

**Informe de inversiones de los recursos
excedentes del Programa Contributivo
Civil del Sistema de Jubilaciones y
Pensiones del Sector Público – Caja Fiscal**

Autoridades

Carlos Fernández Valdovinos, Ministro de Economía y Finanzas.

Felipe González Soley, Viceministro de Economía y Planificación.

Liz Coronel, Gerente de Desarrollo Económico.

Adriana Samaniego, Directora General de Estudios Económicos y Sociales.

Coordinación

Mary Lourdes Caballero, Jefa del Departamento de Análisis Financiero de la Dirección General de Estudios Económicos y Sociales.

Supervisión y edición

Luis Recalde, Asesor Senior de la Dirección General de Estudios Económicos y Sociales.

Agradecimientos

Este informe fue elaborado por la Dirección General de Estudios Económicos y Sociales del Viceministerio de Economía y Planificación, bajo la dirección del Ministro Carlos Fernández Valdovinos, el Viceministro Felipe González Soley y la Gerente de Desarrollo Económico, Liz Coronel.

Los colaboradores fueron: G. Benítez, K. Macchi, A. Díaz, F. Téllez, G. Fernández, C. Esquivel.

Contenido

Resumen ejecutivo	5
Introducción.....	6
1 Marco legal, institucional y criterios técnicos de asignación y administración	7
1.1 Marco legal del régimen de inversiones	7
1.2 Principios aplicables al análisis y administración de las inversiones.....	8
1.3 Marco institucional de administración y gobernanza	9
1.4 Instrumentos financieros habilitados por la normativa.....	10
1.5 Criterios técnicos de evaluación de inversiones.....	11
2 Evolución y composición de las inversiones realizadas	13
2.1 Evolución anual de las inversiones y de las colocaciones a la vista.....	14
2.2 Instrumentos financieros utilizados.....	15
2.2.1 Bonos.....	15
2.2.2 Certificados de Depósito de Ahorro.....	17
2.2.3 Depósitos a la vista	19
2.3 Desempeño Financiero anual.....	20
2.4 Composición del portafolio de inversiones	21
2.5 Intereses percibidos por las inversiones financieras.....	23
2.6 Composición histórica de la cartera de inversiones	24
2.6.1 Bonos.....	24
2.6.2 Certificados de Depósito de Ahorro.....	24
3 Alcance de la inversión financiera en el financiamiento del sistema previsional	26
4 Consideraciones finales	29
Anexo 1. Disposiciones legales y límites de inversión por año fiscal	31
Anexo 2. Desempeño y rentabilidad de las inversiones (2013-2025).....	33
Anexo 3. Déficit / Superávit por sector (en millones de Gs.)	35

Resumen ejecutivo

El análisis realizado evidencia que la inversión de los recursos financieros excedentes del Sistema de Jubilaciones y Pensiones del Sector Público ha permitido preservar el valor de los fondos disponibles y generar ingresos financieros adicionales de manera sostenida, en el marco de una estrategia prudencial centrada en la seguridad, la liquidez y la rentabilidad del portafolio.

No obstante, los resultados muestran que el volumen de los excedentes disponibles ha seguido una trayectoria decreciente a lo largo del tiempo, reflejando el crecimiento progresivo de las obligaciones previsionales del sistema. En este contexto, los ingresos financieros derivados de las inversiones, aun cuando han sido positivos y consistentes con las condiciones del mercado, presentan una magnitud necesariamente limitada frente al ritmo de expansión del déficit previsional.

La evidencia también confirma que los excedentes financieros constituyen un stock de carácter transitorio, cuya evolución está determinada principalmente por factores estructurales del régimen previsional, tales como las condiciones de acceso a la jubilación, las tasas de sustitución vigentes y la relación entre aportantes activos y beneficiarios. En consecuencia, si bien la gestión de inversiones cumple un rol relevante en la administración eficiente de los recursos disponibles, su impacto sobre el equilibrio financiero del sistema es complementario y no sustitutivo de los determinantes actuariales.

En términos de composición, el portafolio de inversiones mantiene un perfil conservador, con una alta concentración en instrumentos de renta fija bancaria y depósitos, lo que garantiza liquidez inmediata para atender obligaciones previsionales, aunque limita la diversificación y la extensión de plazos residuales. Esta configuración responde tanto a las restricciones normativas vigentes como a las características del mercado financiero local.

En conjunto, los resultados del análisis confirman que la sostenibilidad del sistema previsional depende fundamentalmente de la evolución de sus parámetros estructurales, mientras que la inversión financiera contribuye a optimizar el uso de los excedentes temporales, sin que pueda modificar por sí misma la trayectoria de los déficits previsionales de carácter estructural.

Introducción

El presente informe tiene por objeto describir el marco normativo, institucional y técnico que regula la inversión de los recursos financieros excedentes del Programa Contributivo Civil del Sistema de Jubilaciones y Pensiones del Sector Público, así como analizar la evolución, composición y desempeño de las colocaciones realizadas desde la implementación del régimen de inversiones.

Entre los años 2013 y 2025, el monto total acumulado de recursos colocados ascendió a aproximadamente USD 1.174 millones, considerando tanto las inversiones financieras a plazo como los depósitos a la vista. Durante dicho período, las colocaciones generaron ingresos acumulados por intereses efectivamente percibidos del orden de USD 223 millones. Asimismo, al cierre del ejercicio 2025 se registran intereses pendientes de cobro estimados en aproximadamente USD 113 millones, asociados a colocaciones financieras vigentes cuyos flujos contractuales se extienden hasta el año 2030.

En términos de desempeño financiero, el portafolio de inversiones ha registrado rendimientos positivos y sostenidos a lo largo del período analizado, consistentes con el perfil conservador de gestión establecido por la normativa vigente. En la etapa inicial del régimen, las colocaciones en instrumentos de renta fija registraron rendimientos promedio cercanos al 8% anual, mientras que en los últimos años —particularmente desde 2022— las condiciones del mercado financiero local han permitido observar niveles de rentabilidad superiores. En efecto, el rendimiento promedio anual del portafolio se ha ubicado en torno al 9% en el período reciente, alcanzando niveles incluso superiores al 12% en el último año analizado.

El informe se inscribe en el marco de los principios de transparencia, rendición de cuentas y acceso a la información pública que orientan la administración de los recursos previsionales, proporcionando una descripción objetiva y verificable de las decisiones de inversión adoptadas por el Ministerio de Economía y Finanzas conforme a los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad establecidos en la legislación vigente.

A efectos de su desarrollo, el documento se estructura en cuatro secciones principales. La primera presenta el marco legal, institucional y los criterios técnicos aplicables a la administración de las inversiones. La segunda expone la evolución histórica de las colocaciones, la composición del portafolio, los instrumentos financieros utilizados y su desempeño financiero. La tercera sección analiza el alcance de la inversión financiera en el financiamiento del sistema previsional, vinculando los resultados observados con la dinámica estructural de las

obligaciones previsionales. Finalmente, se incluyen consideraciones finales orientadas a sintetizar los principales hallazgos del análisis.

En este sentido, el informe no constituye un estudio actuarial ni un análisis de sostenibilidad integral del sistema previsional, sino que se focaliza en el componente financiero asociado a la administración de los excedentes temporales. No obstante, incorpora elementos analíticos que permiten contextualizar el rol de la inversión dentro de la evolución financiera general del régimen previsional.

1 Marco legal, institucional y criterios técnicos de asignación y administración

1.1 Marco legal del régimen de inversiones

El régimen de inversiones de los recursos excedentes administrados por la Caja Fiscal se encuentra determinado por un marco legal vigente que define de manera expresa la naturaleza, los límites y las condiciones bajo las cuales los excedentes financieros del sistema pueden ser objeto de colocación en instrumentos financieros.

La Ley N° 2345/2003, “De Reforma y Sostenibilidad de la Caja Fiscal. Sistema de Jubilaciones y Pensiones del Sector Público” y su modificatoria, la Ley N° 4252/2010, establece en su artículo 3°, la separación contable y financiera del sistema previsional en Programas Contributivos Civiles, Programas Contributivos No Civiles y Programas No Contributivos, disponiendo que los Programas Contributivos serán administrados por la Dirección General de Jubilaciones y Pensiones dependiente del Viceministerio de Administración Financiera del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), y que la evolución financiera de cada uno de los sectores que los integran deberá ser analizada de manera diferenciada.

En ese sentido, también establece que los excedentes generados por los sectores superavitarios dentro del Programa Contributivo Civil podrán ser utilizados para cubrir déficits de los sectores deficitarios y, en caso de resultar un saldo positivo, dichos recursos podrán ser depositados en el Banco Central del Paraguay e invertidos conforme a un esquema que contemple las siguientes condiciones:

- i. una proporción de los recursos mantenida a la vista, cuyo porcentaje deberá ser calculado por la Dirección General de Jubilaciones y Pensiones del MEF, en función de las necesidades de liquidez del sistema previsional; y
- ii. el remanente invertido bajo condiciones equivalentes a las aplicables a la Reserva Monetaria Internacional, en cuanto a criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad.

Este esquema normativo establece una regla explícita de administración financiera de los excedentes, orientada a asegurar la disponibilidad oportuna de los recursos para el cumplimiento de las obligaciones previsionales y la adecuada gestión del saldo positivo resultante.

Asimismo, el Artículo 95 de la Constitución Nacional dispone que: *“Los recursos financieros de la seguridad social no serán desviados de sus fines específicos y estarán disponibles para este objetivo, sin perjuicio de las inversiones lucrativas que puedan acrecentar su patrimonio”*.

En este marco, las leyes que aprueban anualmente el Presupuesto General de la Nación habilitan la colocación de los excedentes financieros del Sistema de Jubilaciones y Pensiones del Sector Público correspondientes al Programa Contributivo Civil, autorizando expresamente al MEF a invertir dichos recursos en un conjunto taxativo de instrumentos financieros, definidos para cada ejercicio fiscal, y estableciendo como criterios obligatorios de las colocaciones la seguridad, la liquidez y la rentabilidad, lo que refuerza el carácter reglado y no discrecional del régimen de inversiones.

1.2 Principios aplicables al análisis y administración de las inversiones

A partir de la base normativa establecida en la Ley N° 2345/2003 y sus modificatorias, en el año 2013, mediante la Resolución M.H. N° 154/2013 “Por la cual se aprueba el procedimiento para la inversión de los recursos excedentes de los Programas Contributivos Civiles, en el marco de lo establecido en la Ley N° 4252/2010”, se reglamenta la inversión de los excedentes financieros del Programa Contributivo Civil, estableciéndose un conjunto de principios específicos que deben ser observados en el análisis y evaluación de las colocaciones financieras realizadas por el MEF.

En particular, la Resolución M.H. N° 154/2013 establece que el análisis de las inversiones deberá orientarse a:

- a) Garantizar la seguridad de los recursos previsionales, resguardando el interés de los afiliados del sistema;
- b) Realizar inversiones que permitan generar rentabilidad para los fondos, conforme a los criterios establecidos en la normativa aplicable;
- c) Priorizar las inversiones en moneda nacional, atendiendo a la naturaleza de los compromisos previsionales; y

- d) Priorizar inversiones en títulos valores públicos de mediano a largo plazo, en coherencia con el horizonte temporal del sistema de jubilaciones y pensiones.

Cabe señalar que la Resolución M.H. N° 154/2013 complementa el marco normativo vigente al precisar los criterios de análisis y evaluación de las inversiones; no obstante, la determinación de los títulos valores habilitados para la inversión de los recursos financieros excedentes del Fondo de Jubilaciones del Programa Contributivo Civil corresponde de manera expresa y para cada Ejercicio Fiscal, a la Ley de Presupuesto General de la Nación.

Así también, la Resolución M.H. N° 154/2013, establece que el retorno generado por las inversiones realizadas con recursos de cada sector deberá ser aplicado:

- i. al pago de las jubilaciones respectivas dentro del Programa Contributivo Civil; y
- ii. a la realización de nuevas inversiones, conforme a las disposiciones normativas vigentes.

Este esquema refuerza el principio de trazabilidad sectorial de los recursos, permitiendo identificar el origen de los excedentes financieros y sus rendimientos, sin afectar la naturaleza solidaria e integrada del Fondo ni la cobertura de las obligaciones previsionales.

1.3 Marco institucional de administración y gobernanza

La administración del régimen de inversiones se enmarca en la estructura institucional del MEF prevista en la Ley N° 2345/2003 y sus modificatorias.

La gestión operativa de los recursos corresponde a la dependencia responsable de la administración del sistema previsional, mientras que la evaluación, recomendación y seguimiento de las inversiones financieras se realiza a través de una instancia colegiada especializada, integrada por representantes de las áreas económicas, financieras y jurídicas del MEF.

Este esquema institucional contempla así la creación del Comité de Inversiones (CI) de los recursos financieros excedentes de los sectores del Programa Contributivo Civil, creado mediante Resolución M.H. N° 154/2013, en el ámbito de la Dirección General de Jubilaciones y Pensiones, dependiente del Viceministerio de Administración Financiera, como instancia colegiada encargada de analizar, evaluar y recomendar las decisiones de inversión.

El Comité de Inversiones se encuentra integrado por el Viceministro de Economía y Planificación, Viceministro de Administración Financiera, el Director General de Jubilaciones y Pensiones; el

Abogado del Tesoro del MEF, o sus respectivos representantes, asegurando la participación de las áreas con competencia económica, financiera, previsional y jurídica.

Asimismo, la coordinación del Comité de Inversiones es ejercida por los representantes del Viceministerio de Economía y Planificación y del Viceministerio de Administración Financiera, quienes tienen a su cargo la convocatoria a las reuniones del Comité.

Entre las funciones asignadas al Comité de Inversiones se encuentran la determinación del monto de los recursos financieros excedentes de los sectores del Programa Contributivo Civil a ser invertidos, considerando el dictamen técnico de la Dirección General de Jubilaciones y Pensiones; la recomendación para la aprobación de las inversiones conforme a los lineamientos establecidos en la Resolución; la solicitud de los estudios técnicos, económicos y financieros que resulten necesarios a las instancias institucionales competentes; y la presentación de informes al Ministro de Economía y Finanzas sobre los resultados obtenidos por las inversiones realizadas.

El esquema tiene por finalidad asegurar que las decisiones de inversión se adopten sobre la base de análisis técnicos, con adecuada separación de funciones, minimizando la discrecionalidad individual y fortaleciendo los mecanismos de control y rendición de cuentas.

1.4 Instrumentos financieros habilitados por la normativa

Las leyes que aprueban anualmente el Presupuesto General de la Nación definen, para cada Ejercicio Fiscal, el universo de instrumentos financieros en los que pueden ser colocados los excedentes financieros del Fondo de Jubilaciones del Programa Contributivo Civil, autorizando de manera expresa al MEF a invertir dichos recursos exclusivamente en un conjunto taxativo de alternativas de inversión.

Este mecanismo de habilitación anual configura un régimen de inversiones reglado, en el cual las opciones de colocación se encuentran delimitadas por norma con rango legal y sujetas obligatoriamente a los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad, en coherencia con la finalidad previsional de los recursos.

Si bien el Presupuesto General de la Nación establece los montos máximos a ser invertidos en cada ejercicio fiscal, la efectiva asignación de recursos se encuentra condicionada por la programación temporal de las obligaciones previsionales, definida a partir de las proyecciones actuariales del sistema, y por la necesidad de asegurar la disponibilidad de fondos en los momentos en que dichas obligaciones deben ser atendidas. En este sentido, la selección de instrumentos, plazos y montos se realiza considerando el calce temporal entre los flujos

financieros derivados de las inversiones y los flujos previsionales esperados, conforme a los resultados del análisis actuarial.

La diversificación de las colocaciones se ve naturalmente acotada por la estructura temporal de las obligaciones previsionales proyectadas, por la disponibilidad de instrumentos en el mercado financiero local con plazos y condiciones compatibles con dicho perfil actuarial, y por el apetito de los emisores para ofrecer alternativas alineadas con los criterios exigidos por el régimen previsional. La preservación del capital y la liquidez del portafolio prevalecen, por tanto, aun cuando ello limite el alcance de la diversificación financiera.

El universo de instrumentos elegibles se encuentra deliberadamente restringido, excluyendo activos con elevada volatilidad, exposición significativa a riesgo de mercado, descortes relevantes de plazo o estructuras financieras complejas incompatibles con la finalidad previsional de los recursos.

A efectos de documentar la aplicación de este esquema normativo, se incorpora como Anexo I un resumen histórico de los instrumentos financieros habilitados por las Leyes de Presupuesto General de la Nación y de los montos asignados en cada Ejercicio Fiscal, con carácter descriptivo y referencial.

1.5 Criterios técnicos de evaluación de inversiones

Desde una perspectiva técnica de gestión financiera y previsional, las decisiones de inversión se sustentan en una metodología de evaluación integral que considera los principales factores de riesgo y desempeño financiero, en coherencia con los principios establecidos en la legislación previsional y presupuestaria vigente.

En dicho marco, el análisis de las inversiones se desarrolla considerando, entre otros aspectos, las proyecciones actuariales del sistema previsional, el perfil temporal de las obligaciones previsionales, las necesidades de liquidez de corto, mediano y largo plazo y el contexto macroeconómico y financiero. Atendiendo a la prioridad de realizar inversiones en moneda nacional, así como a las características y al grado de desarrollo del mercado de capitales nacional, debe adoptarse un enfoque prudente y conservador en la administración de los recursos, alineado con criterios similares a los aplicables a la gestión de las Reservas Monetarias Internacionales.

En términos técnicos, un perfil conservador implica priorizar la preservación del capital por sobre la maximización del rendimiento, mantener elevados niveles de liquidez, privilegiar instrumentos de bajo riesgo y alta calidad crediticia, limitar la exposición a la volatilidad de mercado y asegurar una adecuada diversificación por tipo de instrumento, plazo y emisor, con el objetivo de garantizar la disponibilidad oportuna de los recursos frente a escenarios adversos.

En este contexto, el esquema de evaluación y asignación de inversiones se estructura sobre un procedimiento técnico-formal de calificación, priorización y asignación de instrumentos financieros, basado en reglas predefinidas, métricas objetivas y parámetros verificables, orientado a asegurar que las colocaciones se realicen conforme a criterios objetivos, comparables y verificables. Dicho procedimiento permite analizar y contrastar las alternativas de inversión elegibles mediante una metodología estandarizada, basada en la ponderación relativa de factores financieros y de riesgo, la aplicación de umbrales mínimos de aceptación y la asignación de puntajes que facilitan la selección de los instrumentos más adecuados en función del perfil previsional de los recursos.

Sobre la base de este enfoque, la metodología de evaluación técnica considera, como mínimo, los siguientes factores:

- a) la calidad crediticia del emisor, como indicador principal del riesgo de incumplimiento;
- b) la liquidez del instrumento, evaluada en función de su vencimiento, disponibilidad y facilidad de conversión en efectivo;
- c) la rentabilidad esperada, considerada en términos reales y en relación con parámetros de referencia del mercado local;
- d) el plazo del instrumento, evaluado en coherencia con la estructura temporal de los compromisos previsionales;
- e) la existencia y calidad de garantías, particularmente cuando se trate de garantías estatales o multilaterales.

La elegibilidad de un instrumento requiere el cumplimiento de umbrales mínimos en cada uno de estos factores, de manera de asegurar un perfil de riesgo consistente con la finalidad previsional de los recursos.

En conjunto, estos criterios técnicos y el procedimiento de evaluación asociado permiten asegurar que las decisiones de inversión se adopten de manera consistente, objetiva y alineada

con la finalidad previsional de los recursos, resguardando la preservación del capital, la adecuada liquidez del portafolio y una rentabilidad compatible con el perfil de riesgo del sistema.

2 Evolución y composición de las inversiones realizadas

La ejecución de inversiones financieras con recursos excedentes del Programa Contributivo Civil inicia en el año 2013, en el marco de la habilitación normativa vigente y conforme a los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad establecidos para la administración de los fondos previsionales.

Entre los años 2013 y 2025, el monto total acumulado de recursos colocados asciende a **USD 1.174 millones**, considerando tanto las inversiones financieras a plazo como los depósitos a la vista. De dicho total, **USD 1.025 millones** corresponden a colocaciones en instrumentos de renta fija (bonos y Certificados de Depósito de Ahorro) y **USD 149 millones** a depósitos a la vista, reflejando la coexistencia de decisiones orientadas a la obtención de rendimientos financieros y a la cobertura de necesidades de liquidez inmediata del sistema.

En el período analizado, las inversiones a plazo generaron flujos de recuperación de capital por **USD 716 millones**. En consecuencia, a la fecha de corte considerada, diciembre de 2025, el saldo vigente de colocaciones asciende a **USD 458 millones**, compuesto por: (i) capital de inversiones a plazo pendiente de vencimiento por **USD 309 millones**, cuyos vencimientos se distribuyen en ejercicios futuros; y (ii) saldos mantenidos en depósitos a la vista por **USD 149 millones**, destinados a la gestión de liquidez y disponibilidad inmediata del sistema.

Asimismo, las colocaciones realizadas dieron lugar al cobro de intereses por **USD 223 millones**, registrándose adicionalmente intereses pendientes de cobro por **USD 113 millones**, asociados a inversiones vigentes y colocación en depósitos a la vista cuyos flujos financieros se extienden hasta el año 2030. El análisis de estos resultados se complementa con la evaluación de los instrumentos utilizados, el comportamiento del mercado financiero local y las condiciones de liquidez observadas en cada período, a efectos de asegurar la consistencia de las decisiones de inversión con el perfil conservador y las necesidades previsionales del sistema.

El detalle anual de las inversiones efectuadas, así como su composición por tipo de instrumento, plazo, institución y tasa de interés, se desarrolla en los apartados siguientes. La información desagregada de cada operación se presenta en el Anexo correspondiente y se encuentra,

asimismo, publicada en los canales institucionales del MEF, en el marco de los principios de transparencia y acceso a la información pública que rigen la administración de los recursos previsionales.

2.1 Evolución anual de las inversiones y de las colocaciones a la vista

La ejecución de las inversiones financieras a plazo y de las colocaciones en depósitos a la vista se presenta desde una perspectiva temporal, con el objeto de describir la evolución anual de las colocaciones efectuadas y su distribución por tipo de instrumento.

El *Gráfico 1* presenta la evolución anual de las inversiones financieras a plazo y de las colocaciones en depósitos a la vista realizadas con recursos financieros excedentes del Programa Contributivo Civil, expresadas en millones de dólares para el período 2013-2025.

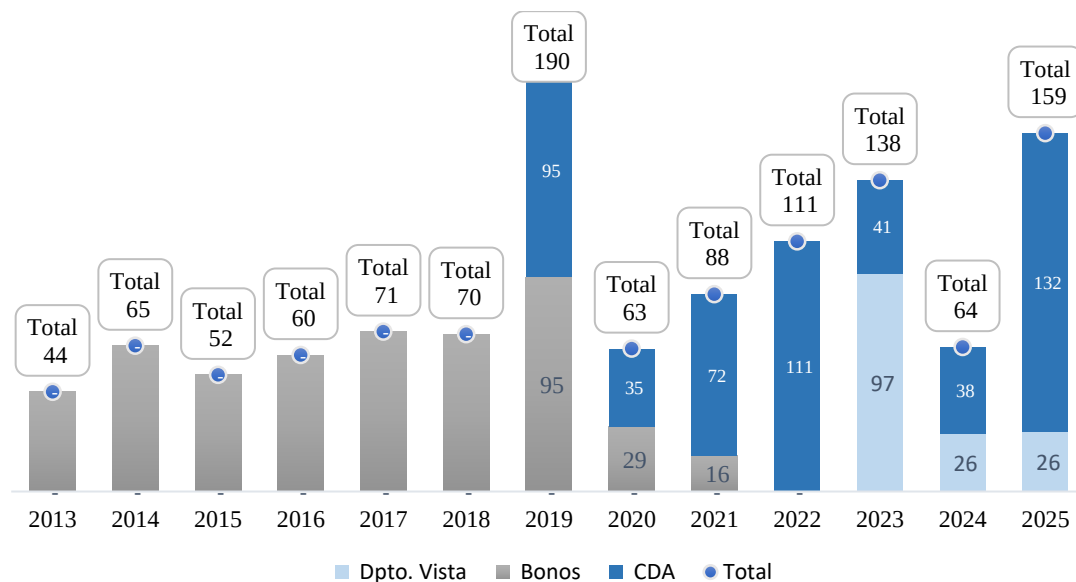
A lo largo del período analizado se registra una variabilidad en el volumen anual de colocaciones, así como cambios en la composición del portafolio por tipo de instrumento, evidenciando modificaciones en la asignación relativa de recursos entre instrumentos de inversión a plazo y posiciones de alta liquidez, en función de las condiciones financieras.

Durante los primeros años del período analizado se observa un volumen de colocaciones relativamente estable, concentrado principalmente en instrumentos de inversión a plazo. A partir del año 2019 se registra un incremento en el monto total de colocaciones, acompañado de variaciones en la composición por tipo de instrumento.

En los ejercicios más recientes se evidencia una mayor presencia de depósitos a la vista dentro del total anual, coexistiendo con inversiones financieras a plazo. Esta evolución se vincula a la necesidad de asegurar la disponibilidad inmediata de recursos para la atención oportuna de las obligaciones previsionales, en un contexto de mayores requerimientos de liquidez del sistema.

En conjunto, el gráfico permite identificar tanto los ejercicios con mayores niveles de colocación como los cambios en la estructura de las colocaciones por tipo de instrumento.

Gráfico 1. Evolución anual de las inversiones financieras a plazo y de las colocaciones en depósitos a la vista (en millones de USD)



Fuente: Elaboración propia a partir de los registros administrativos de la DGJP del MEF.

2.2 Instrumentos financieros utilizados

La selección de los instrumentos financieros utilizados para la colocación de los recursos excedentes se realiza dentro de un universo de inversión acotado, delimitado por las disposiciones vigentes de la Ley del Presupuesto General de la Nación, en función de exigencias mínimas de calificación crediticia y de la naturaleza de los emisores habilitados.

Dentro de este universo normativamente definido, la estrategia de inversión se ve adicionalmente condicionada por la necesidad de asegurar la disponibilidad oportuna de recursos para la atención de las obligaciones previsionales. En la medida en que el perfil temporal del pasivo requiere una gestión prudente de la liquidez y de los plazos de colocación, la composición del portafolio se define tomando en consideración la compatibilidad entre los vencimientos de los instrumentos disponibles y las necesidades operativas del sistema previsional, lo que acota estructuralmente el margen para una mayor diversificación.

2.2.1 Bonos

En una primera etapa, las colocaciones realizadas con recursos financieros excedentes del Programa Contributivo Civil se concentraron principalmente en bonos emitidos por la Agencia Financiera de Desarrollo (AFD), en línea con las autorizaciones establecidas en la normativa

vigente y con el perfil de riesgo conservador definido para la administración de los recursos previsionales.

Los bonos de la AFD se caracterizan por presentar un elevado nivel de seguridad crediticia, asociado a la naturaleza institucional del emisor y a su marco de regulación y supervisión. Estas características los convierten en instrumentos plenamente compatibles con los criterios de seguridad, preservación del capital y previsibilidad de flujos exigidos en la gestión de los fondos previsionales. Entre los años 2013 y 2021, el monto acumulado invertido en bonos de la AFD ascendió a aproximadamente **USD 502 millones**, constituyéndose en uno de los principales destinos de los excedentes financieros del sistema durante dicho período. A la fecha de corte del presente informe, el capital correspondiente a estas colocaciones ha sido íntegramente amortizado e incorporado nuevamente a la disponibilidad financiera de la Caja Fiscal, conforme a los cronogramas contractuales de vencimiento.

Desde el punto de vista financiero, las inversiones realizadas en bonos de la AFD registraron un rendimiento promedio aproximado del **6,2% anual**, con un plazo promedio de inversión cercano a cinco (5) años. Este horizonte temporal resultó consistente, en su momento, tanto con las necesidades de inversión de mediano plazo del sistema previsional como con el esquema de fondeo del emisor. Como resultado de estas colocaciones, los bonos de la AFD generaron ingresos por intereses por un monto acumulado aproximado de **USD 108,4 millones** durante el período analizado, contribuyendo de manera sostenida al rendimiento del portafolio de inversiones previsionales.

Los recursos captados por la AFD mediante la emisión de bonos se aplican conforme a su mandato institucional, lo que otorga a estos instrumentos un carácter estructural y estable, compatible con el objetivo previsional de las inversiones realizadas por la Caja Fiscal.

La evolución de las colocaciones muestra que, durante el período 2013–2021, los bonos de la AFD constituyeron uno de los principales destinos de los excedentes financieros, reflejando una estrategia de inversión prudente y alineada con el marco normativo y el perfil de riesgo conservador del sistema.

En los años recientes, el uso de este instrumento se mantuvo, aunque con un enfoque más selectivo, en función de la programación de vencimientos, las condiciones de mercado y las necesidades de liquidez del sistema previsional.

2.2.2 Certificados de Depósito de Ahorro

Las colocaciones en Certificados de Depósito de Ahorro (CDA) se incorporan al portafolio de inversiones a partir del año 2019, en el marco de un proceso gradual de diversificación de las alternativas de colocación disponibles dentro de lo normativamente habilitado.

La utilización de este instrumento responde a consideraciones de gestión de liquidez, calce de plazos y disponibilidad de mercado, permitiendo canalizar recursos hacia instrumentos de bajo riesgo crediticio y vencimientos compatibles con las necesidades operativas del sistema previsional. En este marco, el plazo promedio de las colocaciones anuales en CDA se ubica en torno a 4,5 años, considerando el conjunto de operaciones efectuadas en cada ejercicio desde su incorporación en 2019, lo que resulta coherente con el perfil temporal de las obligaciones previsionales y con los criterios de calce entre activos y pasivos del sistema. Adicionalmente, este instrumento presenta una mayor profundidad y disponibilidad en el mercado financiero local, derivada de la participación de múltiples entidades financieras oferentes, lo que amplía el abanico de alternativas de colocación en términos de plazos y condiciones, sin apartarse de los criterios normativos y técnicos aplicables

Las colocaciones en CDA se realizan exclusivamente en entidades financieras que cuentan, como mínimo, con calificación crediticia en el rango AA, conforme a las exigencias establecidas en las Leyes del Presupuesto General de la Nación. Este umbral mínimo de calificación constituye un elemento central en la mitigación del riesgo de contraparte, asegurando niveles adecuados de solvencia y estabilidad del sistema financiero receptor de los recursos previsionales.

Asimismo, la estrategia de colocación incorpora criterios de diversificación por entidad financiera, evitando concentraciones excesivas en un único intermediario y contribuyendo a una distribución más equilibrada del riesgo dentro del portafolio, sin desnaturalizar el carácter conservador de la gestión de inversiones.

Desde el punto de vista cuantitativo, entre los años 2019 y 2025, el monto total acumulado colocado en CDA asciende a aproximadamente **USD 524 millones**. Durante dicho período, estas colocaciones generaron ingresos por intereses por un monto acumulado de **USD 106 millones**, registrándose asimismo recuperaciones de capital por **USD 215 millones** conforme a los vencimientos contractuales de cada operación. Al año 2025, el saldo vigente de CDA asciende a

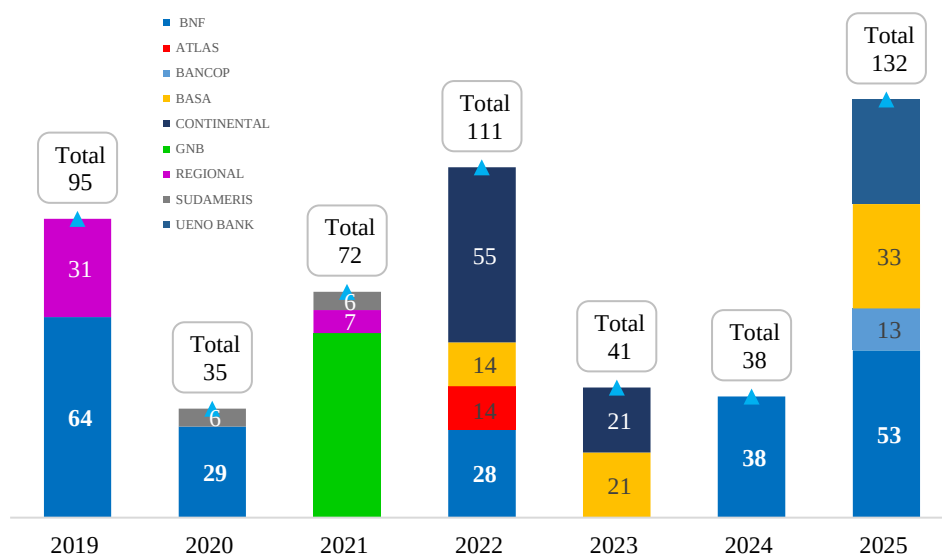
USD 309 millones, correspondiente a colocaciones cuyos vencimientos se encuentran distribuidos en ejercicios futuros.

En el caso particular de las colocaciones realizadas en el Banco Nacional de Fomento (BNF), corresponde destacar que conforme al artículo 6° de su Carta Orgánica (Ley N° 5800/2017), el Estado garantiza íntegramente las operaciones del Banco, incluyendo los depósitos constituidos en dicha entidad. Esta garantía estatal del ciento por ciento (100%) refuerza el perfil de seguridad de las colocaciones efectuadas en el BNF, tornándolas plenamente compatibles con la finalidad previsional de los recursos administrados por la Caja Fiscal.

En conjunto, la incorporación de los CDA dentro del portafolio de inversiones se enmarca en una estrategia orientada a preservar el capital, asegurar la liquidez necesaria para la atención de las obligaciones previsionales y obtener una rentabilidad acorde con el perfil de riesgo del sistema, sin comprometer la estabilidad financiera ni la disponibilidad oportuna de los recursos.

El *Gráfico 2* muestra la distribución anual de las operaciones en CDA por entidad financiera durante el período 2019–2025, evidenciando un comportamiento heterogéneo en el tiempo, con variaciones interanuales asociadas a las condiciones de mercado, la disponibilidad de instrumentos financieros y las necesidades de liquidez del sistema previsional. La participación de múltiples entidades financieras responde a criterios técnicos de gestión de cartera y administración de riesgos, orientados a evitar concentraciones excesivas en una única contraparte, sin alterar el carácter conservador del portafolio ni el cumplimiento de los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad establecidos en la normativa vigente.

Gráfico 2. Distribución anual de operaciones por entidad financiera (en millones de USD)



Fuente: Elaboración propia a partir de los registros administrativos de la DGJP del MEF.

2.2.3 Depósitos a la vista

A partir del año 2023, el sistema incorpora **colocaciones en depósitos a la vista**, con el objetivo de asegurar la disponibilidad inmediata de recursos para la atención de las obligaciones previsionales. Estas colocaciones se realizan exclusivamente en el Banco Nacional de Fomento (BNF), en atención a su carácter de banca pública y a la garantía estatal plena que ampara sus operaciones, conforme a su marco legal vigente.

Entre los años 2023 y 2025, el monto total acumulado mantenido en depósitos a la vista asciende a **USD 149 millones**. A la fecha de corte considerada, estos recursos se encuentran íntegramente depositados y no han sido retirados, manteniéndose disponibles para su utilización inmediata, en particular para hacer frente a requerimientos financieros de corto plazo derivados del cumplimiento de las obligaciones previsionales.

Las colocaciones en depósitos a la vista devengan un rendimiento nominal anual del 3%, con capitalización trimestral, conforme a las condiciones financieras acordadas con la entidad depositaria. A la fecha de corte, dichas colocaciones han generado intereses devengados aproximados por **USD 9 millones**, contribuyendo a la obtención de ingresos financieros sin afectar la disponibilidad inmediata de los fondos.

Asimismo, parte de los recursos líquidos del sistema se mantienen en depósitos a la vista en el Banco Central del Paraguay, donde conservan el más alto nivel de seguridad y disponibilidad

inmediata para la atención de las obligaciones previsionales, aunque sin generación de rendimientos financieros dada su función de resguardo.

En forma complementaria, se utilizan depósitos a la vista en entidades financieras, que mantienen el mismo carácter de liquidez inmediata e incorporan un retorno financiero moderado sobre saldos operativos, en coherencia con una gestión prudente de la liquidez y sin alterar el perfil conservador ni la finalidad previsional de los recursos administrados.

2.3 Desempeño Financiero anual

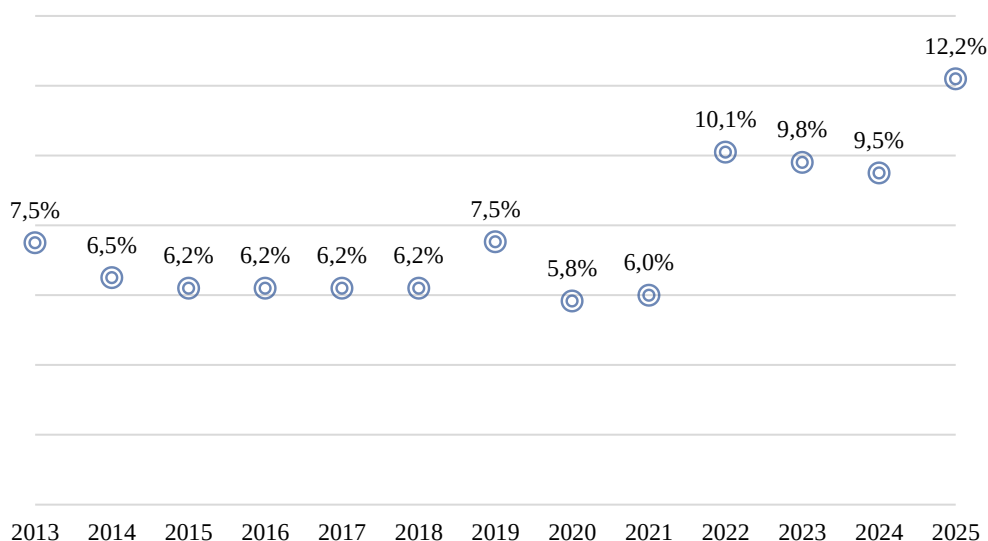
Desde la perspectiva del desempeño financiero anual, el portafolio de inversiones registró retornos positivos a lo largo del período analizado, tanto en las colocaciones en instrumentos de renta fija pública como en las colocaciones en CDA. Dichos retornos reflejan las condiciones del mercado financiero y la estructura de vencimientos de las inversiones, contribuyendo a la generación de ingresos financieros que complementan los recursos corrientes del sistema previsional. En todos los casos, la obtención de estos rendimientos se realizó sin comprometer los criterios de seguridad, liquidez y preservación del capital que rigen la gestión de los recursos administrados.

Cabe señalar que la rentabilidad anual presentada corresponde al rendimiento efectivo del portafolio agregado de renta fija (bonos y CDA), sin desagregación por instrumento, a efectos de preservar una visión integral del desempeño financiero.

El *Gráfico 3* presenta la evolución de la rentabilidad anual del portafolio de inversiones durante el período 2013–2025, reflejando el desempeño agregado de las colocaciones realizadas en instrumentos de renta fija. La trayectoria observada evidencia una rentabilidad positiva a lo largo de todo el período, con variaciones asociadas a las condiciones del mercado financiero, la composición del portafolio y la estructura de plazos de las inversiones, manteniéndose en todo momento consistente con el perfil conservador de gestión de los recursos previsionales.

A partir de la serie presentada, se observa que el rendimiento promedio anual del portafolio de inversiones durante el período analizado se situó en niveles cercanos al 7,7%, reflejando el comportamiento agregado de las colocaciones en instrumentos de renta fija. En los años más recientes, particularmente desde 2022, se registró un incremento en la rentabilidad promedio, alcanzando valores en torno al 9% anual, y niveles superiores al 12% en el último año del período, asociados principalmente al contexto de tasas de interés más elevadas en el mercado financiero local.

Gráfico 3. Evolución de la rentabilidad anual del portafolio de inversiones



Fuente: Elaboración propia a partir de los registros administrativos de la DGJP del MEF.

El detalle de los retornos obtenidos por entidad financiera se presenta en el Anexo 2, con fines informativos y de transparencia, sin perjuicio de que el análisis del cuerpo principal del informe se focaliza en el desempeño agregado del portafolio.

2.4 Composición del portafolio de inversiones

La presente sección analiza la composición y la evolución del portafolio de inversiones durante el período 2013–2025, considerando en cada ejercicio el saldo de capital vigente de las colocaciones financieras realizadas con los excedentes financieros del sistema, conforme al marco normativo aplicable. La cartera vigente de colocaciones financieras corresponde a los saldos existentes al cierre de cada ejercicio, integrados por colocaciones realizadas en ejercicios anteriores que permanecen vigentes, netas de las amortizaciones y vencimientos registrados en cada período.

Durante el período 2013–2018, la cartera vigente se encuentra íntegramente constituida por instrumentos de renta fija pública, en concordancia con las alternativas de inversión normativamente habilitadas. En dicho período, el nivel agregado de recursos colocados presenta un crecimiento progresivo, alcanzando al cierre de 2018 saldos vigentes del orden de USD 253 millones.

A partir de 2019, se incorpora el uso de CDA como instrumento adicional dentro del universo de instrumentos autorizados. Entre 2019 y 2021, la cartera vigente presenta una composición

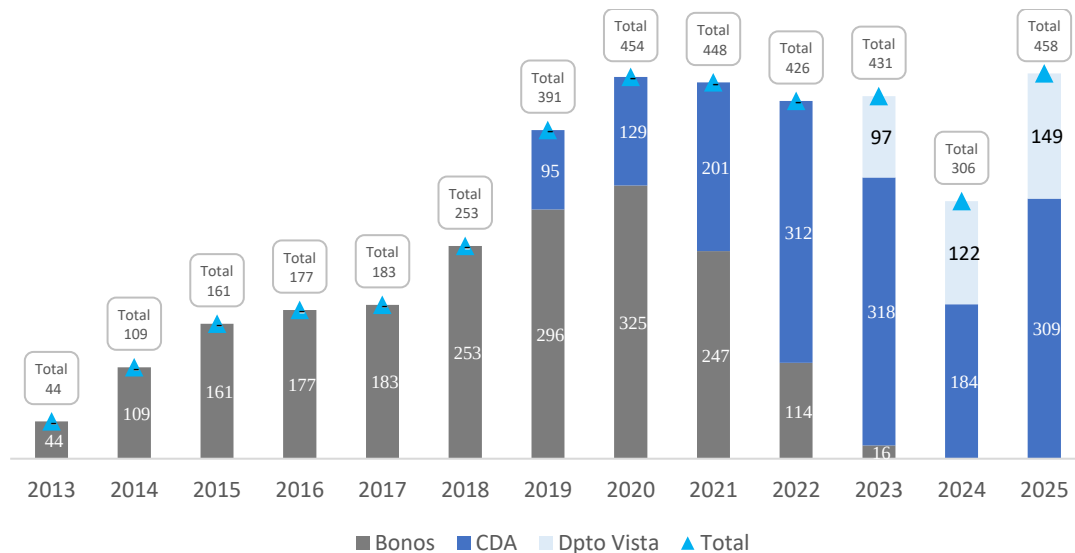
combinada de bonos y CDA, mientras que el nivel total de recursos colocados continúa incrementándose, superando los USD 390 millones y alcanzando valores cercanos a USD 454 millones en 2020.

En los ejercicios posteriores, la evolución de la cartera vigente se caracteriza por la amortización progresiva de los instrumentos de renta fija pública y la mayor participación relativa de los CDA. Este proceso se refleja en variaciones interanuales del nivel total de la cartera, sin evidenciar una reducción estructural de los recursos colocados.

Desde 2023, la cartera vigente incorpora depósitos a la vista como componente adicional de alta liquidez, coexistiendo con los saldos en CDA. Al cierre de 2025, la cartera vigente asciende a USD 458 millones, integrada por USD 309 millones en CDA y USD 149 millones en depósitos a la vista, no registrándose saldos vigentes en instrumentos de renta fija pública.

En términos agregados, la trayectoria observada refleja la evolución del volumen total de recursos colocados y la modificación de su composición por tipo de instrumento, en el marco de las disposiciones normativas vigentes. La evolución anual de los saldos totales y su composición por instrumento se presentan en el *Gráfico 4*.

Gráfico 4. Evolución de la cartera de inversiones y depósitos a la vista (en millones de USD)



Fuente: Elaboración propia a partir de los registros administrativos de la DGIP del MEF.

2.5 Intereses percibidos por las inversiones financieras

En cuanto a los intereses, el análisis de los rendimientos financieros del sistema se realiza bajo un criterio integral, considerando los ingresos por intereses efectivamente percibidos desde el inicio del régimen de inversiones hasta el cierre del ejercicio 2025, así como los rendimientos futuros estimados asociados a las colocaciones financieras que permanecen vigentes a dicha fecha.

En términos acumulados, entre los ejercicios 2014 y 2025 el sistema percibió ingresos por intereses por un total aproximado de **USD 223 millones**, derivados tanto de las inversiones realizadas en los instrumentos financieros normativamente habilitados como de los depósitos a la vista utilizados para la gestión de liquidez, los cuales generan intereses conforme a las condiciones pactadas con las entidades financieras.

Del total de intereses percibidos, **USD 108 millones** corresponden a intereses generados por instrumentos de renta fija pública, **USD 106 millones** a intereses derivados de colocaciones en CDA, y **USD 9 millones** a intereses percibidos por depósitos a la vista. Estos últimos, si bien no constituyen instrumentos de inversión, forman parte de los ingresos financieros del sistema y se incluyen en el análisis agregado de rendimientos.

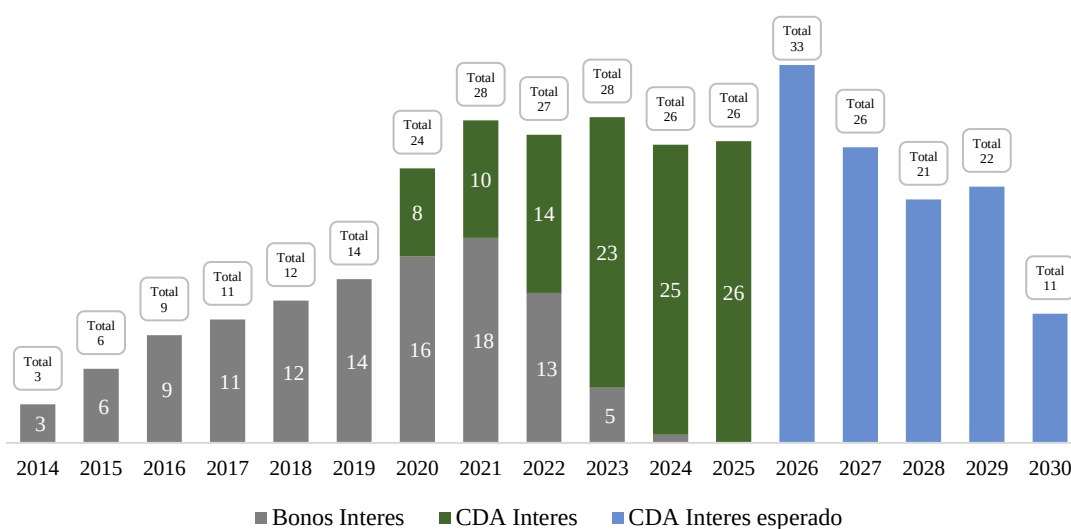
Los intereses percibidos corresponden a flujos financieros efectivamente cobrados en cada ejercicio, de acuerdo con las condiciones financieras pactadas para cada tipo de instrumento. El *Gráfico 5* presenta la evolución anual de los intereses percibidos derivados de las inversiones financieras, desagregados por tipo de instrumento, permitiendo identificar la contribución del portafolio de inversiones a los ingresos financieros del sistema. Los intereses provenientes de depósitos a la vista se incorporan en el total agregado, pero no se representan de manera individual en el gráfico, en atención a su naturaleza como instrumento de gestión de liquidez.

De manera complementaria, el análisis incorpora los intereses futuros estimados correspondientes a las colocaciones financieras que permanecen vigentes al cierre del período analizado. Estos rendimientos ascienden a aproximadamente **USD 113 millones** y se encuentran asociados exclusivamente a CDA vigentes, reflejando los flujos de intereses contractualmente previstos en función de los plazos residuales y de la estructura financiera de dichas colocaciones.

Desde una consideración integral de los rendimientos financieros del sistema, que contempla los intereses efectivamente percibidos por inversiones financieras y por instrumentos de gestión

de liquidez, así como los rendimientos futuros estimados asociados a colocaciones vigentes, se observa que los CDA concentran el mayor volumen de ingresos por intereses. Por su parte, los instrumentos de renta fija pública explican la generación de intereses en la etapa inicial del régimen de inversiones, correspondiendo dichos rendimientos a colocaciones que ya han sido íntegramente amortizadas y cuyos intereses han sido totalmente percibidos.

Gráfico 5. Intereses percibidos y rendimientos futuros estimados, por instrumento financiero (en millones de USD)



Fuente: Elaboración propia a partir de los registros administrativos de la DGJP del MEF.

2.6 Composición histórica de la cartera de inversiones

Con el objetivo de complementar el análisis, se expone la evolución acumulada de las inversiones realizadas desde el inicio del régimen, considerando el total de recursos colocados a lo largo del período, independientemente de su situación vigente o amortizada. Este análisis tiene un carácter informativo y no representa el tamaño actual del portafolio.

2.6.1 Bonos

La totalidad de las colocaciones históricas en instrumentos de renta fija pública se realizó exclusivamente mediante bonos emitidos por la Agencia Financiera de Desarrollo (AFD), sin registrarse inversiones en bonos de otros emisores durante el período analizado.

2.6.2 Certificados de Depósito de Ahorro

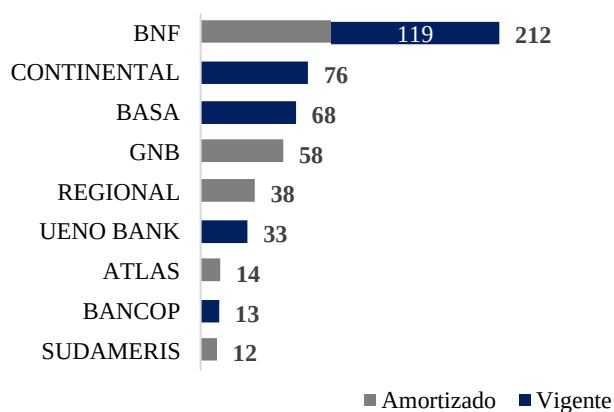
Con el fin de complementar el análisis de la composición de la cartera, se presenta la distribución acumulada de las colocaciones en CDA por entidad financiera, distinguiendo entre los saldos vigentes a la fecha de corte y el capital amortizado conforme a los vencimientos contractuales.

Este enfoque permite identificar la participación histórica de las distintas entidades y la composición actual de los saldos que permanecen activos.

De manera general, los CDA vigentes se concentran en un grupo acotado de entidades financieras, entre las que se destacan el Banco Nacional de Fomento (BNF), Banco Continental, Banco BASA, GNB y Banco Regional, reflejando la utilización de este instrumento dentro del conjunto de entidades habilitadas y con participación efectiva en la cartera vigente.

Las colocaciones en CDA se realizaron en entidades financieras que cumplían con los requisitos normativos de elegibilidad y calificación crediticia, y que presentaban disponibilidad del instrumento y condiciones compatibles con los criterios de seguridad y liquidez aplicables.

Gráfico 6. Colocaciones acumuladas en Certificados de Depósito de Ahorro (CDA) (en millones de USD)



Fuente: Elaboración propia a partir de los registros administrativos de la DGJP del MEF.

Desde una perspectiva temporal, la cartera vigente presenta un perfil de vencimientos concentrado en horizontes de corto y mediano plazo, determinado por la composición actual de los instrumentos utilizados. En el caso de los CDA, las colocaciones realizadas exhiben un plazo promedio de colocación del orden de 4,5 años, mientras que el plazo residual promedio de los CDA vigentes se ubica en niveles similares, como resultado de la incorporación de colocaciones recientes dentro del período analizado. Por su parte, los depósitos a la vista presentan un plazo residual promedio inmediato, al encontrarse disponibles en todo momento. En conjunto, esta estructura condiciona la distribución de vencimientos de la cartera y limita, bajo las condiciones actuales, la extensión de horizontes temporales más largos.

En este contexto, la estructura actual de la cartera de inversiones refleja las restricciones operativas y normativas vigentes, así como las condiciones de mercado existentes, lo que limita

el abanico efectivo de alternativas de colocación disponibles. En la medida en que avance el proceso de reforma del sistema y se consolide un marco de mayor previsibilidad financiera y actuarial, se torna relevante evaluar progresivamente alternativas de inversión que permitan ampliar la diversificación de la cartera, considerando horizontes de plazo más extensos y una mejor correspondencia con la duración esperada de las obligaciones previsionales, siempre dentro de los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad establecidos en la normativa aplicable.

3 Alcance de la inversión financiera en el financiamiento del sistema previsional

El análisis presentado en las secciones anteriores permite identificar que la inversión de los recursos excedentes del Sistema de Jubilaciones y Pensiones del Sector Público ha contribuido de manera sostenida a la generación de ingresos financieros y a la preservación del valor de los fondos disponibles, en el marco de los criterios prudenciales establecidos por la normativa vigente.

La evolución de la composición de dichos recursos evidencia la dinámica financiera del sistema previsional a lo largo del tiempo. En particular, se observa que durante los primeros años del período analizado predominaban los recursos líquidos, reflejando una etapa en la que el sistema aún disponía de excedentes significativos. Sin embargo, a medida que los déficits previsionales comenzaron a intensificarse, se registró una reducción progresiva de los saldos disponibles, acompañada por un aumento relativo del capital invertido y, posteriormente, por la necesidad de recurrir crecientemente a dichos recursos para cubrir obligaciones corrientes.

Gráfico 7. Evolución de la composición de los recursos financieros del sistema previsional (en millones de USD)



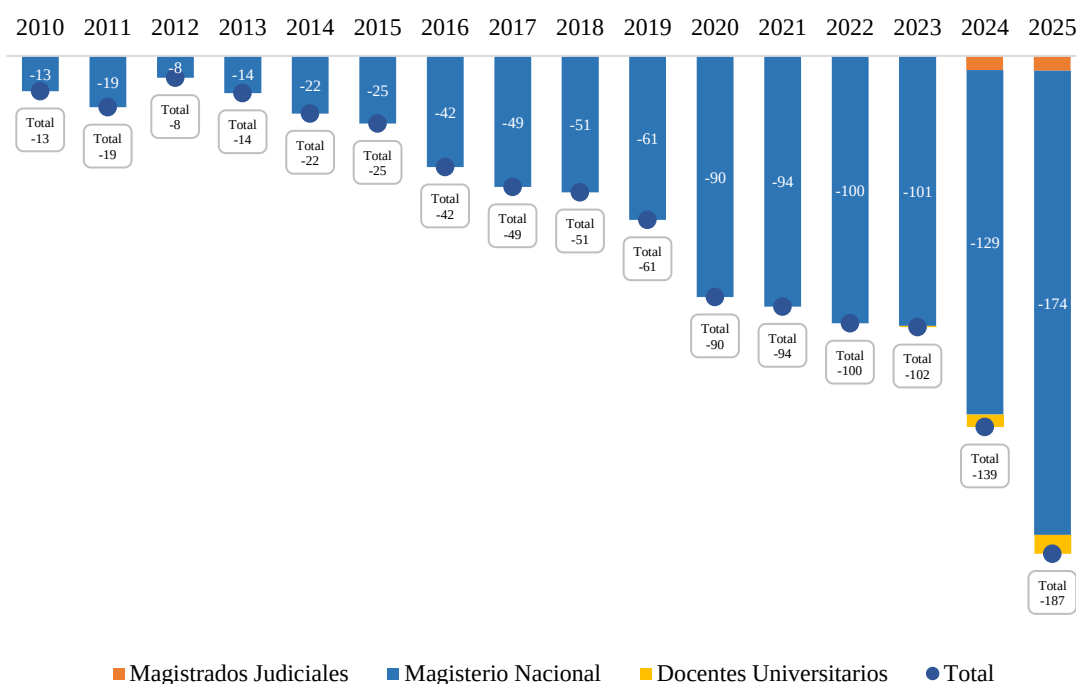
Fuente: Elaboración propia a partir de los registros administrativos de la DGJP del MEF.

La información presentada en el gráfico precedente muestra que el stock total de recursos financieros alcanza su punto máximo en el período intermedio de la serie, para luego iniciar una trayectoria descendente sostenida, asociada al crecimiento estructural del déficit previsional. Asimismo, se observa que, si bien los rendimientos financieros generados han contribuido a complementar los ingresos del sistema, su magnitud resulta limitada en comparación con la velocidad de expansión de las obligaciones previsionales.

En este sentido, los resultados del análisis evidencian que el alcance de dichos ingresos debe interpretarse en el contexto de la evolución actuarial del sistema. La magnitud y la dinámica de crecimiento de las obligaciones previsionales superan ampliamente la capacidad de generación de recursos derivada de la rentabilidad financiera de los excedentes temporales. Esta situación responde a factores estructurales propios del diseño del régimen previsional, tales como las condiciones de acceso a la jubilación, las tasas de sustitución vigentes y la relación entre aportantes activos y beneficiarios.

Esta relación se refleja claramente en la evolución del balance financiero del sistema, donde se observa una tendencia creciente del déficit, explicada principalmente por el aumento del gasto previsional asociado a jubilaciones tempranas, altas tasas de sustitución y una disminución progresiva de la relación activos-pasivos.

Gráfico 8. Evolución del resultado financieros por sectores deficitarios (en millones de USD)



Fuente: Elaboración propia a partir de los registros administrativos de la DGJP del MEF.

El gráfico anterior permite apreciar que el deterioro del resultado financiero del sistema previsional responde fundamentalmente a factores de carácter estructural asociados al comportamiento de los principales sectores deficitarios del Programa Contributivo Civil. En particular, el Magisterio Nacional concentra el mayor peso relativo dentro del sistema, determinando en gran medida la tendencia global del balance previsional.

En este contexto, si bien la inversión de excedentes financieros contribuye a generar ingresos adicionales para el fondo, su capacidad de compensación resulta limitada frente a la magnitud de los desequilibrios estructurales existentes. El crecimiento sostenido del déficit observado en los sectores civiles deficitarios evidencia que el ritmo de expansión de las obligaciones previsionales supera ampliamente la generación de rendimientos financieros.

Tal como se observa en la Tabla 1, el déficit acumulado conjunto del Magisterio Nacional, Magistrados Judiciales y Docentes Universitarios asciende a Gs. 7.069.804 millones. En contraste, los rendimientos financieros generados por las inversiones del fondo en todo el período 2013–2025 alcanzan Gs. 2.362.275 millones (ver Anexo 2), cifra significativamente inferior a la magnitud del desequilibrio estructural.

Tabla 1. Déficit acumulado histórico de los sectores del Programa Contributivo Civil.

En millones de Gs.

Sector	Déficits acumulados 2003–2025
Magisterio Nacional	-6.906.875
Magistrados Judiciales	-82.081
Docentes Universitarios	-80.848
Total déficits	-7.069.804

Fuente: Elaboración propia a partir de los registros administrativos de la DGJP del MEF.

Este contraste evidencia que los rendimientos financieros cumplen un rol complementario en la administración de liquidez del sistema, pero no pueden compensar déficits previsionales de naturaleza estructural, vinculados principalmente a parámetros normativos y demográficos. En consecuencia, la sostenibilidad financiera del sistema previsional depende fundamentalmente de la evolución estructural del balance entre aportes y beneficios, y no exclusivamente del desempeño de las inversiones. El detalle completo del comportamiento histórico por sector se presenta en el Anexo 3.

4 Consideraciones finales

La estrategia de inversión adoptada en la administración de los recursos financieros excedentes del Sistema de Jubilaciones y Pensiones del Sector Público se ha caracterizado por un enfoque marcadamente conservador, con una concentración predominante en instrumentos de renta fija bancaria y depósitos, priorizando la seguridad y la liquidez por sobre la extensión de plazos y la diversificación hacia activos de mayor riesgo. Este enfoque responde a los criterios prudenciales establecidos en la normativa vigente, así como a la naturaleza de los recursos administrados, cuyo destino principal es el financiamiento oportuno de obligaciones previsionales.

La composición actual de la cartera evidencia, no obstante, una limitación estructural del universo efectivo de instrumentos disponibles, derivada tanto del marco normativo aplicable como de las características del mercado financiero local. En este contexto, la elevada participación de certificados de depósito de ahorro (CDA) y depósitos a la vista se traduce en un perfil de vencimientos concentrado en horizontes de corto y mediano plazo, con plazos residuales promedio acotados en relación con la duración esperada de las obligaciones previsionales del sistema.

Si bien los CDA presentan plazos de colocación que en promedio alcanzan aproximadamente 4,5 años, la presencia significativa de depósitos a la vista, de disponibilidad inmediata, resulta necesaria para garantizar la liquidez requerida frente a las obligaciones previsionales generadas por el déficit corriente del sistema. Esta configuración, a su vez, limita la diversificación por tipo de activo, aun cuando se mantiene una adecuada distribución por entidad financiera dentro del universo habilitado por la normativa vigente.

En términos generales, la ampliación del universo efectivo de alternativas de inversión y la eventual extensión de los plazos residuales de la cartera se encuentran condicionadas a mejoras en la previsibilidad financiera y actuarial del sistema previsional, las cuales dependen fundamentalmente de la evolución de sus parámetros estructurales.

En este sentido, la evidencia analizada a lo largo del informe muestra que los recursos financieros excedentes constituyen un stock de carácter temporal, cuya trayectoria ha estado estrechamente vinculada al incremento progresivo de las obligaciones previsionales. Si bien la inversión de dichos recursos ha permitido generar ingresos financieros adicionales y optimizar su administración, su alcance resulta necesariamente limitado frente a factores estructurales de naturaleza actuarial, tales como las condiciones de acceso a la jubilación, las tasas de sustitución

vigentes y la relación entre aportantes activos y beneficiarios. En consecuencia, la sostenibilidad del sistema previsional depende fundamentalmente de la evolución de sus parámetros estructurales, mientras que la gestión de inversiones constituye un instrumento complementario orientado a mejorar el uso de los excedentes temporales, sin que pueda modificar por sí misma la trayectoria de los déficits previsionales de carácter estructural.

Anexo 1. Disposiciones legales y límites de inversión por año fiscal

Año	Ley	Artículo	Instrumentos permitidos	Monto presupuestado En millones de Gs.	Monto invertido En millones de Gs.
2013	4848	100	Bonos de la Tesorería General Bonos de la AFD		200.000
2014	5142	87, 96 y 138	Bonos de la Tesorería General Bonos de la AFD		300.000
2015	5386	138	Bonos de la Tesorería General Bonos de la AFD		300.000
2016	5554	82 y 122	Bonos de la Tesorería General Bonos de la AFD	800.000	350.000
2017	5554	83 y 122	Bonos de la Tesorería General Bonos de la AFD		400.000
2018	6026	132	Bonos del Tesoro Bonos de la AFD	620.000	400.000
2019	6258	137	Bonos de la Agencia Financiera de Desarrollo (AFD). Instrumentos emitidos por Organismos Multilaterales con calificación AAA Instrumentos garantizados por Organismos Multilaterales con calificación AAA Certificados de Depósito a Plazo (CDA) o a la vista en Bancos Nacionales con calificación mínima de AA	620.000	1.200.000
2020	6469	144	Bonos de la Agencia Financiera de Desarrollo (AFD). Instrumentos emitidos por Organismos Multilaterales con calificación AAA Instrumentos garantizados por Organismos Multilaterales con calificación AAA Certificados de Depósito a Plazo (CDA) o a la vista en Bancos locales con calificación mínima de AA	300.000	440.000
2021	6672	140	Bonos de la Agencia Financiera de Desarrollo (AFD). Instrumentos emitidos por Organismos Multilaterales con calificación AAA Instrumentos garantizados por Organismos Multilaterales con calificación AAA Certificados de Depósito a Plazo (CDA) o a la vista en Bancos locales con calificación mínima de AA	300.000	600.000
2022	6873	147	Bonos de la Agencia Financiera de Desarrollo (AFD). Instrumentos emitidos por Organismos Multilaterales con calificación AAA Instrumentos garantizados por Organismos Multilaterales con calificación AAA Certificados de Depósito a Plazo (CDA) o a la vista en Bancos locales con calificación mínima de AA	400.000	800.000
2023	7050	158	Bonos de la Agencia Financiera de Desarrollo (AFD). Instrumentos emitidos por Organismos Multilaterales con calificación AAA Instrumentos garantizados por Organismos Multilaterales con calificación AAA Certificados de Depósito a Plazo (CDA) o a la vista en Bancos locales con calificación mínima de AA	300.000	300.000

Año	Ley	Artículo	Instrumentos permitidos	Monto presupuestado En millones de Gs.	Monto invertido En millones de Gs.
2024	7228	159	Bonos de la Agencia Financiera de Desarrollo (AFD). Instrumentos emitidos por Organismos Multilaterales con calificación AAA Instrumentos garantizados por Organismos Multilaterales con calificación AAA Certificados de Depósito a Plazo (CDA) o a la vista en Bancos locales con calificación mínima de AA	300.000	300.000
2025	7408	158	Bonos de la Agencia Financiera de Desarrollo (AFD). Instrumentos emitidos por Organismos Multilaterales con calificación AAA Instrumentos garantizados por Organismos Multilaterales con calificación AAA Certificados de Depósito a Plazo (CDA) o a la vista en Bancos locales con calificación mínima de AA	1.000.000	1.000.000
2026	7609	162	Bonos de la Agencia Financiera de Desarrollo (AFD). Instrumentos emitidos por Organismos Multilaterales con calificación AAA Instrumentos garantizados por Organismos Multilaterales con calificación AAA Certificados de Depósito a Plazo (CDA) o a la vista en Bancos locales con calificación mínima de AA	1.500.000	-

Anexo 2. Desempeño y rentabilidad de las inversiones (2013-2025)

N° DE OPERACIÓN	TIPO DE INVERSIÓN	FECHA DE LA OPERACIÓN	PLAZO	VENCIMIENTO	TASA DE INTERÉS	MONTO INVERTIDO En millones de Gs.	TOTAL INTERESES En millones de Gs.	INTERESES COBRADOS En millones de Gs.
1°	BONOS AFD	27/12/2013	3 años	27/12/2016	7,5%	200.000	45.000	45.000
2°	BONOS AFD	18/11/2014	3 años	21/11/2017	6,5%	300.000	58.500	58.500
3°	BONOS AFD	24/12/2015	4 años	27/12/2019	6,2%	300.000	74.400	74.400
4°	BONOS AFD	22/12/2016	5 años	22/12/2021	6,2%	350.000	108.559	108.559
5°	BONOS AFD	25/10/2017	5 años	25/10/2022	6,2%	300.000	93.051	93.051
6°	BONOS AFD	12/12/2017	5 años	12/12/2022	6,2%	100.000	31.017	31.017
7°	BONOS AFD	17/4/2018	5 años	17/4/2023	6,2%	200.000	62.034	62.034
8°	BONOS AFD	22/11/2018	3 años	22/11/2021	6,2%	200.000	37.234	37.234
9°	BONOS AFD	25/7/2019	4 años	25/7/2023	6,3%	200.000	50.435	50.435
10°	CDA BNF	8/8/2019	5 años	6/8/2024	8,5%	200.000	85.000	85.000
11°	CDA REGIONAL	21/10/2019	5 años	24/9/2024	9,2%	200.000	91.233	91.233
12°	CDA BNF	17/12/2019	5 años	16/12/2024	8,5%	200.000	85.047	85.047
13°	BONOS AFD	19/12/2019	3 años	19/12/2022	6,3%	400.000	75.669	75.669
14°	BONOS AFD	22/12/2020	3 años	22/12/2023	5,3%	200.000	31.800	31.800
15°	CDA BNF	23/12/2020	3 años	25/12/2023	6,3%	200.000	37.869	37.869
16°	CDA SUD	29/12/2020	3 años	14/12/2023	6,2%	40.000	7.397	7.397
17°	BONOS AFD	28/9/2021	3 años	30/9/2024	4,7%	110.000	15.552	15.552
18°	CDA SUD	30/9/2021	3 años	24/9/2024	5,2%	40.000	6.271	6.271
19°	CDA GNB	30/9/2021	3 años	30/9/2024	4,7%	150.000	21.395	21.395
20°	CDA REGIONAL	23/12/2021	3 años	18/12/2024	6,5%	50.000	9.714	9.714
21°	CDA GNB	23/12/2021	3 años	23/12/2024	6,7%	100.000	20.118	20.118
22°	CDA GNB FUSIÓN	28/12/2021	3 años	27/12/2024	6,9%	150.000	31.050	31.050
23°	CDA CONTINENTAL	29/11/2022	7 años	27/11/2029	9,75%	200.000	136.500	58.340
24°	CDA BNF	29/11/2022	7 años	30/11/2029	10,50%	180.000	132.455	56.855
25°	CDA BNF	29/11/2022	7 años	30/11/2029	10,50%	20.000	14.717	6.317
26°	CDA BASA	28/12/2022	5 años	27/12/2027	10,60%	100.000	53.000	31.858

N° DE OPERACIÓN	TIPO DE INVERSIÓN	FECHA DE LA OPERACIÓN	PLAZO	VENCIMIENTO	TASA DE INTERÉS	MONTO INVERTIDO En millones de Gs.	TOTAL INTERESES En millones de Gs.	INTERESES COBRADOS En millones de Gs.
27°	CDA CONTINENTAL	28/12/2022	5 años	27/12/2027	9,67%	200.000	96.700	57.861
28°	CDA ATLAS	28/12/2022	3 años	12/12/2025	10,75%	50.000	15.904	15.904
29°	CDA ATLAS	28/12/2022	2 años	17/12/2024	10,7%	50.000	10.553	10.553
30°	Depósito a la vista BNF	11/4/2023	Trimestral	-	2,97%	300.000	55.402	55.402
31°	Depósito a la vista BNF	20/7/2023	Trimestral	-	2,97%			
32°	CDA CONTINENTAL	28/7/2023	3 años	3/8/2026	8,76%	150.000	39.672	26.316
33°	CDA BASA	28/7/2023	3 años	27/7/2026	10,90%	150.000	49.050	36.821
34°	CDA BNF	26/12/2024	2 años	28/12/2026	9,50%	300.000	57.156	28.500
35°	Depósito a la vista BNF	26/12/2024	Trimestral	-	3,10%	200.000	9.019	9.019
36°	Depósito a la vista BNF	31/7/2025	Trimestral	-	3,10%			
37°	CDA BASA	31/7/2025	5 años	30/7/2030	12,25%	250.000	153.125	7.551
38°	CDA UENO BANK	31/7/2025	5 años	30/7/2030	12,35%	250.000	154.375	7.613
39°	CDA BANCOP	31/7/2025	5 años	30/7/2030	12,06%	100.000	60.300	4.989
40°	CDA BNF	31/7/2025	5 años	30/7/2030	12,30%	400.000	246.000	20.758
TOTALES						7.690.000	2.362.275	1.513.005

Anexo 3. Déficit / Superávit por sector (en millones de Gs.)

AÑO	ADMINISTRACIÓN PÚBLICA	MAGISTRADOS JUDICIALES	MAGISTERIO NACIONAL	DOCENTES UNIVERSITARIOS	FUERZAS ARMADAS	FUERZAS POLICIALES
2003	30.416	3.439	-67.145	13.099	-146.211	-55.693
2004	40.445	10.119	-53.229	9.554	-145.838	-55.618
2005	57.922	20.099	-40.993	7.165	-151.712	-54.809
2006	62.011	13.089	-84.726	4.572	-166.369	-67.227
2007	117.080	24.398	-58.596	12.642	-163.222	-53.738
2008	158.314	27.199	-46.320	23.225	-176.447	-54.648
2009	210.101	27.819	-81.775	21.212	-189.235	-72.394
2010	239.871	36.357	-49.423	17.787	-178.836	-80.909
2011	342.846	45.943	-78.434	23.963	-197.595	-84.256
2012	518.244	41.090	-38.851	25.451	-280.704	-100.689
2013	595.090	54.852	-59.774	46.563	-277.247	-164.070
2014	671.420	63.065	-96.273	46.180	-313.670	-185.152
2015	578.275	52.404	-132.059	42.132	-376.517	-234.395
2016	429.294	24.221	-236.403	36.931	-405.928	-277.176
2017	415.732	22.095	-276.048	23.731	-431.361	-296.008
2018	448.505	12.489	-292.841	17.122	-480.088	-350.115
2019	453.842	6.081	-383.720	20.675	-501.920	-380.950
2020	466.338	18.500	-612.031	22.607	-507.605	-405.456
2021	406.670	8.309	-636.344	19.285	-501.947	-428.851
2022	742.655	25.729	-699.926	14.695	-514.567	-449.319
2023	732.326	23.246	-737.593	-3.619	-578.917	-575.435
2024	185.772	-40.453	-971.280	-36.115	-653.544	-703.498
2025	114.480	-41.628	-1.173.091	-44.733	-687.541	-727.459
TOTALES	8.017.649	478.462	-6.906.875	364.124	-8.027.021	-5.857.865