

# **Política monetaria y desarrollo del mercado secundario de Certificados de Depósitos del Banco Central de Reserva del Perú: 1995-1996**

Por Susana Ishisaka <sup>1/</sup>

La política monetaria en el Perú desde 1991 se ha caracterizado por el dismantelamiento de los instrumentos directos de control monetario (tasas de interés, créditos dirigidos, coeficientes de cartera, elevados coeficientes de encaje) y su reemplazo por un esquema de control monetario indirecto, basado en mecanismos de mercado. En este nuevo esquema, las operaciones de mercado abierto se constituyen en un importante instrumento de política monetaria para el control de los excedentes de liquidez en moneda nacional.

En el Perú, las operaciones de mercado abierto consisten en la colocación de Certificados de Depósitos del Banco Central de Reserva del Perú (CDBCRP) a través de subastas primarias. Estas han cobrado mayor importancia principalmente a partir de 1994, a fin de mantener la consistencia entre la liquidez emitida a través de la intervención cambiaria del Banco Central y la demanda por base monetaria, evitando excesos de liquidez que puedan ir contra el objetivo de estabilidad monetaria.

Sin embargo, el desarrollo de los mercados primarios constituye tan sólo una primera etapa en el desarrollo de los mercados monetarios y financieros. Al respecto, Axilrod (1995) y el Departamento de Asuntos Monetarios y Cambiarios del Fondo Monetario Internacional <sup>2/</sup> señalan que la experiencia de bancos centrales en el desarrollo de sus instrumentos de política monetaria muestra que existen dos etapas en la

evolución desde un esquema de control monetario directo hacia un esquema de control indirecto. En la primera, los mercados secundarios no están desarrollados, por lo que el banco central sólo cuenta con la alternativa de operaciones de mercado abierto en mercados primarios, como por ejemplo, subastas de valores del gobierno. En la segunda etapa, se empiezan a desarrollar los mercados secundarios basados en parte en los valores emitidos en las subastas primarias. A medida de que estos mercados se desarrollan, los bancos centrales tienden a sustituir a las subastas primarias por una intervención diaria en el mercado secundario como instrumento de control monetario. Este esquema proporciona mayor flexibilidad y continuidad al banco central para enfrentar fluctuaciones en la liquidez y la demanda por reservas de encaje.

En el Perú el mercado secundario de CDBCRP es aún un mercado en desarrollo, no centralizado, en el cual el BCRP no tiene participación. En este sentido, el presente trabajo de investigación tiene como objetivo el estudio de las características actuales del mercado secundario de CDBCRP y posibles esquemas de participación de los bancos centrales en los mercados secundarios de valores utilizados para sus operaciones de mercado abierto a fin de contar con un instrumento adicional que les permita una mayor flexibilidad al manejo monetario.

La primera sección describe el manejo monetario en el Perú en el período 1991-1996. La segunda parte presenta la evolución y características del mercado secundario de CDBCRP en el Perú entre junio de 1995 y setiembre de 1996. Finalmente, en la

1/ Susana Ishisaka trabaja en el Departamento de Análisis y Programación Financiera del BCRP. La autora agradece a Fabrizio Ungaro C. por el apoyo en la elaboración de cuadros y gráficos y a Zenón Quispe M. por su colaboración en las estimaciones econométricas. Las opiniones vertidas en este artículo no necesariamente representan la opinión del BCRP.

2/ Monetary and Exchange Affairs Department. 1994.

tercera sección se presenta un esquema de control monetario basado en la participación de los bancos centrales en el mercado secundario de valores emitidos para sus operaciones de mercado abierto.

## I. Manejo monetario en el Perú: 1991-1996

La política monetaria en el Perú entre 1991 y 1996 se ha caracterizado por el desmantelamiento del régimen de control monetario directo y su reemplazo por un esquema de control monetario indirecto. En este nuevo esquema, la creación y desarrollo de instrumentos de control monetario -entre ellos las operaciones de mercado abierto- ha coadyuvado a mejorar la efectividad de la política monetaria.

### Control monetario directo

Hasta 1990 la política monetaria se basó en instrumentos directos de control monetario, esto es, se enfatizaba el uso de restricciones cuantitativas para controlar la oferta monetaria. En particular, se mantuvieron elevados requisitos de encaje a fin de reducir la capacidad de creación secundaria de dinero de los intermediarios financieros. Estas medidas buscaban atenuar el efecto expansivo sobre la demanda agregada derivado del aumento del crédito interno del Banco Central generado por el financiamiento al sector público y las pérdidas cuasifiscales. Adicionalmente, el régimen de tipo de cambio fijo <sup>3/</sup> conllevó a una limitada capacidad del Banco Central para controlar la creación de medios de pago de la economía.

Este esquema de control monetario directo se efectuó en el contexto de un régimen de represión financiera caracterizado por el control de las tasas de interés, créditos selectivos y subsidiados, e imposición de coeficientes de cartera. Este régimen provocó distorsiones en la asignación del crédito y debilitó la intermediación financiera al desincentivar el ahorro financiero.

### Control monetario indirecto

En el marco de las reformas estructurales aplicadas desde 1990 se realizó un proceso de liberalización financiera que propicia la asignación del crédito y la determinación de las tasas de interés sobre la base de mecanismos de mercado. La política monetaria pasó a un esquema de control monetario indirecto, es decir, el BCRP afecta agregados monetarios como el dinero, cuasidineró y crédito a través de sus operaciones monetario-cambiarías. Así, el BCRP interviene en el mercado cambiario, mediante compras y ventas a través de su Mesa de Negociación, buscando evitar fluctuaciones bruscas y especulativas en el tipo de cambio. En el caso del mercado de dinero, el BCRP interviene principalmente a través de sus operaciones de mercado abierto, afectando a través de este mecanismo las tasas de interés.

En el desarrollo del esquema de control monetario indirecto se pueden distinguir dos etapas. En la primera etapa, entre 1990 y 1993, de estabilización y reforma financiera, se liberalizan el mercado cambiario y las tasas de interés, se reducen las tasas de encaje exigible y se introducen los instrumentos de control monetario indirecto. La segunda etapa, desde 1994, es una de consolidación del esquema de control monetario indirecto.

#### *Etapa inicial: 1990-1993*

Destacan las siguientes reformas:

- a. Liberalización del mercado cambiario, eliminación de los controles a las transferencias de moneda extranjera, unificación del tipo de cambio y régimen de flotación cambiaria con intervención del BCRP.
- b. Eliminación de los controles a las tasas de interés por parte del BCRP <sup>4/</sup>.
- c. Eliminación del financiamiento del BCRP al gobierno y a la banca de fomento estatal <sup>5/</sup>.

3/ El régimen de tipo de cambio fijo se mantuvo en forma consecutiva hasta 1990 desde la década de los sesenta, salvo un breve período en 1977 cuando se permitió la flotación cambiaria. Adicionalmente, la segunda mitad de los ochenta se caracterizó por un sistema de tipos de cambio diferenciados.

4/ Inicialmente el BCRP fijó techos a las tasas de interés que eran ampliamente superiores a las tasas de mercado, lo que supuso en la práctica, la liberalización de la tasa de interés.

5/ Esta prohibición rige con la nueva Ley Orgánica del Banco Central de Reserva vigente desde 1993, aunque en la práctica se ha venido aplicando este principio desde 1991.

- d. Desarrollo de la coordinación entre el BCRP y el sector público a través del Comité de Caja<sup>6/</sup> que se reúne a principios de cada mes. De este Comité surgen proyecciones de la evolución de los depósitos del sector público en el BCRP y de ventas de moneda extranjera al gobierno para atender el servicio de la deuda pública. Estas proyecciones son incorporadas en la programación monetaria mensual.
- e. Reducción gradual de las tasas de encaje en moneda nacional, a través de una disminución de las tasas marginales de 80 por ciento en julio de 1990 hasta 0 por ciento en marzo de 1992 (ver cuadro 1). En diciembre de 1992 la tasa de encaje exigible se igualó a la tasa de encaje mínimo legal (9 por ciento). Esta reducción paulatina buscó evitar el riesgo de crear un exceso de liquidez en los bancos y afectar negativamente el control de los agregados monetarios.
- f. Realización de las primeras operaciones de mercado abierto del BCRP para regular la liquidez del sistema financiero. Estas operaciones se iniciaron con la emisión de obligaciones del propio Banco Central denominadas "pagarés BCRP" (entre agosto de 1991 y mayo de 1992) y Certificados de Depósitos del Banco Central (CDBCRP) (a partir de junio de 1992).

En este período el BCRP inyectó la liquidez requerida para satisfacer el aumento de la demanda por medios de pago tanto a través de la reducción paulatina de la tasa de encaje legal cuanto a través del crecimiento de la emisión primaria. Esta última fue la meta intermedia de la política monetaria.

La principal fuente de expansión de la emisión primaria fue la compra neta de divisas, lo que es consistente con un proceso de remonetización en el cual los agentes económicos trasladan parte de su portafolio en moneda extranjera hacia moneda nacional. Así el coeficiente de monetización en moneda nacional se incrementó de 3,0 por ciento del PBI en 1990 a 4,2 por ciento en 1992.

Los redescuentos, por otro lado, permitían inyectar liquidez temporalmente en períodos de mayor demanda estacional por medios de pago (por ejemplo, julio y diciembre, y dentro de cada mes, durante los días de pago de impuestos).

Sin embargo, en este período el BCRP todavía no disponía de un instrumento financiero que permitiese un control adecuado de la liquidez en el corto plazo a través de operaciones de mercado abierto. Tanto la intervención en el mercado cambiario como los redescuentos son instrumentos imperfectos para regular la liquidez en el corto plazo ya que la intervención cambiaría principalmente inyecta liquidez en el largo plazo en un proceso de desdolarización. Sin embargo, su utilización para regular fluctuaciones de corto plazo en la liquidez podría implicar una elevada variabilidad del

**Cuadro 1**  
**TASA DE ENCAJE MARGINAL EN MONEDA NACIONAL**  
**(Porcentajes)**

	1990			1991						1992		
	Jul 01	Ago.16 Lima Prov	Set 16	Ene 02	Feb 01	Mar 01	Ago 16	Set 16	Oct 01	Ene 02	Mar 16	
Banca Múltiple:												
Dep.vista, plazo, ahorro	80	64	50	40	30	25	15	40	25	15	5	0
Banca Regional:												
Dep.vista, plazo, ahorro	80	64	50	40	30	25	15	40	25	15	5	0
Financieras:												
Obligaciones	80	64	64	40	30	25	15	40	25	15	5	0

6/ Creado por Ley 25303 (18.01.91) y conformado por el viceministro de Hacienda, el gerente general del Banco Central de Reserva y el gerente general del Banco de la Nación.

tipo de cambio nominal. Por otro lado, los redescuentos sólo permiten retirar liquidez que haya sido previamente inyectada por este medio.

La falta de instrumentos financieros determinó que entre agosto y octubre de 1991 el Banco Central elevara las tasas de encaje marginal en moneda nacional para esterilizar la expansión de la liquidez derivada de una mayor intervención cambiaria. El saldo de pagarés del BCRP generado por operaciones de mercado abierto que se efectuaron a partir de setiembre de 1991, no superó los S/. 3 millones en 1991. Estos títulos se crearon ante la falta de un mercado secundario de bonos del tesoro y la política de no financiar al sector público.

En junio de 1992, los pagarés fueron reemplazados por un nuevo título del BCRP denominado Certificados de Depósitos (CDBCRP). Estos pasivos del Banco Central son títulos al portador, con valores nominales mínimos de S/. 100 000 cada uno. Los CDBCRP se colocan a través de subastas organizadas por el propio Banco Central en las que los agentes financieros -principalmente bancos y administradoras privadas de fondos de pensiones (AFPs)- proponen los montos y tasas a las cuales desean adquirir estos valores. El Banco Central escogía la tasa de interés máxima a ser pagada. El plazo de estos papeles fue inicialmente en su mayoría a cuatro semanas.

Las operaciones de mercado abierto fueron más frecuentes en 1992 y 1993. Sin embargo, todavía se efectuaban esporádicamente y los montos negociados eran poco significativos, tanto porque la intervención del BCRP en el mercado cambiario era compatible con el aumento de la demanda por base monetaria y por tanto no requería de montos importantes de esterilización; cuanto por las altas tasas de encaje exigible vigentes, las mismas que se fueron reduciendo de 45 por ciento a fines de 1990 a 25 por ciento en 1991 y 9 por ciento al cierre de 1992. Los bancos al tener que mantener elevados niveles de fondos de encaje para cumplir los requerimientos de encaje no necesitaban de un activo financiero líquido como los papeles del Banco Central.

Durante 1993 los bancos mantuvieron elevados niveles de encaje promedio (alrededor de 13 por ciento de sus depósitos), a pesar de que la tasa de encaje exigible era 9 por ciento. Este superávit de encaje reflejaba, por un lado, el

proceso de aprendizaje de los bancos en cuanto al manejo de su liquidez en un nuevo régimen de encaje y, por otro, la falta de instrumentos financieros de corto plazo que complementasen a los fondos de encaje en períodos estacionales de estrechez de liquidez.

**Período 1994-1995**

Desde inicios de 1994, el BCRP aumentó su intervención en el mercado cambiario, en un contexto de apreciación del nuevo sol inducida por un aumento del influjo de capitales externos. Para evitar un crecimiento excesivo de los medios de pago, parte de los soles inyectados mediante compras de dólares fueron esterilizados a fin de evitar una expansión no deseada de los mismos. La esterilización de dichos fondos se efectuó tanto con recursos fiscales (venta de divisas para atender el servicio de la deuda pública y depósitos del Banco de la Nación en el BCRP) como con la mayor colocación de CDBCRP.

**Cuadro 2**  
**SALDO DE CDBCRP CON RELACION**  
**A LA EMISION PRIMARIA Y EL PBI**  
**(En porcentaje)**

		<u>Saldo CDBCRP</u> <u>Saldo Emisión</u>	<u>Saldo CDBCRP</u> <u>PBI</u>
1992	Mar.	0,3	0,0
	Jun.	1,1	0,0
	Set.	2,5	0,1
	Dic.	0,0	0,0
1993	Mar.	0,8	0,0
	Jun.	2,6	0,1
	Set.	3,5	0,1
	Dic.	0,6	0,0
1994	Mar.	18,0	0,4
	Jun.	21,8	0,5
	Set.	16,2	0,3
	Dic.	13,1	0,3
1995	Mar.	10,9	0,3
	Jun.	20,5	0,5
	Set.	34,7	0,8
	Dic.	12,0	0,3
1996	Mar.	23,6	0,6
	Jun.	14,7	0,4
	Set.	13,0	0,3

Al alcanzar el saldo de CDBCRP un volumen significativo, las operaciones de mercado abierto comienzan a cumplir un papel importante en la regulación de la liquidez del sistema financiero. Desde el punto de vista de las entidades financieras, los CDBCRP pasan a ser un activo intermedio en términos de liquidez y rentabilidad entre los fondos de encaje (activos completamente líquidos y no remunerados) y los créditos (activos ilíquidos y rentables). De esta forma, la demanda por fondos de encaje de los bancos disminuyó durante 1994, pasando de una tasa promedio de encaje de 13,9 por ciento en 1993 a 10,9 por ciento en 1994.

El volumen de las operaciones de mercado abierto se incrementó aún más en 1995, alcanzando un saldo de S/. 1 085 millones en setiembre de 1995 (35 por ciento de la base monetaria. Ver cuadro 2). A setiembre de 1996, el saldo de CDBCRP ascendió a S/. 460 millones (13 por ciento de la emisión primaria).

Durante 1995 se dictaron una serie de modificaciones a la operatividad de las subastas de CDBCRP con el objetivo de que el Banco Central mantenga un mayor control de los excedentes de encaje y la base monetaria. Estas modificaciones implicaron que el énfasis en la determinación de las subastas pase de la tasa de interés al monto subastado. En junio de 1995 se llevó a cabo subastas con montos anunciados, se suspendió las colocaciones directas, se colocó certificados CDBCRP a 56 días y se estableció dos modalidades de redescuentos, una con garantía de CDBCRP a una tasa menor que la de los redescuentos con otras garantías.

El monto anunciado en cada subasta se determina en función de las necesidades de esterilización para alcanzar una trayectoria objetivo de la tasa de superávit de encaje promedio de la banca múltiple. El Banco Central anuncia el monto de la subasta y selecciona las propuestas de las entidades financieras según las tasas de interés en orden ascendente hasta cubrir el monto anunciado. Bajo este esquema, se observaría una mayor variabilidad de las tasas de interés de los instrumentos financieros del BCRP en la medida de que la subasta refleje la posición de liquidez de las entidades financieras. En este contexto, la tasa de redescuento se constituye en la señal del Banco Central sobre la posición de la política monetaria.

Asimismo, la ampliación de la estructura de plazos de los CDBCRP facilita el manejo monetario en la medida de que se logra un perfil de vencimientos más espaciado en el tiempo y se evita la presión continua de redención en cada mes. En esta misma dirección, en agosto y octubre, se colocan CDBCRP a 12 semanas y 6 semanas respectivamente, estos últimos con la finalidad de trasladar los excedentes de encaje de las primeras quincenas a las segundas quincenas.

## II. Evolución y características del mercado secundario de Certificados de Depósitos del Banco Central de Reserva del Perú (CDBCRP) (junio 1995-setiembre 1996)

Algunas de las principales interrogantes que se presentan acerca del mercado secundario de CDBCRP y que esta sección tratará de responder son:

- ¿Qué tan importante es el mercado secundario con relación al mercado primario de CDBCRP?
- ¿Los agentes cuyas propuestas fueron rechazadas en las subastas primarias van a adquirir los CDBCRP en el mercado secundario?
- ¿El mercado secundario es más activo en la segunda quincena cuando son menos frecuentes las subastas primarias? ¿Quiénes son los principales agentes en cada quincena?
- ¿Qué plazos se demandan? Dentro de cada plazo, ¿faltando pocos o muchos días para el vencimiento?
- ¿Es la tasa de los CDBCRP en el mercado primario señal para las tasas pactadas en el mercado secundario?
- ¿Cómo se relaciona la tasa de interés del mercado secundario de CDBCRP con la tasa interbancaria?

Para responder a las interrogantes planteadas se compara el mercado secundario con el mercado primario en cuanto a montos transados, períodos de mayor transacción en cada mercado así como los participantes y la relación entre las tasas de interés.

Actualmente el mercado secundario de CDBCRP es aún un mercado en desarrollo y no centralizado, aunque está cobrando cada vez mayor importancia, tal como se puede apreciar en la evolución de los montos transados, número de participantes y frecuencia de las operaciones en este mercado.

La serie de datos más larga de este mercado es la registrada por la Bolsa de Valores de Lima (BVL) que abarca desde enero

de 1994 (ver anexo). Sin embargo, esta información es parcial ya que sólo representa lo transado en la BVL, excluyendo las transacciones directas como es el caso de las compras y ventas de CDBCRP entre bancos <sup>7/</sup>. Además sólo se tiene disponible datos de montos transados y no detalles como las tasas de interés pactadas o quiénes son los compradores o vendedores de CDBCRP en la BVL.

A partir de junio de 1995, se cuenta con información cuya cobertura del mercado secundario es total ya que la tenencia de un determinado CDBCRP se acredita en las anotaciones de cuenta del BCRP <sup>8/</sup>. Esta información es diaria e incluye datos no sólo de montos transados sino de las tasas de interés

originales y los rendimientos pactados, y también identifica los compradores y vendedores de cada operación, lo que permite hacer un análisis detallado del mercado secundario de CDBCRP. Dado que esta información está disponible desde junio de 1995, el período de análisis abarcará desde dicha fecha hasta setiembre de 1996.

### Montos

Los montos transados en el mercado secundario han ido aumentando paulatinamente. A la fecha, el monto mínimo registrado fue el de junio de 1995 que ascendió a

**Cuadro 3**  
**INDICADORES DEL MERCADO SECUNDARIO DE CDBCRP <sup>1/</sup>**

	Mercado Secundario				Subastas Primarias					Mercado Secundario vs. Mercado Primario	
	Monto (1)	Rendimiento			Monto		Tasas de interés			Aceptado (1) / (2)	Rechazado (1) / (3)
		Original	Vendedor	Comprador	Acceptado (2)	Rechazado (3)	Promedio ponderado	Máxima	Mínima		
Jun. 95	25	19,2	20,0	18,3	610	181	19,0	20,0	16,8	4,1	13,9
Jul. 95	38	18,8	18,7	18,9	490	72	18,9	19,4	18,0	7,7	52,4
Ago. 95	141	18,5	20,5	15,8	743	568	18,2	19,2	14,0	19,0	24,9
Set. 95	210	15,7	19,5	14,2	770	446	15,2	17,0	12,7	27,3	47,0
Oct. 95	144	15,4	18,2	13,2	550	788	13,8	15,8	10,3	26,2	18,3
Nov. 95	145	13,7	15,3	11,8	646	466	11,8	14,7	9,4	22,5	31,1
Dic. 95	80	14,7	14,7	14,7	310	243	15,7	17,4	13,1	25,9	33,1
Ene. 96	192	14,0	17,3	12,0	710	764	13,4	15,3	11,8	27,0	25,1
Feb. 96	110	12,2	14,2	10,5	573	659	10,9	12,2	9,4	19,3	16,7
Mar. 96	207	11,6	12,2	10,8	614	431	11,7	14,7	10,0	33,7	48,0
Abr. 96	301	12,5	11,8	12,6	548	387	13,0	13,8	12,0	55,0	77,8
May. 96	184	13,3	13,7	13,0	376	237	13,5	14,0	12,7	49,0	77,6
Jun. 96	198	13,5	13,7	13,4	247	170	13,3	14,0	12,6	80,2	116,4
Jul. 96	242	13,7	13,9	13,4	232	29	14,1	14,0	13,6	104,5	824,0
Ago. 96	231	14,1	13,9	14,1	503	156	14,8	14,1	13,8	45,9	147,7
Set. 96	206	14,1	17,5	13,0	352	322	14,5	15,5	13,5	58,5	63,9
Máximo 95	210	19,2	20,5	18,9	770	788	19,0	20,0	18,0	27,3	52,4
Mínimo 95	25	13,7	14,7	11,8	310	72	11,8	14,7	9,4	4,1	13,9
Promedio 95	112	15,9	18,2	14,3	588	395	16,0	17,6	13,4	19,0	28,3
Máximo 96	301	14,1	17,5	14,1	710	764	14,8	15,5	13,8	104,5	824,0
Mínimo 96	110	11,6	11,8	10,5	232	29	10,9	12,2	9,4	19,3	16,7
Promedio 96	208	13,2	14,1	12,7	462	351	13,1	14,2	11,8	45,0	59,3

1/ Los montos están expresados en millones de nuevos soles y las tasas de interés y los ratios en porcentajes.

7/ Los agentes que transan CDBCRP a través de la Mesa de Negociación de la BVL son principalmente las AFPs -por estar obligadas según la normatividad que regula sus inversiones- y algunas sociedades agentes de bolsa.

8/ Circular 006-95-EF/90 (29-01-95).

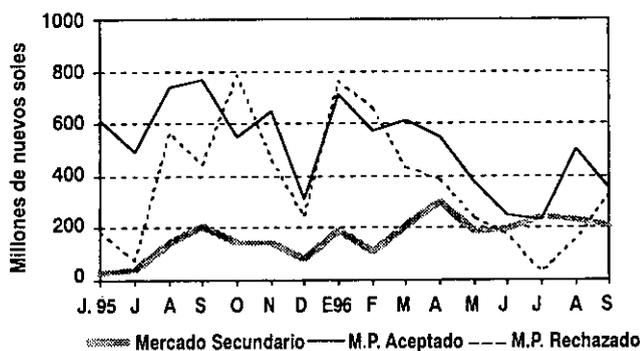
S/. 25 millones; y el monto máximo, el de abril de 1996 que fue de S/. 301 millones (ver cuadro 3 y gráfico 1)<sup>9/</sup>.

Otro indicador que nos muestra la creciente importancia del mercado secundario es la relación entre lo transado en este mercado y el mercado primario. En 1995, dicha relación era de 19 por ciento en promedio. De enero a setiembre de 1996, este coeficiente se incrementó a 45 por ciento (ver cuadro 3). La evolución mensual de dicho coeficiente se puede observar en el gráfico 2.

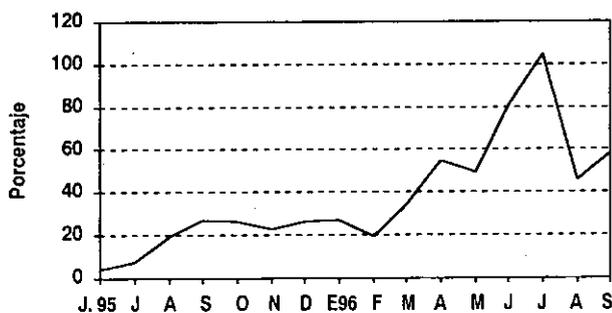
A nivel diario los montos transados en el mercado secundario no necesariamente presentan alguna relación con los montos aceptados o rechazados de las subastas primarias. En los casos en que los montos rechazados son significativos, parte se dirige al mercado secundario pero la mayoría se vuelve a ofrecer en la siguiente subasta primaria.

En el cuadro 4 se puede apreciar los montos mínimos, máximos y promedios transados en el mercado secundario y en el mercado primario. Aquí se observa el creciente número de días que se transa en el mercado secundario, lo que indica la cada vez mayor frecuencia de negociación en dicho mercado.

**Gráfico 1**  
**MONTOS NEGOCIADOS EN LOS MERCADOS PRIMARIOS Y SECUNDARIOS DE CDBCRP**



**Gráfico 2**  
**IMPORTANCIA DEL MERCADO SECUNDARIO DE CDBCRP<sup>1/</sup>**



1/ Monto mensual transado en el mercado secundario en relación al aceptado en las subastas primarias

El mercado secundario es más continuo que el mercado primario, lo que se observa en el hecho de que el número de días en que ocurren transacciones en el mercado secundario es mayor que el número de días en que se realizan subastas primarias<sup>10/</sup>. Asimismo, el número de días en que se llevan a cabo transacciones en el mercado secundario ha ido aumentando en el tiempo, pasando de 13 días en promedio entre junio y diciembre de 1995, a 19 días en promedio de enero a setiembre de 1996.

Los montos negociados en el mercado secundario fluctuaron entre S/. 0,1 millones y S/. 39 millones en 1995 y entre S/. 0,2 millones y S/. 48 millones en los primeros nueve meses de 1996. En promedio, el monto por día transado fue de S/. 8 y S/. 11 millones entre junio y diciembre de 1995 y entre enero y setiembre de 1996, respectivamente.

En el mercado primario, se observa una menor frecuencia de subastas con relación al mercado secundario (7 días en promedio entre junio y diciembre de 1995 y 8 días entre enero y setiembre de 1996). Sin embargo, la colocación por subasta es hasta ahora muy superior a lo transado en el mercado secundario. Así, lo colocado en cada subasta primaria fue en promedio S/. 81 millones de junio a diciembre de 1995, y S/. 56 millones de enero a setiembre de 1996.

9/ Cabe señalar que las transacciones de abril incluyen varias transferencias de CDBCRP a las AFPs que fueron suspendidas por no cumplir con el pago en las subastas primarias.

10/ Excepto en junio y julio de 1995 en que aún el desarrollo del mercado secundario de CDBCRP era incipiente.

**Cuadro 4**  
**MONTOS DIARIOS EN EL MERCADO PRIMARIO Y SECUNDARIO DE CDBCRP**  
(En millones de nuevos soles)

	Mercado Secundario					Mercado Primario				
	Monto mínimo	Monto máximo	Promedio diario 1/	Nº días con transacción	Promedio por día transado 2/	Monto mínimo	Monto máximo	Promedio diario 1/	Nº de subastas	Promedio por subasta 2/
<b>1995</b>										
Junio	0,1	7	1	8	3	18	178	20	9	68
Julio	1	12	1	7	5	10	134	16	9	54
Agosto	1	35	5	16	9	83	250	24	9	83
Setiembre	2	39	7	14	15	30	230	26	8	96
Octubre	1	29	5	16	9	30	220	18	5	110
Noviembre	1	26	5	18	8	50	250	22	5	129
Diciembre	0,4	12	3	15	5	30	100	10	6	52
<b>Promedio 95</b>	<b>1</b>	<b>23</b>	<b>4</b>	<b>13</b>	<b>8</b>	<b>36</b>	<b>195</b>	<b>19</b>	<b>7</b>	<b>81</b>
<b>1996</b>										
Enero	2	48	6	20	10	30	120	23	9	79
Febrero	1	28	4	12	9	30	90	20	10	57
Marzo	2	32	7	19	11	20	123	20	10	61
Abril	3	42	10	19	16	47	104	18	8	69
Mayo	1	32	6	22	8	20	74	12	10	42
Junio	0,2	33	7	19	10	30	104	8	4	62
Julio	0,2	40	8	20	12	12	72	8	6	39
Agosto	1	24	7	19	12	18	85	16	9	56
Setiembre	1	28	7	20	10	20	60	12	8	44
<b>Promedio 96</b>	<b>1</b>	<b>34</b>	<b>7</b>	<b>19</b>	<b>11</b>	<b>25</b>	<b>92</b>	<b>15</b>	<b>8</b>	<b>56</b>

1/ Considera el número total de días calendario del mes correspondiente.

2/ Considera sólo el número de días en que hubo subasta primaria o se registró transacción en el mercado secundario.

### Participantes

La banca múltiple representa el principal participante en el mercado secundario y primario de CDBCRP (74 por ciento del saldo y 56 y 79 por ciento de las compras de CDBCRP en setiembre de 1996 en cada mercado, respectivamente).

Hasta mayo, las AFPs también tenían una presencia importante en las transacciones de CDBCRP. Sin embargo, desde junio su participación ha ido disminuyendo al haber aumentado sus inversiones en otros valores (como son los bonos y acciones de la Telefónica del Perú, pagarés, etc.). Dado que la tendencia es al incremento de la oferta de nuevos valores que competirían en rendimiento y plazo con los CDBCRP, se esperaba que la demanda de las AFPs por los valores del Banco Central disminuya en el tiempo. Así, en setiembre de 1996 las AFPs representaron sólo el 11 y 4

**Cuadro 5**  
**TENENCIA DE CDBCRP POR INSTITUCIONES 1/**  
(En porcentajes)

		Banca	AFPs	Sector	Otros	Total
		Múltiple		Público		
1995	Dic.	30,4	62,8	0,0	6,8	100
1996	Ene.	56,5	39,2	0,0	4,4	100
	Feb.	52,9	44,0	0,0	3,1	100
	Mar.	49,7	44,2	1,2	4,8	100
	Abr.	40,0	52,8	1,6	5,5	100
	May.	38,5	54,7	0,0	6,8	100
	Jun.	63,4	28,2	0,0	8,4	100
	Jul.	73,3	19,6	0,0	7,1	100
	Ago.	75,4	9,3	10,9	4,4	100
	Set.	74,4	5,5	15,4	4,8	100

1/ Saldo de CDBCRP fin. de periodo por institución con respecto al total emitido

por ciento de lo transado en el mercado secundario y primario de CDBCRP, respectivamente; habiendo tenido una participación promedio entre enero y mayo de 1996 de 50 por ciento en el mercado secundario y de 34 por ciento en el mercado primario.

Otros participantes son las empresas financieras, compañías de seguros, el Fondo de Seguro de Depósitos (FSD), sociedades agentes de bolsa (SABs) y entidades

del sector público. Destaca desde agosto la participación del Instituto Peruano de Seguridad Social (IPSS).

Entre los compradores en el mercado secundario de CDBCRP, la banca múltiple tiene la mayor participación (40 por ciento en promedio entre enero y setiembre de 1996), seguida por las AFPs con 34 por ciento, las SABs con 10 por ciento, las compañías de seguros con 7 por ciento, el FSD con 4 por ciento, terceros con 3 por ciento y las empresas financieras con 1 por ciento (ver cuadro 6).

**Cuadro 6**  
**COMPRAS DE CDBCRP EN LAS SUBASTAS PRIMARIAS Y EN EL MERCADO SECUNDARIO POR INSTITUCION**  
(En porcentaje)

	Banca Múltiple	AFPs	Otros	Total
<b>Mercado Secundario</b>				
1995	47	35	18	100
I	62	30	8	100
II	31	41	28	100
1996	40	34	26	100
I	50	34	16	100
II	30	35	35	100
<b>Mercado Primario</b>				
1995	65	29	6	100
I	69	26	5	100
II	50	44	6	100
1996	67	25	8	100
I	74	21	5	100
II	54	34	12	100

Como vendedores, en el mismo periodo, la banca múltiple tiene una participación promedio de 59 por ciento, las AFPs de 15 por ciento, las SABs de 11 por ciento, el FSD de 8 por ciento, las compañías de seguros de 4 por ciento y las empresas financieras de 2 por ciento (ver cuadro 8). Cabe señalar que la participación de las SABs en el mercado secundario es principalmente como agente intermediario. Asimismo, en la mayoría de los casos éstas se realizan al mismo precio. La ganancia de la agencia de bolsa sería principalmente la comisión que cobra tanto al vendedor como al comprador del CDBCRP.

En el mercado primario, la banca múltiple también es la principal compradora de CDBCRP, con una participación de 67 por ciento entre enero y setiembre de 1996. Le siguen en importancia las AFPs con 25 por ciento, el FSD con 4 por ciento, el sector público con 3 por ciento, las SABs con 1 por ciento (ver cuadro 6).

**Cuadro 7**  
**COMPRAS DE CDBCRP EN LAS SUBASTAS PRIMARIAS Y EN EL MERCADO SECUNDARIO POR INSTITUCION Y POR QUINCENAS**  
(En porcentaje)

	Banca Múltiple		AFPs		Total	
	I	II	I	II	I	II
<b>Mercado Secundario</b>						
1995	69	31	44	56	52	48
1996	63	37	50	50	51	49
<b>Mercado Primario</b>						
1995	86	14	72	28	81	19
1996	71	29	52	48	64	36

### Concentración por quincenas

El análisis a nivel quincenal es relevante dada la marcada estacionalidad de los excedentes de liquidez de los bancos (abundantes durante la primera quincena y escasos durante la segunda quincena), como consecuencia del período quincenal de los encajes así como por las prácticas de pago de remuneraciones del país (quincena y fin de mes) y el pago de los impuestos (generalmente durante la tercera semana). Este perfil de los excedentes de encaje de los bancos conlleva a que la función de las subastas primarias de los CDBCRP como instrumento para retirar la liquidez ex-

cedente del sistema financiero, se concentre principalmente durante la primera quincena. En cambio, en el mercado secundario una mayor cantidad relativa de operaciones se realizan en la segunda quincena con relación al mercado primario. Este comportamiento indica el papel complementario del mercado secundario durante las fechas en que no se efectúan subastas primarias. Entre enero y setiembre de 1996, aproximadamente el 50 por ciento de las transacciones en el mercado secundario se realizaron en cada quincena. En el mercado primario en cambio, el 64 por ciento de las operaciones se concentra en la primera quincena y el 36 por ciento restante en la segunda quincena (ver cuadro 7).

La banca múltiple mantiene su importancia en la primera quincena, representando el 74 por ciento en el mercado primario y 50 y 53 por ciento en el mercado secundario, como comprador y vendedor, respectivamente. Las AFPs tienen una participación de 21 por ciento en el mercado primario y 34 y 16 por ciento como comprador y vendedor en el mercado secundario, respectivamente.

Durante la segunda quincena, la banca múltiple presenta estacionalmente una escasez relativa de fondos con relación a la primera quincena, por lo que su participación como comprador en las subastas primarias y en el mercado secundario disminuye a 54 y 30 por ciento, respectivamente. En cambio, su participación como agente vendedor en el mercado secundario aumenta de 53 por ciento en la primera quincena a 66 por ciento en la segunda quincena. Por el contrario, las AFPs aumentan su participación relativa en la adquisición de CDBCRP durante la segunda quincena (34 por ciento en el mercado primario y 35 por ciento en el mercado secundario). Como vendedor, su participación disminuye de 16 por ciento en la primera quincena a 15 por ciento en la segunda quincena.

Cabe mencionar también al Fondo de Seguro de Depósitos (FSD) que actúa como agente regulador de la liquidez, ya que participa en el mercado secundario de CDBCRP adquiriendo certificados en la segunda quincena (y por tanto aliviando la escasez de liquidez de los bancos) y vendiendo CDBCRP en la primera quincena (reduciendo el exceso de liquidez de la banca).

### Plazos demandados

La estructura por plazo de los CDBCRP transados en el mercado secundario se asemeja a la estructura de los saldos de CDBCRP subastados en el mercado primario (ver cuadro 10 y 11). En ambos mercados, la mayor concentración se observa en los CDBCRP de cuatro semanas (37,9 y 38,5 por ciento en el mercado secundario para junio-diciembre de 1995 y enero-setiembre de 1996, respectivamente; mientras que en el mercado primario los CDBCRP de cuatro semanas

**Cuadro 8**  
**VENTAS DE CDBCRP EN EL MERCADO SECUNDARIO**  
**POR INSTITUCION**  
**(En porcentaje)**

Prom.por quincenas	Banca Múltiple	AFPs	Empresas Financieras	Compañías de Seguros	SAB	FSD	Sector Público	Terceros	Total
<b>1995</b>	<b>64,2</b>	<b>30,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>2,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>2,9</b>	<b>100,0</b>
I	50,7	44,4	0,0	0,2	0,5	0,0	0,0	4,1	100,0
II	78,9	14,8	0,5	0,0	4,2	0,0	0,0	1,6	100,0
<b>1996</b>	<b>59,2</b>	<b>15,2</b>	<b>2,2</b>	<b>4,4</b>	<b>11,2</b>	<b>7,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>100,0</b>
I	52,5	15,9	0,3	7,0	11,4	12,8	0,0	0,2	100,0
II	66,2	14,6	4,1	1,7	11,1	2,0	0,0	0,4	100,0

**Cuadro 9**  
**VENTAS DE CDBCRP EN EL MERCADO SECUNDARIO**  
**POR QUINCENAS Y POR INSTITUCION**  
**(En porcentajes)**

Prom.por quincenas	Banca Múltiple	AFPs	Empresas Financieras	Compañías de Seguros	SAB	FSD	Sector Público	Terceros	Total
<b>1995</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
I	41,4	76,7	0,0	100,0	11,7	n.a.	n.a.	74,5	52,3
II	58,6	23,3	100,0	0,0	88,3	n.a.	n.a.	25,5	47,7
<b>1996</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>n.a.</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
I	45,5	53,3	7,5	81,4	51,9	87,1	n.a.	29,7	51,2
II	54,5	46,7	92,5	18,6	48,1	12,9	n.a.	70,3	48,8

**Cuadro 10**  
**TRANSACCIONES EN EL MERCADO SECUNDARIO POR PLAZOS**  
**Y NUMERO DE DIAS PARA EL VENCIMIENTO**

Entidades	Número de días para el vencimiento por plazos									Total
	días	4 sem.	días	6 sem.	días	8 sem.	días	12 sem.	días	
1995										
Junio	11	89,1%	n.a.	--	42	10,9%	n.a.	n.a.	15	100,0%
Julio	15	67,7%	n.a.	--	48	32,3%	n.a.	n.a.	26	100,0%
Agosto	13	66,0%	n.a.	--	20	32,0%	81	2,1%	17	100,0%
Setiembre	16	33,1%	n.a.	--	40	56,7%	74	10,2%	36	100,0%
Octubre	17	20,0%	39	2,8%	31	60,2%	44	17,0%	31	100,0%
Noviembre	17	11,0%	26	51,0%	6	12,7%	33	25,3%	24	100,0%
Diciembre	18	51,6%	22	43,9%	n.a.	n.a.	40	4,5%	21	100,0%
<b>Promedio 95</b>	<b>15</b>	<b>37,9%</b>	<b>25</b>	<b>14,5%</b>	<b>32</b>	<b>36,3%</b>	<b>48</b>	<b>11,4%</b>	<b>26</b>	<b>100,0%</b>
1996										
Enero	9	27,3%	28	62,0%	40	5,2%	57	5,5%	25	100,0%
Febrero	7	33,0%	25	34,2%	23	18,1%	67	14,6%	25	100,0%
Msrzo	16	45,7%	19	35,4%	52	1,0%	26	17,9%	19	100,0%
Abril	22	29,1%	27	39,5%	52	27,8%	10	3,7%	32	100,0%
Mayo	11	38,8%	23	19,3%	40	41,9%	n.a.	n.a.	26	100,0%
Junio	22	40,8%	15	13,2%	36	46,0%	n.a.	n.a.	28	100,0%
Julio	11	55,5%	27	7,1%	19	37,4%	n.a.	n.a.	15	100,0%
Agosto	17	57,9%	29	24,1%	35	18,0%	n.a.	n.a.	23	100,0%
Setiembre	10	14,5%	25	73,6%	33	11,9%	n.a.	n.a.	24	100,0%
<b>Promedio 96</b>	<b>15</b>	<b>38,5%</b>	<b>25</b>	<b>33,9%</b>	<b>36</b>	<b>23,5%</b>	<b>37</b>	<b>4,0%</b>	<b>24</b>	<b>100,0%</b>

**Cuadro 11**  
**COLOCACIONES EN EL MERCADO PRIMARIO**  
**POR PLAZOS**  
**(Saldo fin de período)**

	4 sem.	6 sem.	8 sem.	12 sem.	Total
1995					
Junio	83,5%	--	16,5%	n.a.	100,0%
Julio	62,9%	--	37,1%	n.a.	100,0%
Agosto	48,6%	--	44,7%	6,7%	100,0%
Setiembre	33,8%	--	45,4%	20,8%	100,0%
Octubre	43,6%	21,8%	34,5%	n.a.	100,0%
Noviembre	20,1%	59,8%	7,7%	12,4%	100,0%
Diciembre	25,8%	74,2%	n.a.	n.a.	100,0%
<b>Promedio 95</b>	<b>45,9%</b>	<b>17,9%</b>	<b>29,2%</b>	<b>7,0%</b>	<b>100,0%</b>
1996					
Enero	18,3%	54,9%	12,7%	14,1%	100,0%
Febrero	44,1%	38,4%	10,5%	7,0%	100,0%
Msrzo	70,9%	29,1%	n.a.	n.a.	100,0%
Abril	28,9%	25,4%	45,7%	n.a.	100,0%
Mayo	24,2%	33,0%	42,8%	n.a.	100,0%
Junio	100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	100,0%
Julio	76,5%	9,7%	13,8%	n.a.	100,0%
Agosto	30,4%	55,9%	13,7%	n.a.	100,0%
Setiembre	19,9%	65,9%	14,2%	n.a.	100,0%
<b>Promedio 96</b>	<b>41,3%</b>	<b>38,2%</b>	<b>17,1%</b>	<b>3,4%</b>	<b>100,0%</b>

representan el 45,9 y el 41,3 por ciento del total para los mismos periodos).

En el cuadro 10 se observa que, para el período enero-setiembre de 1996, a los CDBCRP de cuatro, seis y ocho semanas transados en el mercado secundario, aún le faltaban en promedio 15, 25 y 36 días para su vencimiento. A los CDBCRP de 12 semanas le faltaban 37 días para el vencimiento. A nivel de instituciones, más del 70 por ciento de la demanda por CDBCRP tanto en el mercado secundario como en el mercado primario, corresponde a la banca múltiple y a las AFPs. La demanda de cada institución por plazos sería similar a la estructura de su demanda total (ver cuadros 12, 13 y 14).

Sin embargo, si observamos sólo el número de días que faltan para el vencimiento, se aprecia que en general en cada plazo, la banca múltiple prefiere adquirir CDBCRP cuyo vencimiento es más próximo, a diferencia de las AFPs que prefieren que el número de días

**Cuadro 12**  
**PARTICIPACION DE LAS DIVERSAS INSTITUCIONES EN LAS COMPRAS**  
**DE CDBCRP EN EL MERCADO SECUNDARIO POR PLAZOS**

Entidades	1995					1996				
	4 sem.	6 sem.	8 sem.	12 sem.	Total	4 sem.	6 sem.	8 sem.	12 sem.	Total
Banca Múltiple	47,9	46,3	49,0	39,7	47,1	36,9	43,0	40,7	47,4	40,3
AFPs	43,3	25,4	27,8	43,2	35,1	35,5	35,4	30,9	37,1	34,5
Empresas Financieras	1,7	13,2	12,0	11,7	8,2	1,7	0,3	1,8	0,0	1,2
Compañías de Seguros	1,9	2,9	3,6	5,5	3,1	7,7	5,2	8,1	7,4	6,9
SAB	3,0	5,9	4,0	0,0	3,5	10,4	10,2	7,9	5,4	9,5
FSD	1,2	6,2	3,5	0,0	2,6	2,9	5,5	4,0	2,8	4,0
IPSS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	0,0	0,0	0,5
Terceros	1,1	0,0	0,0	0,0	0,4	3,7	0,4	6,7	0,0	3,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

**Cuadro 13**  
**PARTICIPACION DE LAS DIVERSAS INSTITUCIONES EN LAS VENTAS**  
**DE CDBCRP EN EL MERCADO SECUNDARIO POR PLAZOS**

Entidades	1995					1996				
	4 sem.	6 sem.	8 sem.	12 sem.	Total	4 sem.	6 sem.	8 sem.	12 sem.	Total
Banca Múltiple	72,6	75,8	56,7	45,2	64,2	61,2	60,1	57,7	40,6	59,2
AFPs	20,7	14,8	39,0	54,1	30,3	11,4	15,6	16,2	43,0	15,2
Empresas Financieras	0,6	0,0	0,0	0,0	0,2	0,9	2,4	4,2	0,0	2,2
Compañías de Seguros	0,0	0,0	0,4	0,0	0,1	5,8	2,3	5,6	1,3	4,4
SAB	0,7	3,3	4,0	0,7	2,3	12,5	10,8	10,4	6,0	11,2
FSD	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,8	8,0	6,0	9,1	7,5
Terceros	5,3	6,2	0,0	0,0	2,9	0,2	0,6	0,0	0,0	0,3
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

**Cuadro 14**  
**PARTICIPACION DE LAS DIVERSAS INSTITUCIONES EN LAS**  
**TRANSACCIONES DE CDBCRP EN EL MERCADO PRIMARIO POR PLAZOS**

Entidades	1995					1996				
	4 sem.	6 sem.	8 sem.	12 sem.	Total	4 sem.	6 sem.	8 sem.	12 sem.	Total
Banca Múltiple	74,0	59,9	57,2	58,1	65,5	66,0	68,7	66,0	62,9	66,9
AFPs	21,7	34,0	35,5	38,9	29,2	25,7	23,2	28,1	33,8	25,4
Empresas Financieras	3,1	2,3	4,2	1,2	3,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Compañías de Seguros	0,1	0,3	0,2	1,5	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SAB	0,8	0,0	0,0	0,2	0,4	1,0	0,4	1,1	0,0	0,7
FSD	0,2	3,5	2,8	0,1	1,5	4,7	4,0	3,7	3,4	4,2
Sector Público	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,6	3,6	1,0	0,0	2,6
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

que falten para vencer sea mayor (ver cuadro 15). Ello es consistente con el hecho de que la banca múltiple invierte principalmente sus excesos de encaje en los CDBCRP y tiene más movimientos de portafolio en el muy corto plazo. En cambio, las inversiones de las AFPs tendrían un horizonte de mayor plazo.

Asimismo, en el cuadro 15 se observa que en general en 1996, tanto la banca múltiple como las AFPs han adquirido principalmente CDBCRP de cuatro y seis semanas. Sin embargo, esto puede ser consecuencia de la disponibilidad de CDBCRP en el mercado, ya que la oferta de CDBCRP a través de las subastas primarias también es principalmente de dichos plazos (ver cuadro 11).

En el caso de la estructura de ventas de CDBCRP en el mercado secundario por plazo (ver cuadro 16), podemos observar que la banca múltiple vende los CDBCRP faltando en promedio un mayor número de días para el vencimiento que cuando los adquiere (ver cuadro 15), ratificando su comportamiento de alta rotación de portafolio en el corto plazo. En contraste, las AFPs venden los CDBCRP faltando en promedio menos días para su vencimiento que cuando los

compran, reflejando el horizonte de más largo plazo que buscan en sus inversiones.

En el cuadro 17 se muestra la estructura de la demanda de CDBCRP en las subastas primarias según los distintos plazos. No se observa ninguna preferencia en especial por parte de alguna institución. La estructura de su demanda por los distintos plazos respondería principalmente a la forma en que se ofrecen los distintos plazos de CDBCRP en las subastas primarias.

### Tasas de interés

La principal interrogante es cómo se determinan las tasas de interés del mercado secundario de CDBCRP. En especial, tratar de determinar cuán relevante son las tasas de interés de las subastas primarias en la determinación de las tasas de interés del mercado secundario de CDBCRP.

A fin de utilizar la mayor cantidad de información disponible, se ha construido una sola serie de tasas de interés para el mercado primario, y otra para el mercado secundario. Para ello, se ha tomado las tasas promedio ponderadas de cada día, sin distinguir entre los CDBCRP de distintos plazos, asumiendo que aún no existe claramente una curva de rendimiento.

**Cuadro 15**  
**ESTRUCTURA DE COMPRAS DE CDBCRP EN EL MERCADO SECUNDARIO**  
**POR INSTITUCION Y POR PLAZOS**

Entidades	Número de días para el vencimiento por plazos									
	días	4	días	6	días	8	días	12	días	Total
<b>1995</b>										
Banca Múltiple	14	38,5%	24	14,2%	28	37,7%	36	9,6%	23	100,0%
AFPs	15	46,8%	31	10,5%	40	28,8%	54	14,0%	29	100,0%
Empresas Financieras	31	7,8%	24	23,3%	42	52,8%	62	16,1%	40	100,0%
Compañías de Seguros	16	22,9%	16	13,7%	11	43,0%	55	20,4%	11	100,0%
SAB	17	32,8%	0	24,7%	44	42,4%	n.a.	0,0%	24	100,0%
FSD	15	16,9%	8	34,2%	7	48,9%	n.a.	0,0%	9	100,0%
IPSS	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Terceros	13	100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	13	100,0%
<b>1996</b>										
Banca Múltiple	13	35,3%	23	36,2%	27	23,8%	23	4,7%	20	100,0%
AFPs	17	39,7%	28	34,9%	45	21,1%	61	4,3%	29	100,0%
Empresas Financieras	11	55,1%	14	9,1%	52	35,8%	n.a.	n.a.	26	100,0%
Compañías de Seguros	11	42,8%	26	25,5%	33	27,4%	13	4,2%	18	100,0%
SAB	15	42,1%	16	36,2%	33	19,4%	8	2,2%	19	100,0%
FSD	12	27,9%	28	45,9%	32	23,4%	77	2,8%	26	100,0%
IPSS	17	100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	17	100,0%
Terceros	26	44,9%	40	4,7%	50	50,4%	n.a.	n.a.	39	100,0%

De la observación gráfica de las tasas de interés del mercado secundario y primario de CDBCRP se aprecia lo siguiente:

- a. Las tasas que obtienen los agentes que compran en el mercado secundario en general tienen como señal las tasas de las subastas primarias. En algunos casos, cuando no hay subastas primarias, la señal sería la tasa interbancaria (ver gráfico 3). Ello puede explicarse por el objetivo

maximizador de los agentes que intervienen en el mercado secundario. Durante la primera quincena, en que generalmente se realizan las subastas primarias de CDBCRP, dichos agentes prefieren adquirir los CDBCRP en dichas subastas pues las tasas de interés obtenidas en este mercado son mayores que las del mercado secundario y mayor aún a las tasas interbancarias dado el exceso de

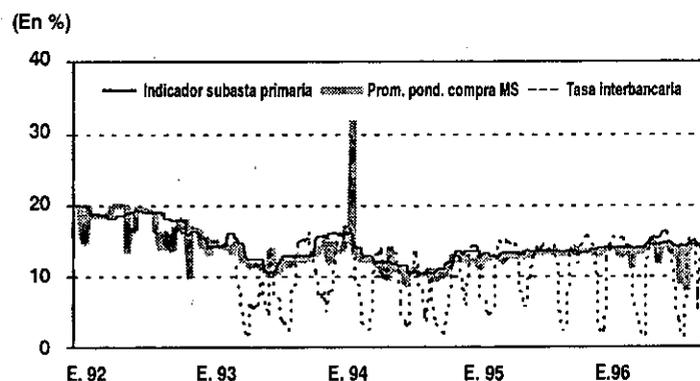
**Cuadro 16**  
**ESTRUCTURA DE VENTAS DE CDBCRP EN EL MERCADO SECUNDARIO**  
**POR INSTITUCION Y POR PLAZOS**

Entidades	Número de días para el vencimiento por plazos									
	días	4 sem.	días	6 sem.	días	8 sem.	días	12 sem.	días	Total
<b>1995</b>										
Banca Múltiple	15	42,9%	25	17,1%	40	32,0%	63	8,0%	29	100,0%
AFPs	12	26,0%	17	7,1%	20	46,7%	34	20,3%	21	100,0%
Empresas Financieras	24	100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	24	100,0%
Compañías de Seguros	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	39	100,0%	n.a.	n.a.	39	100,0%
SAB	11	11,7%	n.a.	20,7%	44	64,2%	84	3,4%	32	100,0%
FSD	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Terceros	23	69,3%	34	30,7%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	26	100,0%
<b>1996</b>										
Banca Múltiple	16	39,9%	29	34,5%	39	23,0%	63	2,7%	27	100,0%
AFPs	10	28,9%	13	34,8%	25	25,0%	17	11,3%	16	100,0%
Empresas Financieras	18	16,7%	36	38,1%	51	45,2%	n.a.	n.a.	40	100,0%
Compañías de Seguros	11	51,3%	17	17,6%	26	29,9%	24	1,2%	13	100,0%
SAB	17	43,2%	16	32,8%	35	21,8%	6	2,2%	20	100,0%
FSD	11	40,2%	23	36,2%	30	18,8%	41	4,8%	21	100,0%
Terceros	25	29,7%	38	70,3%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	34	100,0%

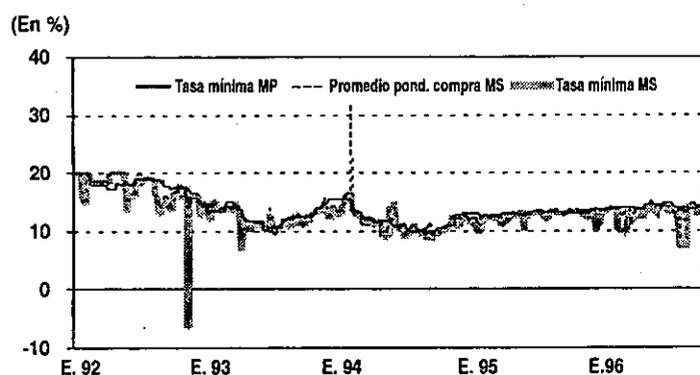
**Cuadro 17**  
**ESTRUCTURA DE LAS TRANSACCIONES DE CDBCRP EN EL MERCADO PRIMARIO**  
**POR INSTITUCION Y POR PLAZOS**

Entidades	1995					1996				
	4 sem.	6 sem.	8 sem.	12 sem.	Total	4 sem.	6 sem.	8 sem.	12 sem.	Total
Banca Múltiple	51,9	16,3	25,6	6,2	100,0	40,7	39,2	16,9	3,2	100,0
AFPs	34,2	20,9	35,6	9,4	100,0	41,7	34,9	18,9	4,5	100,0
Empresas Financieras	45,6	13,1	38,7	2,7	100,0	47,4	52,6	n.a.	n.a.	100,0
Compañías de Seguros	18,2	18,2	24,5	39,1	100,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
SAB	92,2	1,8	1,8	3,6	100,0	53,6	20,1	26,3	n.a.	100,0
FSD	4,8	40,8	54,0	0,5	100,0	45,8	36,4	15,2	2,7	100,0
Sector Público	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	40,4	52,8	6,7	0,0	100,0
Total	45,9	17,9	29,2	7,0	100,0	41,3	38,2	17,1	3,4	100,0

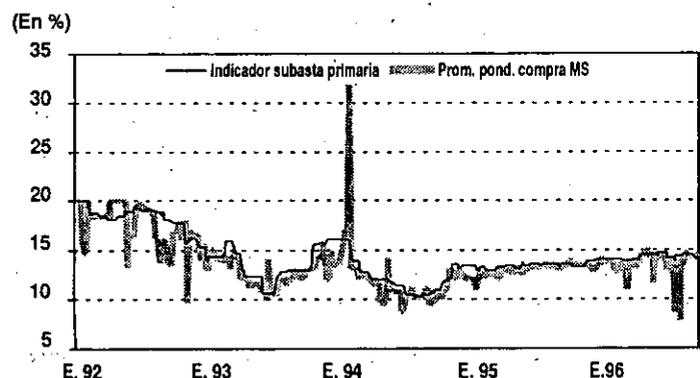
**Gráfico 3**  
**INDICADOR DE SUBASTA PRIMARIA, PROMEDIO PONDERADO**  
**COMPRA DEL MERCADO SECUNDARIO E INTERBANCARIA**



**Gráfico 4**  
**TASAS DE INTERES MINIMAS DEL MERCADO PRIMARIO Y SECUNDARIO**  
**Y PROMEDIO PONDERADO COMPRA DEL MERCADO SECUNDARIO**



**Gráfico 5**  
**TASAS DE INTERES PROMEDIO PONDERADAS DEL**  
**MERCADO PRIMARIO Y SECUNDARIO**



liquidez característico de los bancos durante la primera quincena.

Durante la segunda quincena, las subastas primarias usualmente son más escasas y las tasas de interés del mercado secundario parecen seguir al mercado interbancario, que se convierte en la alternativa más rentable de colocación de fondos de corto plazo, con tasas de interés generalmente superiores a las que obtendrían en el mercado secundario de CDBCRP.

- b. Las tasas de interés mínimas y promedio ponderadas del mercado secundario han sido en un 80 y 53 por ciento de los días entre enero y setiembre de 1996, menores que las tasas mínimas de las subastas primarias (ver cuadro 18 y gráfico 4).

A nivel de tasas promedios, entre junio y diciembre de 1995 y entre enero y setiembre de 1996, las tasas de interés del mercado secundario se hallaron en un 64 por ciento y 82 por ciento, respectivamente, por debajo de las tasas de interés del mercado primario, tal como se observa en el cuadro 18 y en el gráfico 5.

- c. Comparando las tasas máximas, la mayor parte de los días entre enero y setiembre de 1996 (73 por ciento), las tasas máximas del mercado secundario se hallaron por debajo de las tasas máximas del mercado primario (ver cuadro 18 y gráfico 6).

Las conclusiones extraídas de los gráficos se evalúan en el análisis econométrico realizado. Utilizando vectores autoregresivos se han hallado los impulso-respuesta de las tasas de interés del mercado secundario a un *shock* en la tasa de interés del mercado primario y a un *shock* en la tasa interbancaria en moneda nacional. Sin embargo, dado que las funciones de impulsos y respuestas son muy sensibles al rezago que se elija en el análisis debido a que es el resultado de efectuar estimaciones econométricas con el método de vectores autoregresivos, se ha evaluado el test esta-

dístico F para varias opciones de rezagos para la selección del rezago óptimo en el análisis de la reacción de la tasa de interés del mercado secundario a *shocks* positivos tanto en la tasa de interés de corte de los CDPCR como en la tasa de interés interbancaria.

El rezago óptimo, según estas pruebas sería de 2 días, cuyo estadístico F es de 6,5 y tiene la probabilidad más baja de ser rechazada (0,0024). Este resultado sería coherente con la frecuencia de las subastas dentro de cada semana (martes y jueves).

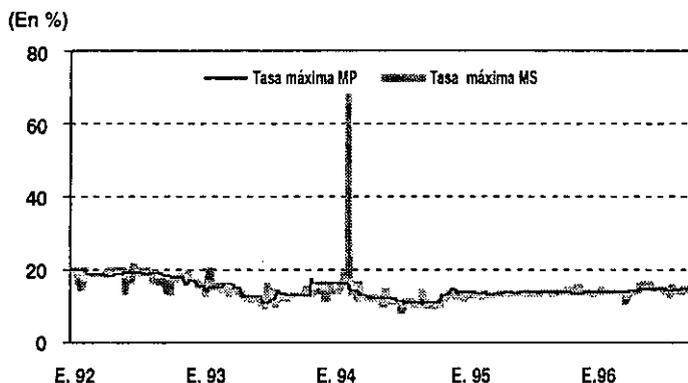
En el gráfico 7 se puede observar que la tasa de interés del mercado secundario de CDBCRP reacciona en aproximadamente 0,6 puntos porcentuales al siguiente día de haberse generado un shock de un punto porcentual en la tasa de interés del mercado primario correspondiente. La reacción al cabo del quinto día es de 0,25 puntos porcentuales para luego aproximarse asintóticamente a cero. La reacción ante un shock de un punto porcentual en la tasa de interés interbancaria es inmediata en 0,30 puntos porcentuales, para luego de un comportamiento irregular durante los próximos 10 días seguir una tendencia hacia cero.

El efecto positivo del mercado primario disminuye en el tiempo, haciéndose casi nulo en un horizonte de 2 a 3 meses (ver gráfico 8).

**Mercado de vendedores**

En el mercado secundario de CDBCRP el predominio es de los vendedores, lo que se puede observar en el hecho de que la rentabilidad obtenida por éstos es mayor al cien por ciento de la rentabilidad pactada originalmente en el CDBCRP, en un 65 por ciento de las transacciones efectuadas entre junio de 1995 y setiembre de 1996 (ver cuadro 19). Ello reflejaría la demanda de CDBCRP en momentos en que no hay

**Gráfico 6  
TASAS DE INTERES MAXIMAS DEL  
MERCADO PRIMARIO Y SECUNDARIO**



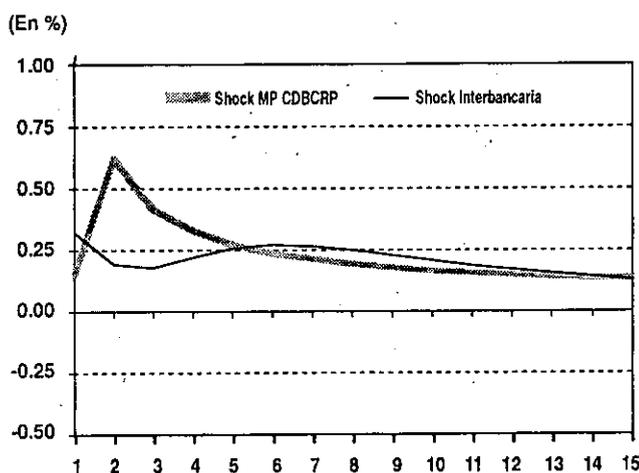
**Cuadro 18  
RELACION ENTRE LAS TASAS DE INTERES DE LOS  
MERCADOS SECUNDARIO Y PRIMARIO 1/**

	mín ms<	pp ms<	pp ms<	máx ms<	máx ms=	máx ms>
	mín mp	mín mp	pp mp	máx mp	máx mp	máx mp
<b>1995</b>						
Junio	17,2%	17,2%	41,4%	69,0%	0,0%	31,0%
Julio	45,2%	32,3%	32,3%	29,0%	0,0%	71,0%
Agosto	80,6%	80,6%	87,1%	77,4%	0,0%	22,6%
Setiembre	60,0%	26,7%	50,0%	60,0%	0,0%	40,0%
Octubre	74,2%	58,1%	87,1%	83,9%	0,0%	16,1%
Noviembre	63,3%	50,0%	73,3%	63,3%	0,0%	36,7%
Diciembre	67,7%	58,1%	77,4%	77,4%	0,0%	22,6%
<b>Promedio 95</b>	<b>58,7%</b>	<b>46,5%</b>	<b>64,3%</b>	<b>65,7%</b>	<b>0,0%</b>	<b>34,3%</b>
<b>1996</b>						
Enero	83,9%	51,6%	90,3%	67,7%	0,0%	32,3%
Febrero	69,0%	37,9%	72,4%	65,5%	0,0%	34,5%
Marzo	90,3%	58,1%	83,9%	87,1%	3,2%	9,7%
Abril	86,7%	56,7%	100,0%	93,3%	3,3%	3,3%
Mayo	87,1%	64,5%	93,5%	96,8%	0,0%	3,2%
Junio	50,0%	13,3%	40,0%	53,3%	13,3%	33,3%
Julio	87,1%	71,0%	87,1%	77,4%	0,0%	22,6%
Agosto	83,9%	58,1%	87,1%	54,8%	9,7%	35,5%
Setiembre	76,7%	66,7%	83,3%	63,3%	3,3%	33,3%
<b>Promedio 96</b>	<b>79,6%</b>	<b>53,3%</b>	<b>82,1%</b>	<b>73,4%</b>	<b>3,6%</b>	<b>23,0%</b>

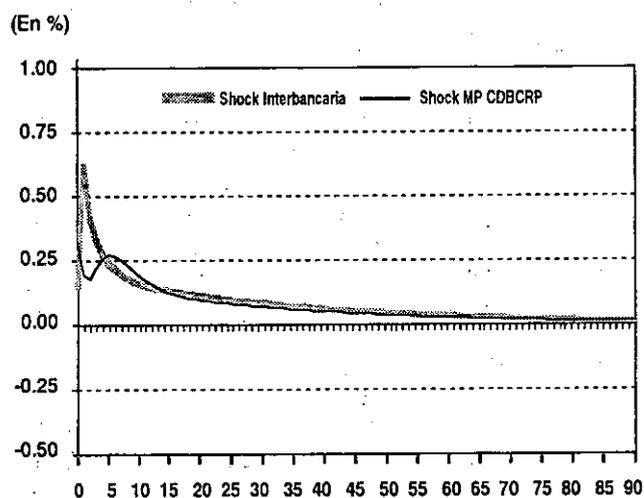
1/ Porcentaje de días en que la tasa de interés del mercado secundario está por debajo, igual o por encima de la tasa de interés del mercado primario.

ms=mercado secundario, mp=mercado primario, pp=promedio ponderado.

**Gráfico 7**  
**REACCION DE LA TASA DE INTERES DEL MERCADO**  
**SECUNDARIO DE CDBCRP**  
**A SHOCKS DE UN PUNTO % EN LA TASA DE CORTE DE CDBCRP**  
**Y EN LA TASA INTERBANCARIA EN UN HORIZONTE DE 15 DIAS**  
**(2 REZAGOS)**



**Gráfico 8**  
**REACCION DE LA TASA DE INTERES DEL MERCADO**  
**SECUNDARIO DE CDBCRP**  
**A SHOCKS DE UN PUNTO % EN LA TASA DE CORTE DE CDBCRP Y**  
**EN LA TASA INTERBANCARIA EN UN HORIZONTE DE 3 MESES (2**  
**REZAGOS)**



subastas primarias o la de aquellos que no fueron aceptados en dichas subastas.

Las transacciones en la que los compradores obtienen una rentabilidad mayor o igual a la fijada originalmente en el CDBCRP constituye en promedio sólo un 13 y 22 por ciento de los casos, respectivamente. Cabe destacar el elevado porcentaje de transacciones de abril en el que se negoció a la misma tasa original del CDBCRP (47 por ciento). Ello se explica por las transferencias observadas en el mercado secundario de compras realizadas por bancos a AFPs, suspendidas de participar en las subastas primarias por incumplimiento en el pago.

### III. Esquemas de participación de los bancos centrales en el mercado secundario de títulos en el marco de sus operaciones de mercado abierto

La participación de los bancos centrales en el mercado secundario de valores en el marco de sus operaciones de mercado abierto les permite tener un mejor control de los agregados monetarios y mayor flexibilidad para operar, al contar con un instrumento adicional que opera diariamente y que permite inyectar liquidez o retirar excesos de encaje de los bancos. Adicionalmente, un mayor desarrollo del mercado secundario de estos valores otorga mayor liquidez a dichos títulos e incentiva su colocación en las subastas primarias, incluso la colocación de títulos a plazos mayores.

Por otro lado, la participación de los bancos centrales en el mercado secundario de títulos emitidos para sus operaciones de mercado abierto reduce la volatilidad de la tasa de interés interbancaria, ya que realizan recolocaciones netas o colocaciones primarias de los títulos en los periodos que estacionalmente el sistema bancario cuenta con excesos de liquidez y en que la tasa interbancaria llega a disminuir sensiblemente, y programan recompras netas y/o vencimientos de los títulos para los períodos en que la banca presenta mayor estrechez de liquidez.

El esquema de intervención de los bancos centrales depende de las características del marco

institucional y el desarrollo del mercado secundario de los valores utilizados para sus operaciones de mercado abierto. Al respecto, se evalúa dos de los principales mecanismos utilizados: a) Un esquema de **subastas** de recompras y relocalaciones de los títulos, y b) Un esquema de **mesa de dinero**. A su vez dichos esquemas podrían implicar recompras y relocalaciones **permanentes** de títulos, o **recompras temporales** (repos).

a. **Subastas de recompras y relocalaciones:** Consiste en compras y ventas mediante subastas de los títulos utilizados para las operaciones de mercado abierto según un monto establecido diariamente con base en una programación monetaria.

Cuando el banco central realiza simultáneamente compras y ventas de los títulos, la rentabilidad que obtiene al adquirir los títulos emitidos para sus operaciones de mercado abierto (tasa de recompra) debe ser mayor que la tasa de interés que paga para relocalar dichos títulos (tasa

de relocalación), ya que la primera representa para el banco central una tasa activa (similar a un préstamo) y la segunda una tasa pasiva (pues es lo que pagaría por generar una obligación, similar a un depósito) a cambio de recoger liquidez.

El banco central podría o no anunciar el monto neto de los títulos que desea colocar o adquirir. El anunciar el monto neto tiene la ventaja que da una señal clara al mercado de la posición final que el banco central desea para ese día según los requerimientos estimados en su programa monetario (inyectar o retirar liquidez del sistema). En el caso de los bancos centrales que ejercen políticas monetarias discrecionales, la desventaja de anunciar el monto neto es que disminuye dicha discrecionalidad -a costa de perder credibilidad y reputación- de ajustar dicho monto debido a una evolución imprevista de la liquidez del sistema financiero y que provoquen desviaciones considerables de la

**Cuadro 19**  
**NUMERO DE TRANSACCIONES Y PARTICIPACION PORCENTUAL DE TRANSACCIONES REALIZADAS POR DEBAJO, POR ENCIMA O A LA PAR EN EL MERCADO SECUNDARIO DE CDBCRP**

	Número de Transacciones				En Porcentajes		
	Mayores a 100%	Iguals a 100%	Menores a 100%	Total	Mayores a 100%	Iguals a 100%	Menores a 100%
1995							
Junio	6	3	1	10	60,0%	30,0%	10,0%
Julio	7	5	6	18	38,9%	27,8%	33,3%
Agosto	40	9	2	51	78,4%	17,6%	3,9%
Setiembre	67	9	9	85	78,8%	10,6%	10,6%
Octubre	62	9	1	72	86,1%	12,5%	1,4%
Noviembre	47	9	14	70	67,1%	12,9%	20,0%
Diciembre	25	10	13	48	52,1%	20,8%	27,1%
<b>Promedio 95</b>	<b>36</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>51</b>	<b>65,9%</b>	<b>18,9%</b>	<b>15,2%</b>
1996							
Enero	89	8	5	102	87,3%	7,8%	4,9%
Febrero	36	5	0	41	87,8%	12,2%	0,0%
Msrzo	71	44	9	124	57,3%	35,5%	7,3%
Abril	101	101	13	215	47,0%	47,0%	6,0%
Mayo	108	38	8	154	70,1%	24,7%	5,2%
Junio	84	38	29	151	55,6%	25,2%	19,2%
Julio	118	20	37	175	67,4%	11,4%	21,1%
Agosto	75	52	42	169	44,4%	30,8%	24,9%
Setiembre	94	28	29	151	62,3%	18,5%	19,2%
<b>Promedio 96</b>	<b>86</b>	<b>37</b>	<b>19</b>	<b>142</b>	<b>64,3%</b>	<b>23,7%</b>	<b>12,0%</b>
<b>Promedio Acumulado</b>	<b>64</b>	<b>24</b>	<b>14</b>	<b>102</b>	<b>65,0%</b>	<b>21,6%</b>	<b>13,4%</b>

disponibilidad o requerimiento de liquidez de los bancos comerciales con relación a lo programado.

Dado el monto neto a recomprar o recolocar de acuerdo a la programación monetaria diaria, la combinación de ofertas y demandas aceptadas será aquella que maximice el monto transado. Esta combinación también maximizaría la rentabilidad del banco central en la medida que el procedimiento propuesto garantiza que la tasa activa mínima no sería inferior a la tasa pasiva máxima.

En el caso del esquema de sólo tener o una posición de compra o una de venta cada día, el procedimiento se simplifica. Se anuncia el monto de los títulos que se desea recomprar o recolocar y se aceptan las ofertas y/o demandas de los títulos, respectivamente, dentro de un horario establecido. En el caso de las recompras y relocalaciones de estos valores, el ordenamiento de las tasas de interés es de mayor a menor, y de menor a mayor, respectivamente, hasta el monto anunciado.

- b. **Mesa de dinero:** Este esquema es similar al de las subastas de recompras y relocalaciones de los títulos. **La principal diferencia consiste en el procedimiento.** En el esquema de Mesa de Dinero, las recompras y relocalaciones de títulos se efectúan en simultáneo durante un horario determinado.

Cada operador toma indistintamente las ofertas de títulos y recoloca los certificados según las demandas que se presenten siempre dentro de un rango preestablecido de tasas de interés y de un monto neto que se desee alcanzar según la programación monetaria. La tasa de interés límite entre las activas y pasivas se puede fijar en función de las tasas de corte de las últimas subastas primarias de los títulos utilizados en las operaciones de mercado abierto.

Las ventajas de este esquema (mercado continuo) es que los agentes pueden saber casi inmediatamente si su oferta fue aceptada. Sin embargo, la desventaja es que para un banco central es más difícil efectuar el control de agregados monetarios porque la misma dinámica de la mesa de dinero, **implica un manejo monetario con mayor incidencia en la tasa de interés**, por lo que es más difícil obtener un monto neto a esterilizar o inyectar

de liquidez al operar en un esquema de mesa de dinero en relación al esquema de subastas de recompras y relocalaciones de los títulos.

Por su parte, las **operaciones de reporte "repos"** consisten en contratos de recompra temporal de los títulos emitidos para las operaciones de mercado abierto. Las modalidades de participación en el mercado secundario son similares a las detalladas para las recompras permanentes de valores (subastas o mesa de dinero), con la única diferencia que las operaciones implican un pacto de retroventa. El plazo puede ser muy corto (por ejemplo de un día útil) y puede involucrar un cambio de propiedad del título. El monto a inyectar de liquidez corresponde al valor del título descontado por los intereses que se les cobra a las instituciones financieras por el dinero que el banco central les estaría otorgando.

La ventaja de las "repos" con respecto al redescuento, es que en el primer caso, las recompras son a discreción del banco central, y por tanto, le puede dar al banco central un mejor control sobre las condiciones del mercado de dinero.

Con relación a las recompras y relocalaciones permanentes, el esquema de "repos" tiene la ventaja de permitir proveer de liquidez al sistema en épocas de estrechez contando con un mecanismo automático de retiro de dicha liquidez. Sin embargo, presenta la desventaja de no poder ser utilizado para retirar la liquidez cuando existe estacionalmente exceso de liquidez, lo que sí podría ser realizado con las relocalaciones permanentes si el banco central mantiene un inventario de títulos ya emitidos en subastas primarias en las épocas de estrechez de liquidez del sistema. Con el esquema de "repos", la labor de retiro de liquidez permanecería aún de manera exclusiva en las subastas primarias.

En general, una vez establecida la participación de un banco central en el mercado secundario de títulos emitidos para sus operaciones de mercado abierto, esta participación se convierte en el principal instrumento de control monetario. En este contexto, por lo general, las subastas primarias son anunciadas (en cuanto a montos, plazos y días de subastas primarias), son de menor frecuencia y de mayores montos ya que la cantidad a colocar deja de depender de los cambios estacionales en la demanda por dinero. Asimismo, los plazos pueden ser mayores dado el incremento de liquidez que tendrían los títulos por el mayor desarrollo del mercado secundario.

## IV. Conclusiones

El mercado secundario de CDBCRP es aún un mercado en desarrollo aunque está cobrando cada vez mayor importancia, lo que se puede apreciar en la evolución de los montos transados, el número de participantes y en la frecuencia con que ocurren las operaciones en este mercado. Sus principales características son:

- a. El mercado secundario es más continuo que el mercado primario, aunque los montos transados por día son menores.
- b. Más del 70 por ciento de la demanda por CDBCRP tanto en el mercado secundario como en el mercado primario, corresponde a la banca múltiple y a las Administradoras Privadas de Pensiones (AFPs). Sin embargo, la banca múltiple es el principal participante en el mercado secundario y primario de CDBCRP (56 y 79 por ciento de las compras de CDBCRP en setiembre de 1996, respectivamente).
- c. Analizando por quincena (relevante dado el periodo quincenal de encaje y la estrechez de liquidez de la banca en la segunda quincena por el pago de impuestos), el mercado secundario presenta una mayor cantidad relativa de operaciones en la segunda quincena en relación al mercado primario, en el cual las colocaciones se concentran principalmente en la primera quincena. Este comportamiento indica el papel complementario del mercado secundario durante las fechas en que no se efectúan subastas primarias. En promedio, durante el periodo enero-setiembre de 1996, aproximadamente el 50 por ciento de las transacciones en el mercado secundario se realizaron en cada quincena. En el mercado primario en cambio, el 64 por ciento de las operaciones se concentra en la primera quincena y el 36 por ciento restante en la segunda quincena.
- d. La estructura por plazo de los CDBCRP transados en el mercado secundario y en el primario son similares. En ambos mercados, la mayor concentración se observa en los CDBCRP de cuatro semanas.

La banca múltiple prefiere adquirir CDBCRP cuyo vencimiento es más próximo, a diferencia de las AFPs que prefieren que el número de días que falten por vencer sea mayor. Ello es consistente con el hecho de que la banca múltiple invierte principalmente sus excesos de encaje en los CDBCRP y tiene más movimientos de portafolio en el muy corto plazo. En cambio, las inversiones de las AFPs tendrían un horizonte de mayor plazo.

- e. Las tasas de interés de las subastas primarias serían señal para el mercado secundario. Sin embargo, cuando no se realizan subastas primarias con frecuencia (principalmente durante la segunda quincena), la tasa interbancaria se convierte en la señal para el mercado secundario de CDBCRP al constituirse en la alternativa de los fondos de corto plazo del sistema financiero. La rentabilidad en el mercado secundario es generalmente menor que la del mercado primario.
- f. En el mercado secundario de CDBCRP los vendedores obtuvieron una rentabilidad mayor a la pactada originalmente en el CDBCRP en un 65 por ciento de las transacciones efectuadas en el periodo de análisis.

Por otro lado, el esquema de participación de los bancos centrales depende de las características del marco institucional y el desarrollo del mercado secundario de los valores utilizados para sus operaciones de mercado abierto. En este sentido, se han evaluado tanto el esquema de **subastas** de recompras y recolocaciones de los títulos, como el esquema de **mesa de dinero**. A su vez dichos esquemas podrían implicar recompras y recolocaciones **permanentes** de títulos, o recompras temporales "repos".

Una vez establecida la participación de un banco central en el mercado secundario de títulos emitidos para sus operaciones de mercado abierto, esta intervención se convierte en el principal instrumento de control monetario.

## Anexo

**Anexo**  
**TRANSACCIONES DE CDBCRP EN LA BOLSA DE**  
**VALORES DE LIMA**  
**(En millones de nuevos soles)**

1994	Enero	11
	Febrero	54
	Marzo	37
	Abril	51
	Mayo	49
	Junio	52
	Julio	44
	Agosto	8
	Setiembre	6
	Octubre	0
	Noviembre	1
	Diciembre	13
1995	Enero	0
	Febrero	5
	Marzo	0
	Abril	5
	Mayo	3
	Junio	14
	Julio	24
	Agosto	115
	Setiembre	135
	Octubre	97
	Noviembre	74
	Diciembre	36
1996	Enero	142
	Febrero	59
	Marzo	144
	Abril	242
	Mayo	126
	Junio	102
	Julio	127
	Agosto	112

## **Bibliografía**

---

**Axilrod, Stephen H.** 1995. *Transformation of Markets and Policy Instruments for Open Market Operations*. IMF Working Paper.

**Board of Governors of the Federal Reserve System.** 1994. *The Federal Reserve System, Purposes and Functions*. Washington, D.C.

**Dattels, Peter.** 1995. *The Microstructure of Government Securities Markets*. IMF Working Paper.

**Ishisaka, Susana y Zenón Quispe.** 1995. *Mecanismos de Transmisión de la Política Monetaria en el Perú: 1991-1995*. Trabajo de investigación presentado en el XII Encuentro de Economistas del Banco Central de Reserva del Perú.

**Meulendyke, Ann-Marie.** 1989. *U.S. Monetary Policy and Financial Markets*. Federal Reserve Bank of New York.

**Monetary and Exchange Affairs Department.** 1994. *The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy*. IMF.