

## La Concentración Bancaria y su Impacto en los Mercados de Capitales de los Países Emergentes

Miguel Ángel Martín Mato<sup>1</sup>, Juan Carlos Domínguez<sup>1</sup>, Jose Luis Perea<sup>1</sup>, Fabián Saca<sup>1</sup>, Sonia Sánchez<sup>1</sup>

<sup>1</sup>*Escuela de Postgrado, Universidad ESAN, Lima, Perú*

**Resumen** La presente investigación analiza el impacto de la Concentración Bancaria en el desarrollo del Mercado de Capitales en Países Emergentes. El objetivo principal es evaluar cómo la concentración bancaria puede influir en el coste de financiación de las principales empresas que pueden obtener tanto del sistema bancario o mediante la emisión de bonos en el mercado de capitales.

Para lograr dicho propósito se evaluaron los principales mercados de Sudamérica durante los años 2008 y 2009: Argentina, Brasil, Colombia, Chile, Ecuador y Perú. Como resultado de la investigación se concluye que durante el periodo de análisis, aquellos países donde los índices de concentración bancaria eran más altos, el costo de financiación de las empresas a través del sistema bancario era menor que en el mercado de capitales.

**Palabras clave** Concentración Bancaria, Mercado de Capitales, Bonos, Préstamos Bancarios, Coste Financiero.

**Clasificación JEL** G21, L11, L22, D40, E43.

---

*Correspondencia a:* Miguel Ángel Martín Mato (e-mail: [mmartin@esan.edu.pe](mailto:mmartin@esan.edu.pe))

## 1. Introducción

El desarrollo del mercado de capitales provee de nuevas fuentes de financiamiento al sector empresarial y conlleva un importante beneficio para la economía en su conjunto, una nueva fuente de financiación, que tiene como principales ventajas la eliminación de la intermediación financiera y la reducción de los costos de financiamiento.

En los países emergentes este desarrollo, recién está dando sus primeros pasos, usualmente solo las empresas con calificaciones de AA+ o AAA acceden a este mercado, lo cual les debería permitir, en línea con los planteamientos teóricos, obtener menores tasas de interés que en el mercado bancario, sin embargo los altos niveles de concentración bancaria de algunos países, ponen en duda esta afirmación, los bancos que concentran gran parte del mercado cuentan con financiación a tasas muy bajas lo que les permitiría colocar préstamos a tasas más competitivas que las que exige el mercado de capitales.

El objetivo de esta investigación es conocer si existe una relación entre la concentración bancaria y el desarrollo del mercado de capitales, es decir si una elevada concentración bancaria puede influir en que el coste de financiación de las principales empresas a través del sistema bancario sea menor que mediante la emisión de bonos, y por tanto desaliente el crecimiento del mercado de capitales. Para este trabajo se ha seleccionado una muestra de países emergentes de la región de América del Sur (Argentina, Brasil, Colombia, Chile, Ecuador y Perú) que cuentan con un mercado de renta fija. Después de seleccionados los países se realizó una selección de las empresas con calificación AA+ o AAA que hayan emitido instrumentos de renta fija en el 2008 y/o 2009 y que paralelamente hayan obtenido préstamos bancarios de similares características.

Se ha podido observar cómo en algunos casos los costos de financiación obtenidos por las empresas a través de colocaciones de instrumentos de renta fija son muy similares a aquellos obtenidos en el sector bancario o incluso mayores, haciendo más atractivo para las empresas adquirir financiamiento mediante este último sector.

## 2. Marco Teórico

La concentración bancaria<sup>1</sup> se define como aquella estructura de mercado en la que pocos bancos tienen la mayor participación en el mercado (depósitos, préstamos o activos). Esta estructura puede causar distintos efectos en la eficiencia asignativa o productiva del sector originando, asimismo, un efecto en otros mercados por lo que la economía en general se vería afectada.

La concentración generalmente implica la existencia de poder de mercado dentro de la industria, cuando son pocos los bancos que dominan el mercado, así la probabilidad de que se fijen precios (tasa de interés) no competitivos debido a la colusión de éstos es alta. Existen distintos enfoques que explican si la concentración originaría una elevación o disminución del costo del crédito, entre estos están: el llamado paradigma Estructura - Conducta - Resultado, en la Teoría de la Organización Industrial y en la Teoría de Mercados Contestables. Los tres enfoques concluyen que debería esperarse que la tasa de interés que cobran los bancos se incremente cuanto más concentrado esté el mercado.

### 2.1. *El Paradigma Estructura - Conducta - Resultado (ECR)*

Este enfoque resalta que una mayor concentración generará un efecto negativo en la eficiencia asignativa del mercado debido a que las tasas de interés se elevarían. Este enfoque está asociado con el trabajo realizado por Bain (1951) y posteriormente por (Shy 1995), donde se postula que la estructura del mercado (interacción entre los vendedores con el resto del mercado) determina el comportamiento (políticas de precio, venta o promoción) y este a su vez el resultado de las empresas (bienestar/ ganancias). De esta manera, se afirma que la colusión es viable en mercados concentrados, por lo que las empresas desviarían los precios con respecto a los que se fijarían en competencia perfecta, obteniendo así beneficios extraordinarios (Tirole 1988).

---

<sup>1</sup> El concepto de Concentración Bancaria es la aplicación de lo que se conoce como Concentración Industrial, cuya definición se puede encontrar en los trabajos de Demsetz (1973).

Hannan (1991) estima que la concentración bancaria tiene un efecto positivo sobre las tasas de interés de préstamos; Hannan y Berger (1991) encuentran respuestas asimétricas de las tasas de interés de depósito ante cambios en la tasa del Tesoro de EE.UU. en mercados bancarios bajo el esquema de competencia imperfecta; y Neumark y Sharpe (1992), muestran que en mercados bancarios concentrados el ajuste de las tasas de interés pagadas a los depósitos es lento cuando la tasa de mercado aumenta, mientras que el ajuste es rápido cuando ocurre una reducción.

En oposición a dicha línea de investigación, existe el llamado paradigma Estructura – Eficiencia (EE), en el que se sostiene que las empresas más eficientes van ganando participación en el mercado, por lo que la concentración en cualquier industria se debe al comportamiento eficiente de las empresas (que van ganando en desempeño a las menos eficientes) y no a la inversa (Demsetz 1973, Peltzman 1977). Los trabajos realizados bajo el enfoque anterior de alguna manera prueban también esta hipótesis, ya que si el parámetro que acompaña a la variable que captura la concentración bancaria tiene el signo contrario al esperado, se estaría validando indirectamente la hipótesis EE (Berger y Hannan 1989).

## *2.2. Enfoque de la Organización Industrial*

Este enfoque modela la conducta de los bancos bajo la teoría de la organización industrial, tomándose como esquema el modelo Monti – Klein, presentado en Freixas y Rochet (1997), el cual es una adaptación del modelo de Cournot para el caso del sistema bancario. Este se desarrolla en el contexto de la actividad bancaria como la de una producción de servicios de depósitos y de préstamos, aplicado para el caso de  $N$  bancos.

Uno de los trabajos basado en este enfoque es el de Neuberger y Zimmerman (1990) para el caso de los bancos de California, EE.UU. Ellos encuentran una relación negativa entre los índices de concentración y las tasas de interés que fijan los bancos para los depósitos. Corvosier y Gropp (2002) estiman un modelo similar para el caso de los países europeos y encuentran que, para el caso de depósitos a

la vista y préstamos en mercados más concentrados, se cumple que los bancos fijan tasas no competitivas, aunque en el mercado de ahorro y depósitos a plazo la hipótesis es rechazada, señalando además que los resultados son consistentes para diferentes especificaciones econométricas de las variables.

### *2.3. Teoría de los Mercados Contestables*

Este enfoque desarrollado por Baumol (1982) y Baumol, Panzar y Willig (1983), llega a predecir efectos contrarios a los que se postula en la teoría tradicional del Oligopolio. Se afirma que si en un mercado monopolístico u oligopolístico no existen barreras a la entrada, entonces las empresas que están dentro producirán y fijarán precios cercanos a los que se lograría en competencia perfecta, pues si se observara grandes ganancias, provocaría la entrada de nuevas empresas y las ganancias se verían disminuidas. La existencia de un mercado suplementario también podría afectar el poder de mercado originando que no se suban las tasas de interés, son las presiones competitivas de los potenciales entrantes lo que impide que los bancos establecidos ejerzan algún tipo de poder de mercado.

Dentro de este enfoque encontramos el estadístico H de Panzar y Rosse (1987), quienes elaboraron modelos de mercados de competencia perfecta, oligopolísticos y monopolísticos, de los cuales se deriva dicha prueba estadística que permite medir la estructura de cualquier mercado. Dicho estadístico se construye a partir de la suma de las elasticidades de los ingresos de equilibrio de largo plazo ante variaciones en el precio de los insumos. El tipo de competencia se mide en la magnitud del cambio de los ingresos de equilibrio y su valor ante uno en el precio de los insumos. De esta manera, si el estadístico calculado es menor o igual a cero, entonces el mercado es del tipo monopolístico, si el valor está entre 0 y 1 es de competencia monopolística, y cuando el valor es igual a 1 se concluirá que estamos frente a un mercado de competencia perfecta.

La ventaja de este enfoque es que no es necesario imponer a priori ningún modelo de comportamiento concreto, pues parte de un caso general para luego identificar el tipo de comportamiento de las empresas econométricamente.

## 2.4. Índices de Medición de la Concentración

### a. Índice de Herfindahl

La producción de concentración de  $n$ -empresas es simplemente la participación del mercado que tienen las “ $n$ ” empresas más importantes. El índice de Herfindahl es el más completo para la estimación del poder de mercado, ya que contempla la suma del cuadrado de las participaciones de las empresas en el mercado. Además, tiene un rango de variación que va de 1 hasta  $1/(\text{número de empresas en una industria compuesta de empresas con la misma participación})$ .

$$H = \sum_{i=1}^i \left( \frac{X_i^2}{X_t} \right)$$

Donde:

$H$  = Índice de Herfindahl.

$X_i/X_t$  = Cuota o participación de mercado de cada unidad bancaria.

$i$  = Unidad bancaria.

$n$  = Total de bancos del sistema.

Este indicador es utilizado por el Departamento de Justicia y la Reserva Federal de los Estados Unidos de América para evaluar el grado de concentración de mercado. Para evaluar la influencia sobre la concentración de mercado, se han establecido los siguientes criterios:

- $HHI < 1,000$  Baja concentración bancaria
- $1,000 < HHI < 1,800$  Mediana concentración bancaria
- $HHI > 1,800$  Alta concentración bancaria

### b. IC1 e IC3

Uno de los indicadores más ampliamente difundidos para analizar la concentración que pueda tener un sistema bancario es el IC1 y el IC3. El IC1 muestra la concentración de los depósitos o créditos que posee la institución de mayor participación, mientras que el IC3 sería la suma agregada de las 3 instituciones con mayor participación.

$$IC_i = \sum_{i=1}^i \frac{X_i}{X_t}$$

Donde:

$IC_i$  = Índice de concentración de las “ $i$ ” primeras empresas.

$X_i$  = Depósitos, créditos u otra variable relevante de cada unidad bancaria.

$X_t$  = Depósitos, créditos u otra variable relevante del total del sistema.

$i$  = Unidad bancaria.

### c. Índice de Entropía

Otra forma de medir la concentración es el índice de entropía, el cual es igual a la sumatoria de las cuotas de mercado multiplicadas por sus respectivos logaritmos. Así, continuando con el ejemplo de la estimación de la concentración del sistema bancario, la fórmula se expresa de la manera siguiente:

$$R_e = \sum_{i=1}^i \frac{X_i}{X_t} * Ln \frac{X_i}{X_t}$$

Donde:

$R_e$  = Índice de entropía.

$X_i$  = Participación de la unidad bancaria (nominal).

$X_t$  = Cantidad total.

$i$  = Unidad bancaria.

$Ln$  = Logaritmo natural.

En las ciencias físicas el concepto de entropía se refiere al grado de desorden que tiene un sistema físico. Haciendo la analogía para el análisis de la industria o de un mercado, el Índice de entropía muestra el grado de imperfección o concentración habido en el mismo. En el caso de un monopolio este índice sería cero (0), y mientras más competitivo sea el mercado dicho índice será mayor (en valores absolutos).

### 3. Análisis Empírico

#### 3.1. Selección de la Muestra

El estudio se delimitó a países que pertenecieran a la región de América del Sur, y que tuvieran los mercados de renta fija más desarrollados medidos por volumen de emisiones. Bajo dichos criterios se seleccionó los siguientes países: Argentina, Brasil, Colombia, Chile, Ecuador y Perú. Para la elección de las empresas, se tomó una muestra de empresas que cumplieran con los siguientes requisitos: empresas que estuvieran listadas en la Bolsas de Valores de su país de origen, que contasen con emisiones de instrumentos de renta fija en el año 2008 y/o 2009, con calificación de riesgo AAA / AA+ y con financiamientos bancarios de características similares a las emisiones (plazo, fecha, importe).

#### 3.2. Análisis de la Concentración Bancaria

Para medir la concentración bancaria de los países analizados se obtuvo la información de las Superintendencias de Banca de cada país; se analizaron los estados financieros de las entidades bancarias, elaborándose cuadros comparativos por países, del año 2005 al año 2009.

El Cuadro 1 muestra el número de bancos y el ratio HHI por país. En base a los estándares del Departamento de Justicia y la Reserva Federal de los Estados Unidos de América para evaluar el grado de concentración de mercado, el Perú es el único de los países analizados que tiene un alto nivel de concentración bancaria, HHI superior a 1,800, mientras el resto de países se encuentra en una zona de mediana o baja concentración.

Otro de los indicadores utilizados para medir la concentración bancaria, en función al número de bancos, es el Índice de Entropía y Entropía Relativa. Este índice es poco exacto para hacer comparaciones entre países; sin embargo, sirve para ver la evolución de cada país. Así, se observa principalmente que los países mantienen sus niveles de concentración en el período de análisis. Sin embargo, en



Cuadro 1: Cantidad de bancos y HHI por país.

Año	2005		2006		2007		2008		2009	
	N ° Bancos	HHI	N ° Bancos	HHI	N ° Bancos	HHI	N ° Bancos	HHI	N ° Bancos	HHI
Brasil	159	707	157	725	155	711	156	778	157	1000
Venezuela	48	740	54	691	55	632	59	637	51	637
Colombia	21	877	17	968	16	1076	18	1074	18	1052
Chile	20	1441	24	1290	26	1202	30	1159	31	1168
Argentina	n.d	n.d	90	828	85	826	85	878	83	920
Perú	12	2268	11	2268	13	2284	16	2145	15	2145
Ecuador	25	1214	24	1214	24	1251	25	1294	25	1313

el caso de Brasil se observa que ha aumentado su concentración relativa en casi 7%. Este hecho también se confirma al ver el índice HHI, siendo Brasil el país que más concentró el sector en el período de análisis (el índice aumentó 41.4%). El Cuadro 2 muestra el Índice de Entropía y Entropía relativa.

Cuadro 2: Índice de Entropía y Entropía Relativa (ER).

Año	2005		2006		2007		2008		2009	
	Entrop.	E.R	Entrop.	E.R	Entrop.	E.R	Entrop.	E.R	Entrop.	E.R
Brasil	3.29	0.65	3.2	0.63	3.2	0.63	3.11	0.62	2.91	0.58
Venezuela	2.99	0.77	2.06	0.77	3.14	0.78	3.16	0.78	3.05	0.77
Colombia	2.71	0.89	2.56	0.9	2.45	0.89	2.47	0.85	2.47	0.86
Chile	2.2	0.73	2.32	0.73	2.4	0.74	2.35	0.69	2.35	0.68
Argentina	n.d	n.d	3.14	0.7	3.12	0.7	3.1	0.7	3.04	0.69
Perú	1.81	0.73	1.75	0.73	1.78	0.69	1.87	0.67	1.87	0.69
Ecuador	2.49	0.77	2.46	0.77	2.44	0.77	2.43	0.75	2.41	0.75

En el Cuadro 3 se muestra los índices IC1e IC3 para los países analizados. En dichos países resaltan Perú, Ecuador y Argentina con los mayores ratios de IC1 y Perú, Ecuador y Chile con más elevado IC3 a lo largo de los años.

Al analizar en conjunto los indicadores de concentración bancaria se puede observar que Perú es uno de los países que mayores índices de concentración tiene, teniendo los valores más próximos a los niveles de monopolio en dos de los tres indicadores.

Cuadro 3: Índice IC1 e IC3.

Año	2005		2006		2007		2008		2009	
Indicador	IC1	IC3	IC1	IC3	IC1	IC3	IC1	IC3	IC1	IC3
Brasil	0.16	0.39	0.15	0.38	0.13	0.37	0.15	0.41	0.18	0.48
Venezuela	0.13	0.37	0.13	0.36	0.13	0.34	0.13	0.34	0.13	0.34
Colombia	0.2	0.38	0.19	0.41	0.21	0.47	0.21	0.46	0.2	0.47
Chile	0.2	0.62	0.19	0.62	0.21	0.62	0.19	0.5	0.16	0.51
Argentina	n.d	n.d	0.22	0.4	0.22	0.38	0.24	0.39	0.25	0.4
Perú	0.34	0.75	0.36	0.77	0.36	0.76	0.35	0.76	0.32	0.72
Ecuador	0.24	0.49	0.25	0.51	0.26	0.51	0.27	0.51	0.27	0.52

### 3.3. Análisis de las tasas

El análisis de tasas tiene como objetivo el establecer la existencia de diferencias entre las tasas del mercado de capitales y las del mercado cambiario para apreciar el efecto de la concentración bancaria y la influencia en el manejo de tasas ofrecidas a empresas con clasificación AA+ o superior y con capitalización bursátil. Para realizar este análisis se ha tomado como base de datos emisiones del año 2009. Se han considerado algunas variables para la elección de los casos de estudio:

- Similar moneda de emisión.
- Desembolso con plazo máximo 6 meses de diferencia entre los préstamos y la emisión del bono.
- Duración similar de la deuda (máximo 2 años de diferencia entre el préstamo y el bono).

Existen dificultades para hallar casos que cumplan con las restricciones mencionadas, sin embargo, se han encontrado algunos casos que cumplen las condiciones citadas líneas arriba y a continuación presentamos.

*3.3.1. Caso Brasil* En el 2009 Standard & Poors, otorgó una calificación de BBB- a Brasil, situándola como una economía con grado de inversión. Se buscó entre las 19 empresas con calificación AA+ o superior las que cumplieran con las

características declaradas en nuestro análisis<sup>2</sup> y se determinó que existían 5 empresas que cumplieron con dichos requisitos.

Los estados financieros con los cuales se trabajó fueron obtenidos de la “Comissão de Valores Mobiliários” de Brasil<sup>3</sup> (DFP - Demonstrações Financeiras Padronizadas ó Estados Financieros Auditados). Los resultados obtenidos son mostrados en el Cuadro 4<sup>4</sup>.

Cuadro 4: Comparación de tasas de bonos vs. préstamos en empresas brasileñas.

Empresa	Tipo de Instrumento	Fecha de Emisión	Monto MM	Moneda	Plazo (años)	Tasa (*)	Spread
Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais	Bonos	28/12/2008	\$ 600	Reales	12	CDI +0.5%	
	Préstamo	01/12/2008	\$ 30	Reales	2	CDI+1.26%	0.76%
Telemar Norte Leste S/A	Bonos	01/05/2009	\$ 1,607	Reales	3	12.19%	-
	Préstamo	01/02/2009	\$ 370	Reales	10	10.00%	2.19%
	Bonos	09/12/2009	\$ 3,500	Reales	5	CDI+4%	-
	Préstamo	01/12/2008	\$ 2,000	Reales	1	CDI+3%	1.00%
Petrobras SA	Bonos	15/10/2009	\$ 2,500	USD	10	5.75%	-
	Préstamo	15/12/2009	\$ 3,000	USD	10	3.81%	1.95%
Vale SA	Bonos	30/09/2009	\$ 1,000	USD	10	5.69%	
	Préstamos varios USD	-	\$ 17,561	USD	10 (**)	6.38%	0.69%

(\*) La tasa CDI es la tasa de depósito interbancario.

(\*\*) Hasta 10 años.

Se observa que en Brasil resultados mixtos: existen bonos colocados a mejor tasa de que préstamos (algo considerado normal) y bonos colocados a mayor tasa que préstamos. Revisando los indicadores de concentración bancaria, se observa que Brasil tiene un constante aumento del índice Herfindahl durante el período de estudio llegando a la categoría de mediana concentración bancaria en el 2009. Sin embargo, al observar el índice de entropía relativa, se observa que Brasil sería el más concentrado en relación a la cantidad de bancos que posee (en el 2009,

<sup>2</sup> Información obtenida de Fitch Ratings <http://www.fitchratings.com.br/> y Moody's <http://www.moody.com.br>.

<sup>3</sup> En internet : [www.cmv.gov.br](http://www.cmv.gov.br). Para la revisión de la información trimestral (ITR) y auditada anual (DFP) debe descargarse en aplicativo “Sistema de Divulgação Externa” – DIVEXT.

<sup>4</sup> La tasa CDI es publicada diariamente en [www.cetip.com.br](http://www.cetip.com.br).

el índice muestra un valor de 58 %). Se observa que existe una distorsión en los índices de concentración (a comparación de los otros países estudiados en que se observa la misma tendencia de concentración para todos los índices), producto de la gran cantidad de bancos en Brasil (entre 155 y 159 durante el período de estudio; mientras que otros países como Perú y Colombia cuentan con 13 y 18 bancos en promedio).

*3.3.2. Caso Argentina* Standard & Poors, calificó a Argentina al cierre del año 2009 con un B-, lo que la identifica como una economía fronteriza. En el mercado de capitales Argentino, para el año 2009 se emitieron obligaciones negociables por U\$S 568 millones (no se considera emisiones de empresas financieras y bancos). Dentro del análisis realizado se observó que solamente una empresa cumplía con el requisito de tener una calificación AAA (YPF S.A.).

Para este mercado la información no se encuentra disponible de la manera detallada necesaria para realizar un análisis similar al realizado en otros países, es por ello que en el cuadro que se muestra a continuación, para la empresa YPF S.A. se observa el rango de las tasas de préstamos a largo plazo<sup>5</sup>, para tener una aproximación del mercado financiero argentino versus el mercado de capitales, como se puede observar en el Cuadro 5.

Cuadro 5: Comparación de tasas de bonos vs. préstamos en empresa argentina.

Empresa	Tipo de Instrumento	Fecha de Emisión	Monto MM	Moneda	Plazo (años)	Tasa (*)
YPF S.A	Bono Corporativo	28/09/2009	\$ 205	Pesos	2	13.0 %
	Varios Préstamos	-	-	-	01 a 02	3.38 %-
	Largo Plazo	-	-	-		17.05 %

Al ser Argentina un país en el cual la concentración bancaria es baja se estaría dando el caso de que el sistema financiero bancario no afectaría las tasas de las emisiones de bonos en el mercado de capitales, ya que si comparamos las tasas

<sup>5</sup> No se cuenta con información detallada sobre los préstamos.

de préstamos de 17.05% contra la tasa de 13% de emisión del bono se estaría cumpliendo la premisa inicial.

*3.3.3. Caso Chile* Chile es uno de los 4 países que ostenta grado de inversión en Latinoamérica, Standard & Poors, clasificó a Chile en el año 2009 con A+, debido a su sólido marco institucional y de políticas públicas que le dan un fuerte escudo frente al impacto de la crisis financiera global, en ese año en el mercado de capitales Chileno, se emitieron bonos de 14 empresas con calificación AAA/AA+ según la Clasificadora de Riesgo Feller Rate.

En el Cuadro 6 se muestran las cifras de la única empresa que muestra información pública relevante para el análisis con sus respectivas tasas para el año 2008, ya que para el año 2009, no se encontró una situación similar (bonos vs Préstamos largo plazo).

Cuadro 6: Comparación de tasas de bonos vs. préstamos en empresas chilenas.

Empresa	Tipo de Instrumento	Fecha de Emisión	Monto Miles	Moneda	Plazo (años)	Tasa (*)	Spread
CGE	Bonos	11/08/2008	\$ 40,724,389	UF	5	3.750%	<b>0.38%</b>
	Préstamo	2008	\$ 14,301,714	UF	2	4.130%	

Al analizar conjuntamente los indicadores de concentración bancaria, se observa que Chile es un país con mediana concentración bancaria, lo cual unido al spread positivo que se obtiene entre las tasas del préstamo y de la emisión del bono, se refuerza la hipótesis planteada.

*3.3.4. Caso Colombia* Standard & Poors, clasificó a Colombia al cierre del año 2009 con un BB+, durante ese año en el mercado de capitales Colombiano se emitieron 37 bonos de empresas<sup>6</sup> con calificación AAA/AA+, de los cuales solos dos empresas tenían deuda bancaria con similares características a la obtenida en el mercado de capitales.

<sup>6</sup> Las empresas extraídas para la investigación fueron tomadas de la página de la Bolsa de Valores de Colombia ([www.bvc.com.co](http://www.bvc.com.co)).

En el Cuadro 7 se observa que las tasas brindadas por el mercado de capitales son menores a las del sistema financiero, variando los spreads en un rango de 2.70 y 5.01 %, ello va en línea con los resultados previstos al observar los indicadores de concentración bancaria, según el HHI durante los años 2005 y 2006 en Colombia existieron bajos niveles de concentración bancaria y para el resto del periodo en análisis existieron medianos niveles, pero en niveles muy cercano al límite inferior del rango establecido para cada categoría por el Departamento de Justicia y la Reserva Federal de Estados Unidos.

Cuadro 7: Comparación de tasas de bonos vs. préstamos en empresas colombianas.

Empresa	Tipo de Instrumento	Fecha de Emisión	Monto MM	Moneda	Plazo (años)	Tasa (*)	Spread
<b>Empresas Públicas de Medellín</b>	Bonos	22/01/2009	\$ 36,700	Pesos	3	DTF + 1.49 T.A	<b>5.01%</b>
	Leasing y préstamos	01/01/2010	\$ 83,531	Pesos	3	DTF + 3% A 6.5%	
	Bonos	22/01/2009	\$ 138,600	Pesos	10	IPC + 5.8% E.A	<b>2.70%</b>
	Leasing y préstamos	01/01/2010	\$ 83,531	Pesos	3	IPC + 8.5% E.A	
<b>Aerovías del Continente Americano</b>	Bonos ordinarios	25/08/2009	\$ 75,000	Pesos	5	IPC + 5.5%	<b>2.50%</b>
	Pagarés	01/12/2008	\$ 37,681	Pesos	4	IPC + 8%	

3.3.5. *Caso Perú* Al cierre del año 2009 Standard & Poors concedió a Perú una clasificación de grado de inversión de deuda soberana de largo plazo en moneda extranjera de BBB-, en ese año 13 empresas con calificación AA+ / AAA que emitieron distintos tipos de bonos, de las cuales se analizó cuatro de ellas: Cementos Lima S.A., Telefónica del Perú S.A.A., Enersur y Telefónica Móviles S.A, por cumplir con todos los criterios de selección. Es importante señalar que no se consideró a los distintos bancos emisores y sociedades tituladoras, como: El Banco de Crédito de Perú, Scotiabank, Creditítulos, Sociedad tituladora, debido a que estos cuentan con tasas interbancarias preferenciales.

En el Cuadro 8 se muestra la información relevante para las empresas analizadas.

Cuadro 8: Comparación de tasas de bonos vs. préstamos en empresas peruanas.

Empresa	Tipo de Instrumento	Fecha de Emisión	Monto	Moneda	Plazo (años)	Tasa Anual%	Spread
<b>Cementos Lima S.A</b>	Bonos Corporativos	06/05/2009	55,000,000	PEN	3	6.313%	-0.31%
	Préstamo	28/05/2009	150,350,000	PEN	5	6.000%	
<b>Telefónica del Perú S.A.A</b>	Bonos Corporativos	5/06 y 16/06/2009	35,300,000	PEN	4	6.137%	-0.84%
	Leaseback	01/07/2009	35,131,000	PEN	3	5.300%	
<b>Telefónica Móviles S.A</b>	Bonos Corporativos	22/01/2009	23,130,000	PEN	4	8.188%	-1.09%
	Leasing	01/04/2009	39,284,000	PEN	3	7.100%	
<b>EnerSur</b>	Bonos Corporativos	26/06/2009	15,000,000	USD	7	6.500%	-5.13%
	Leasing (Libor 3 meses)	23/12/2009	10,945,000	USD	5	1.373%	

Se puede apreciar, en términos generales, que en las cuatro empresas investigadas, se observa un spread en las tasas, relativamente similar que fluctúa entre -5.127% y -0.313%, siendo el promedio -1.841%. Este spread negativo puede generar que no se opte por la decisión de ingresar en el mercado de capitales, dado su menor costo, por la complejidad de todo el proceso de estructuración y la falta de cultura financiera en este campo, como alternativa de financiamiento.

Además, el proceso de emisión de bonos involucra costos de emisión, que para el caso Peruano varían de 0.7% a 1% del monto a emitirse, más gastos adicionales como los relacionados a la Superintendencia Nacional de Valores (SNV) y Bolsa de Valores de Lima que representan aproximadamente 0.00125% del monto emitido. Esto hace que no muchas empresas decidan entrar el mercado de capitales por las gestiones que involucran, el tiempo que demanda, el poco conocimiento y manejo del mercado en adición a los costos financieros. Así, el caso peruano, mostraría tasas similares de préstamos y bonos para este tipo de empresas lo cual no hace atractivo para las empresas AA+ o superiores a optar por su inmersión en el mercado de capitales, salvo que éstas busquen financiamientos de más amplios plazos como prioridad sobre las tasas.

3.3.6. *Ecuador* La clasificadora Standard & Poors el 17 de junio del 2009<sup>7</sup>, clasificó a Ecuador con CCC+, en ese año 31 empresas<sup>8</sup> emitieron bonos con clasificación AAA/AA+, pero el ente regulador de este país no cumple con el rol de informar y publicar información financiera, por ello no fue posible analizar este país.

#### 3.4. *Resumen de Resultados de la Investigación*

Los resultados de la investigación se pueden observar en el Cuadro 9, donde se detallan los resultados obtenidos en los índices de concentración bancaria y en la evaluación de las diferencias de tasas entre el mercado bancario y el mercado de capitales para los países y casos analizados durante el 2009.

Cuadro 9: Concentración bancaria por país, resultado de evaluación de tasas de bonos vs. préstamos a empresas.

País	Índices de concentración bancaria 2009					Casos (*)
	HHI	Entr. rel.	IC1	IC3	Concentración	
<b>Argentina</b>	920	69 %	0.2	0.4	Media	NO
<b>Brasil</b>	1,000	58 %	0.18	0.48	Media	SÍ/NO
<b>Colombia</b>	1,052	86 %	0.2	0.47	Media	NO
<b>Chile</b>	1,168	68 %	0.16	0.51	Media	NO
<b>Perú</b>	2,145	69 %	0.32	0.72	Alta	SÍ

(\*) Tasa de bonos mayor que tasa de préstamos.

La información que muestra el índice HHI nos indica que es Argentina el país que presenta menor concentración, Brasil, Colombia y Chile presentan una concentración media, mientras Perú presenta un índice mayor a 1800, es decir, tiene un mercado bancario es altamente concentrado, esta información se ve reforzada al analizar el IC1 y el IC3.

<sup>7</sup> [http://www.latindadd.org/index.php?option=com\\_content&view=article&id=179-mejora-calificacion-de-riesgo-para-ecuador&catid=38:noticias&Itemid=114](http://www.latindadd.org/index.php?option=com_content&view=article&id=179-mejora-calificacion-de-riesgo-para-ecuador&catid=38:noticias&Itemid=114).

<sup>8</sup> Las empresas extraídas para la investigación fueron tomadas de la página de la Superintendencia de Compañías del Ecuador.



En lo referente a la diferencia entre las tasas de financiamiento de las empresas se encontró que para los casos de Argentina, Colombia y Chile las tasas de financiamiento mediante préstamos bancarios fueron mayores que mediante la emisión de bonos, esto se explicaría debido a que la concentración bancaria en estos países es media-baja. Para el caso de Brasil se encontró una situación mixta, para algunas empresas brasileñas resultó menos costoso financiarse a través de préstamos bancarios que mediante la emisión de bonos, mientras que para otras ocurrió lo contrario; esto se debe a asimetrías con respecto a los demás países analizados (aproximadamente el doble de bancos que el siguiente país en la lista, tendencia a mayor concentración, empresas de mayor tamaño que en los demás países, etc.). Por otro lado se observa que en la alta concentración bancaria en Perú presenta un efecto de tasas de préstamos a mejores condiciones que las tasas de bonos.

De esta manera, podemos observar que existe una relación entre el grado de concentración bancaria y el diferencial de tasas de financiamiento entre el sector bancario y el mercado de capitales. Mientras mayor sea la concentración en un país mayor será el diferencial entre tasas de interés haciendo más atractivas las tasas obtenidas mediante préstamos bancarios.

#### 4. Conclusiones

Del análisis realizado se concluye que:

- a. Existe una relación entre la concentración bancaria y la competitividad del mercado de capitales, respecto al mercado bancario, altas tasas de concentración disminuyen la competitividad del mercado de capitales, existe casos en los cuales el diferencial de tasas es mínimo, por lo que la participación en el mercado de capitales no se justifica por las complejas gestiones de estructuración y los costos involucrados en ella. Estos costos pueden fluctuar entre el 0.5 % y 1 % del total emitido.
- b. La distorsión en las tasas de préstamos bancarios, principalmente en el Perú afecta al mercado de emisión primaria de bonos, al ser un sustituto de

financiamiento con mejores características (para el segmento de empresas AAA y AA+). Esta menor cantidad de emisiones primarias afecta el dinamismo del mercado de capitales y con ello, la liquidez y crecimiento de este mercado.

- c. Un mayor dinamismo de los mercados primarios y secundarios de bonos, implicarían una mejora en las condiciones y en las tasas (menores tasas), y por tanto, otras empresas no necesariamente de clasificación AAA ó AA+, se beneficiarían de una alta demanda de posibles inversionistas generando mejores tasas en este mismo mercado.
- d. Las entidades reguladoras de los mercados financieros de Brasil (Comisión de Valores Mobiliarios - CVM), Perú (Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores - CONASEV) y Colombia (Superintendencia Financiera de Colombia) muestran al mercado información sobre las empresas emisoras de manera transparente, completa y accesible, con respecto a las entidades reguladoras de los demás países analizados. Esto otorga transparencia a los agentes involucrados en el proceso y los mercados en dichos países. En el caso específico de Ecuador no obtuvimos información de las empresas, por lo que no pudimos efectuar un análisis completo.

## Referencias

1. Bain J. (1951): Relation of profit rate to industry concentration: American manufacturing 1936–1940, *The Quarterly Journal of Economics*, 65, 293-324.
2. Baumol, W. (1982): Contestable Markets: An Uprising in the Theory of Industry Structure, *American Economic Review*, American Economic Association, 72, 1-15.
3. Baumol, W, Panzar, J. & Willig, R (1983): Contestable Markets: An Uprising in the Theory of Industry Structure: Reply, *American Economic Review*, American Economic Association, 73, 491-96.
4. Demsetz, Harold, (1973): Industry Structure, Market Rivalry, and Public Policy, *Journal of Law & Economics*, University of Chicago Press, 16, 1-9.
5. Freixas X. & Rochet J (1997): *Microeconomics of Banking*, MIT Press Books, The MIT Press, edition 1, volume 1.

6. Hannan T.(1991): The functional relationship between prices and market concentration: the case of the banking industry, *Finance and Economics Discussion* , Series 169, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).
7. Hannan, T. & Berger A. (1991): The Rigidity of Prices: Evidence from the Banking Industry, *American Economic Review*, American Economic Association, 81, 938-45.
8. Neumark, D. & Sharpe, S.(1992): Market Structure and the Nature of Price Rigidity: Evidence from the Market for Consumer Deposits, *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, 107, 657-80.
9. Neuberger J. & Zimmerman G. (1990): Bank pricing of retail deposit accounts and the California rate mystery, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of San Francisco, 3-16.
10. Sarghini, J. (2000): La transformación del sistema financiero argentino. Concentración bancaria, eficiencia y financiamiento. Ministerio de la provincia de Buenos Aires, República Argentina. *Cuadernos de Economía*, 53.
11. Tirole J. (1988): *The Theory of Industrial Organization*. The MIT Press, Cambridge, MA.