donde se constató un mayor volumen negociado entre 2022 y 2023, las tasas de interés de las emisiones resultaron más convenientes para los

emisores (gráfico II.5). En cuanto a plazos, el promedio ponderado asciende a 7,77 años para las emisiones en guaraníes, en donde el sector de la construcción (9,94 años) y servicios (7,57 años) presentan los mayores plazos negociados. En moneda extranjera, el plazo promedio ponderado ascendía a 7,87 años en el año 2023, siendo industria, financiero y construcción, los sectores con mayores plazos.

Gráfico II.5

Tasas de interés de los bonos por moneda

Porcentaje



Fuente: SIV.

Nota: Corresponde a la tasa de interés promedio ponderada por saldo de la tasa cupón de los bonos. MN: moneda nacional, ME: moneda extranjera.

El mercado de renta fija del sector público (sin repos) está compuesto fundamentalmente por bonos en moneda local. El MEF⁵ constituye el principal emisor de bonos públicos en la Bolsa de Valores (65,4% a diciembre 2023), seguido de la AFD (30,4%) y, en menor medida, por las municipalidades (4,1%). La participación de bonos del Tesoro se incrementó significativamente en los años más críticos de la pandemia, en donde presentaban una participación de más del 80% de los títulos públicos transados en la bolsa. Con relación al rendimiento, la tasa promedio negociada por el sector público se mantuvo relativamente estable entre 2022 y 2023 (8,1% en el 2023). El plazo promedio de los títulos públicos se ubicó en 8,84 años, situándose por encima del promedio general (7,77 años).

En cuanto a tenencia de títulos, el sector financiero cuenta con la mayor parte de los bonos soberanos emitidos en el mercado local. Los bancos concentran el 73,9% de los bonos, seguidos por los inversionistas institucionales (11,9%), el Fondo de Garantía de

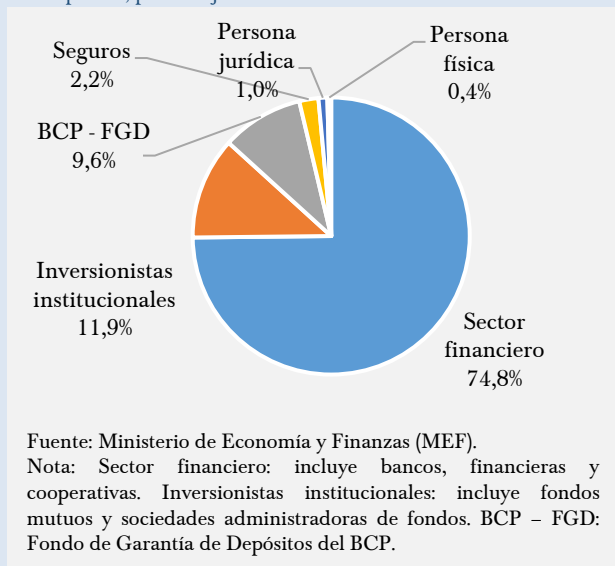
⁵ El marco regulatorio del proceso de emisión de Bonos del Tesoro se detalla en el Decreto N° 9301/2023.



Depósitos (9,6%), las compañías aseguradoras (2,2%) y personas físicas y jurídicas (1,4%) (gráfico II.6).

Gráfico II.6

Tenencia de bonos soberanos locales por tipo de inversionista
Participación, porcentaje

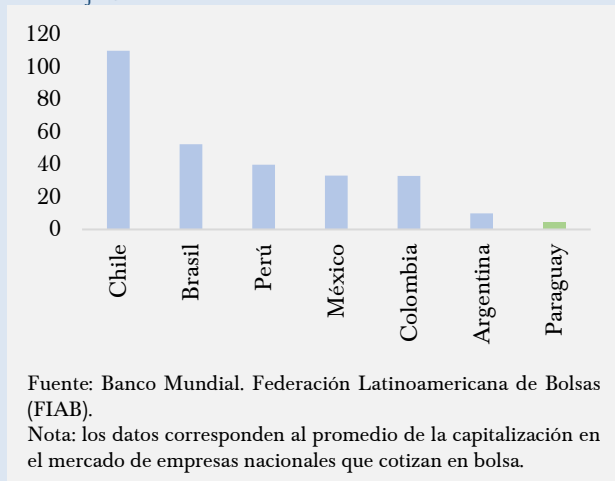


Mercado de renta variable

Este mercado en Paraguay está compuesto principalmente por acciones y fondos de inversión, que representan el 1% del total negociado en el año 2023.

Gráfico II.7

Capitalización bursátil
Porcentaje del PIB



Los indicadores más utilizados para medir el desarrollo de un *mercado accionario* son el tamaño, la liquidez y la concentración. Un mayor tamaño de mercado se

⁶ Un mercado de capitales con mayor liquidez permite un mayor financiamiento de largo plazo a un costo menor, lo cual mitiga el impacto de shocks externos por la menor dependencia en los mercados financieros internacionales.

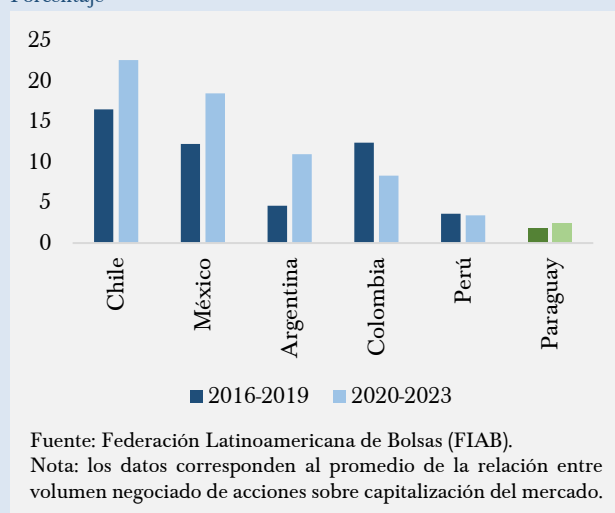
relaciona positivamente con la capacidad para movilizar y diversificar el riesgo, un mercado más líquido permite a los agentes realizar más transacciones con menores costos⁶ y un mercado menos concentrado permite una mayor competencia (Demirguc-Kunt y Levine, 1996).

El tamaño del mercado accionario se puede medir a partir de la capitalización relativa⁷. En el caso de Paraguay, se ha observado una mejora en los últimos años situándose la capitalización en 4,4% del PIB (gráfico II.7). En la región, los mercados accionarios de Chile, Brasil y Perú son los más grandes.

En cuanto a la liquidez, el monto total negociado en acciones fue de USD 32,9 millones en el 2023 (0,1% del PIB), y al comparar con la capitalización del mercado, la tasa de rotación representa el 1,8% al año 2023. No obstante, se observa en promedio un incremento en la tasa de rotación del mercado en el periodo más reciente, pasando de 1,8% a 2,4% (gráfico II.8). En términos relativos, la liquidez del mercado paraguayo, medida por la tasa de rotación, se sitúa muy por debajo de los principales centros bursátiles de la región.

Gráfico II.8

Tasa de rotación del mercado
Porcentaje



Una medida de concentración de mercado resulta de calcular la capitalización de mercado de las diez compañías más grandes respecto al total de capitalización de mercado. El indicador se sitúa entre cero y 100%. Cuanto más cerca se ubique del límite

⁷ Número total de acciones en circulación multiplicado por su valor de mercado en bolsa, dividido entre el PIB.



superior, mayor será la concentración. En el caso de Paraguay, este indicador se sitúa en torno al 88% en el año 2020, muy similar al dato de Ecuador (90%) y Bolivia (84%). Sin embargo, países como Brasil, Chile y México se ubican en torno al 50%.

Por otra parte, los *fondos de inversión*⁸ representaron el 1,8% del volumen negociado total en la bolsa en el año 2023. A la misma fecha, estos fondos acumularon un valor de USD 26 millones, que corresponde a 16 fondos de inversión e indica un crecimiento de 426% desde el año 2018. La mayor parte de los fondos se encuentran denominados en moneda extranjera (58%) y corresponden a sectores como inmobiliario, agropecuario, servicios y financiero.

Mercado de derivados

El mercado de derivados en la bolsa de Paraguay es muy limitado. En particular, el futuro de divisas es el único instrumento negociado. Desde el año 2019 se ha venido incursionando en este tipo de operaciones, alcanzando en el 2023 la suma de 15.000 millones de guaraníes (USD 2,1 millones).

Perspectivas para el mercado de valores

El mercado de valores ha experimentado un crecimiento considerable en los últimos años, especialmente el mercado de bonos corporativos y del sector público. Instituciones financieras y particulares operan cada vez más con valores de renta fija y, en su mayoría, en guaraníes. El mercado de renta variable se encuentra aún en desarrollo.

En cuanto a infraestructura, se ha mejorado el sistema de negociación y custodia de los títulos valores, pasando de un esquema de ruedas de negociación a un Sistema Electrónico de Negociación (SEN) a partir del año 2010. Este sistema ha permitido reducir los costos operativos, otorgar mayor disponibilidad y acceso a la información, y reducir el riesgo de tenencia de títulos físicos. A su vez, se ha logrado la interconexión del sistema de pagos con el SEN de la bolsa de valores, mejorando el grado de sofisticación en la negociación

de los títulos de deuda pública local. Además, se prevé un aumento en la proporción de títulos soberanos emitidos en guaraníes como parte de las medidas adoptadas para profundizar el mercado local de capitales y reducir la dependencia en los mercados financieros internacionales.

En términos de reformas, la Comisión Nacional de Valores (CNV) se ha incorporado a la estructura del BCP, dando lugar a la Superintendencia de Valores (SIV) como encargada de regular, supervisar y fiscalizar el mercado de valores nacional⁹. Este cambio permitirá avances significativos en la regulación y supervisión del mercado de valores y de un sistema financiero integrado.

Por otra parte, la creación de la Superintendencia de Pensiones en Paraguay podría contribuir con una mayor profundización del mercado de capitales. Una supervisión y regulación adecuada de los fondos de pensiones, ayudará a mitigar los riesgos y a que los fondos sean invertidos en una amplia gama de activos, logrando con ello el desarrollo de un mercado de capitales doméstico con instrumentos de más largo plazo.

Referencias bibliográficas

- Arbeláez, M., Zuluaga, S., Guerra, M. (2002). “El mercado de capitales colombiano en los noventa y las firmas comisionistas de bolsa”. Bogotá: Alfaomega-Fedesarrollo.
- Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. (1996). “Stock market development and financial intermediaries: stylized facts”. The World Bank Economic Review, Vol. 10, N° 2, p.p. 291-321.
- FMI. Informe de País N° 24/1. Diciembre de 2023.
- Villaroel, A., Jordán, J. (2023). “Factores determinantes para el Desarrollo de las bolsas de valores en Latinoamérica”. Investigación & Desarrollo, Vol. 23, N° 2: 5 - 22.

⁸ Los fondos patrimoniales de inversión pueden distinguirse en fondos mutuos o fondos de inversión. En ambos casos, se trata de un patrimonio integrado con aportes de personas físicas o jurídicas, cuyas cuotas de participación pueden ser rescatadas (fondo mutuo) o no (fondo de inversión). Se entiende como valor rescatable a la cuota de participación que confiere el derecho de recibir la parte proporcional de los activos netos del fondo, antes del vencimiento del

plazo de duración del fondo. Solamente los fondos de inversión cotizan en Bolsa (Ley N° 5452/2015 que regula los Fondos Patrimoniales de Inversión).

⁹ Ley N° 7162/23 que crea la Superintendencia de Valores en sustitución de la Comisión Nacional de Valores y le otorga mayores atribuciones.