

LAS POSIBILIDADES DEL LEASING PARA COLOMBIA

(Informe final)

**FEDESARROLLO
Sandra Zuluaga
Eduardo Lora**

Bogotá, diciembre de 1992

LAS POSIBILIDADES DEL LEASING PARA COLOMBIA

(Informe final)

FEDESARROLLO
Sandra Zuluaga
Eduardo Lora

Bogotá, diciembre de 1992

CONTENIDO

I.	LA EXPERIENCIA MUNDIAL DEL SECTOR DE LEASING	1
A.	Aspectos generales del leasing	2
1.	Definición	2
2.	La controversia generada alrededor del contrato de leasing	4
3.	Pros y contras del leasing como mecanismo de financiación	7
B.	El leasing en distintos países	12
1.	Principales características del leasing en distintos países	13
2.	Desempeño reciente del leasing a nivel mundial	14
3.	El tamaño del leasing en distintos países	16
a.	Actividades y sectores económicos financiados a través de leasing.	18
C.	Conclusiones	20
II.	ESTRUCTURA Y DESEMPEÑO DEL LEASING EN COLOMBIA	22
A.	Surgimiento del leasing en Colombia	23
B.	Aspectos legales	25
C.	El leasing como negocio financiero en Colombia	30
1.	Desempeño y tamaño del leasing 1975-1991	30

2.	El leasing como alternativa de financiación frente al crédito	33
a.	Efecto sobre la rentabilidad de la compañía de leasing	44
III.	INTERRELACIONES ENTRE EL LEASING Y EL RESTO DE LA ECONOMIA	48
A.	Contribución del leasing a la generación de inversión	49
B.	La financiación a través de leasing a los distintos sectores económicos	53
C.	El futuro del leasing en Colombia	55
1.	Tendencias de crecimiento de la economía y del sector de leasing	55
a.	Escenario 1	56
b.	Escenario 2	60
c.	Escenario 3	64
d.	Escenario 4	66
e.	Escenario 5	69

LAS POSIBILIDADES DEL LEASING PARA COLOMBIA

FEDESARROLLO
Sandra Zuluaga
Eduardo Lora

I. LA EXPERIENCIA MUNDIAL DEL SECTOR DE LEASING

En esta parte del estudio se presenta para varios países, la organización institucional, las formas de desarrollo, los sectores económicos y tipos de inversión financiados a través del mecanismo de leasing. El objetivo de este análisis comparativo es poder determinar el tamaño y las condiciones de éxito de esta actividad, tanto en países desarrollados como en países en desarrollo, con el fin de establecer el potencial de este sector para el país.

En la primera sección, de una parte, se define la actividad de leasing, por otra parte, se resumen los principales puntos de la discusión que el leasing ha generado a nivel mundial desde su aparición como instrumento financiero, por las características legales y económicas del contrato. Finalmente, se presentan los pros y contras que tiene el leasing como mecanismo de financiación.

La segunda sección esta dedicada a comparar el tamaño relativo del sector en distintos países, analizando los principales rasgos de desempeño en cada país.

A. Aspectos generales del leasing

1. Definición

En una operación de leasing intervienen: un proveedor, una compañía de leasing y un usuario del bien objeto de arriendo. Consiste, como su nombre lo indica, en el arriendo de un bien de capital otorgado a una persona natural o jurídica por parte de una compañía de leasing que previamente ha adquirido el bien, de acuerdo a las especificaciones dadas por el usuario. Este último, tiene derecho a una opción de adquisición sobre el bien objeto de leasing, a un precio que tiene en cuenta el monto de los canones de arrendamiento pagados, lo que se conoce como valor residual.

Existe una gran variedad de operaciones de leasing que modifican o añaden nuevos elementos a este contrato básico. Sin embargo, se puede decir que hay dos tipos generales de leasing, el operativo y el financiero, y que las demás modalidades se relacionan con servicios adicionales prestados por la compañía de leasing, con el tipo de bien que arrienda, con el destino de la operación o con la forma en que se financia la operación, entre otros factores.

El leasing operativo se diferencia del financiero en que el usuario no necesariamente tiene que ejercer la opción de adquisición, además durante el período de contrato éste puede ser revocado y,

por lo general, es de corto plazo respecto a la vida útil del bien. Bajo esta modalidad la compañía de leasing presta el servicio de mantenimiento del bien y corre con el riesgo de obsolescencia, por lo cual normalmente es desarrollado por comercializadoras de equipos específicos o por empresas productoras de éstos, que conocen muy bien el mercado secundario de su respectivo bien, por ejemplo empresas de computadores.

El Cuadro 1 resume los principales tipos de leasing. Dentro de estos se destacan por su carácter innovador como mecanismos de financiación: el lease-back y el leasing apalancado (traducción de leveraged leasing). En el primero, la compañía de leasing adquiere un activo fijo del cliente, el cual simultáneamente se le arrienda, con lo cual el usuario está incrementando su capital de trabajo, obtiene liquidez y disminuye su carga tributaria, como se verá más adelante. El segundo, se refiere a una operación en la que varios agentes se reúnen para comprar un bien de capital que será arrendado y financian parte del valor de adquisición usando el contrato de leasing como garantía del préstamo. Este tipo de negocios se hace con bienes de un valor alto como aviones y ha sido muy desarrollado en Japón, Europa y Estados Unidos desde 1985.

Así mismo, se destaca el leasing internacional por el dinamismo que le da al comercio internacional de maquinaria y equipo, lo que puede beneficiar ampliamente a los países en desarrollo.

Cuadro 1
PRINCIPALES TIPOS DE LEASING

NOMBRE	CARACTERISTICAS
1. Leasing operativo	Se realiza para plazos cortos. La compañía de leasing se hace cargo del mantenimiento del equipo. El contrato es revocable, por lo cual la compañía de leasing corre con el riesgo de obsolescencia del equipo.
2. Leasing Financiero	Es un contrato de largo plazo, respecto a la vida útil del bien. La compañía de leasing le arrienda el equipo a un usuario que previamente lo ha solicitado a un proveedor. A cambio el usuario paga unos canones y al final del contrato puede quedarse con el bien, ejerciendo una opción de adquisición por un valor residual. El usuario se encarga del mantenimiento, los seguros y demás riesgos asociados con la propiedad del bien.
2.1 Lease-back	En este contrato la compañía de leasing le compra un activo fijo al cliente para arrendárselo posteriormente.
2.2 Leasing inmobiliario	Cuando los bienes objeto de arriendo son bienes raíces para uso profesional. Es irrevocable.
2.3 Leasing Internacional	También se llama Cross-Border leasing. En esta operación el arrendador y el arrendatario son residentes de distintos países.
- Leasing de exportación	En esta operación una compañía de leasing residente financia la exportación de bienes producidos en el país a través de un contrato de leasing con un usuario no residente.
- Leasing de importación	En esta operación un importador residente utiliza los servicios de una compañía de leasing no residente para financiar su compra.
2.4 Leasing apalancado	En esta operación intervienen otras agentes que prestan un porcentaje del valor de adquisición del equipo a la compañía de leasing y ésta, a su vez, les da el contrato de leasing como garantía.

El leasing internacional o cross-border leasing, se caracteriza por que la compañía y el usuario son residentes de distintos países (Cuadro 1). En el caso del leasing de exportación, la compañía de leasing residente financia la exportación de bienes producidos en el país, a través de un contrato de leasing con un usuario no residente.

De la misma forma, en el leasing de importación el importador residente financia la compra del bien a través de una compañía de leasing no residente. En particular, esta última modalidad es un instrumento ideal para el logro de la reconversión industrial en Colombia.

2. La controversia generada alrededor del contrato de leasing

Desde la aparición del leasing como instrumento financiero se ha generado una controversia permanente en todos los países del mundo sobre dos aspectos que están relacionados: la naturaleza jurídica del contrato y el manejo contable. En cuanto al primer aspecto, casi la totalidad de los países desarrollados han incorporado esta operación dentro de sus ordenamientos legales dándole un carácter específico. En el caso de Colombia, y de toda Latinoamérica, el leasing es un contrato atípico. Sin embargo, dentro del contexto jurídico está permitido y en la práctica se considera un contrato de arrendamiento con opción de adquisición.

El hecho de que se afirme que en Latinoamérica no existe una ley expresa sobre leasing no quiere decir que ésta deba ser una actividad altamente regulada, más bien esta afirmación está orientada a hacer manifiesta la necesidad de un ordenamiento legal y contable uniforme entre los distintos países, como uno de los elementos fundamentales para el desarrollo del leasing internacional, en particular.

En cuanto al manejo contable, estrechamente relacionado con el aspecto legal, la controversia se origina en la propiedad del activo arrendado. Como se verá más adelante, este es un aspecto fundamental del leasing porque de él se derivan muchas de las ventajas tributarias que lo hacen atractivo frente a otras alternativas de financiación.

La propiedad del activo arrendado se puede ver desde dos puntos de vista: el legal y el económico¹. En la mayoría de países europeos, en Latinoamérica y Japón, solo existe un tipo de propiedad, que está dada por el título legal de propiedad y que otorga al propietario un absoluto control sobre el activo. Bajo este esquema la propiedad legal del activo financiado determina si éste aparece o no en el estado financiero de la compañía de leasing o del

¹ Un análisis de este aspecto puede verse en Soley S., J. (1992). "The capitalisation debate: an industry update". World Leasing Yearbook. EUROMONEY.

usuario y por tanto, quién es el que amortiza el bien para fines tributarios.

En contraste, en Estados Unidos y en el Reino Unido, donde se busca que los estados financieros reflejen lo más fielmente posible la información adecuada para tomar decisiones de inversión, se toma como punto de referencia la propiedad económica del activo, por lo cual éste es propiedad del usuario y no de la compañía de leasing. Este manejo contable obedece a la concepción de que el leasing financiero transfiere todos los beneficios y riesgos al usuario y, por tanto, debe contabilizarse en su balance como adquisición de un activo mientras en el balance de la compañía de leasing se debe registrar como una venta o la concesión de un préstamo².

En 1988 este manejo contable fue formalizado por el International Accounting Standards Committee (IASC) en una proposición conocida como IASC 17. Los países europeos, desde 1983, fijaron su posición respecto a que la propiedad de los activos está en la compañía de leasing, en la "Declaración de Sevilla". Así mismo, las compañías

² Esta norma fue establecida por el International Accounting Standards Committee y es aplicada plenamente en el Reino Unido y Estados Unidos. Se basa en el hecho de que "las transacciones y otros eventos deben contabilizarse y presentarse de acuerdo con lo que corresponda a su sustancia y realidad financiera y no simplemente a su forma legal". Para una presentación más detallada véase Cifuentes, E.(1988). El leasing y su incorporación al derecho colombiano. TEMIS.

de leasing de Japón objetaron la propuesta de IASC 17 en la "Declaración de Singapur" en 1990.

Colombia, igual que los demás países latinoamericanos, comparte la posición de europeos y japoneses. La propiedad del bien está en cabeza de la compañía de leasing, mientras el usuario registra un gasto por pago de canones y el activo arrendado aparece en el balance en cuentas de orden.

3. Pros y contras del leasing como mecanismo de financiación

El leasing es un mecanismo de financiación que se sitúa en un segmento especializado del sistema financiero. Por lo general, opera en un ámbito de amplio conocimiento de la tecnología y los equipos que financia.

Desde el punto de vista de la compañía de leasing como intermediario financiero, además de la especialización, el leasing tiene ciertas características que lo hacen más eficiente y menos costoso, en términos de riesgo, frente a otras formas de financiación como el crédito.

Una de estas características es la garantía con que opera. En la mayoría de países la compañía de leasing conserva la propiedad del activo arrendado, con lo cual la garantía real es menos deficiente

que las garantías comúnmente usadas, tales como la hipoteca y la prenda³. Esto, a su vez, hace menos costoso el proceso de selección del cliente.

Así mismo, el leasing permite una estandarización del proceso de asignación de financiación al poder prestar pequeñas sumas de dinero sin incurrir en altos costos administrativos.

Desde el punto de vista del usuario, el leasing es un mecanismo de financiación de mediano y largo plazo para las empresas pequeñas que no tienen las garantías adecuadas para acceder a otro tipo de créditos. En relación con el tamaño de las empresas que pueden hacer uso de este servicio financiero, es importante tener en cuenta que en Colombia se le da al cliente la flexibilidad de elegir diferentes fórmulas de pago de acuerdo a sus disponibilidades.

Además de obviar el problema de la garantía, el leasing disminuye el riesgo de obsolescencia para el usuario aunque éste tiene que correr con los gastos de aseguramiento y en algunos casos de mantenimiento del bien. En particular, en el leasing operativo este riesgo se elimina totalmente debido a que el usuario puede devolver

³ Un análisis de este punto puede verse en CEPAL, (1991), "El leasing como instrumento para facilitar el financiamiento de la inversión en la pequeña y mediana empresa de América Latina". Documento No 7.

el bien objeto de leasing. En el leasing financiero, el riesgo de obsolescencia no se elimina totalmente pero es considerablemente menor que cuando se adquiere el bien de otra forma, debido a que el usuario tiene la alternativa de: ejercer la opción de adquisición, renovar el leasing por otro bien a un menor canon, en algunos casos devolverlo o, finalmente, acordar con la compañía de leasing que ésta venda el bien, con un margen para el usuario.

En un mercado de cambio tecnológico acelerado, los usuarios necesitan la flexibilidad necesaria para poder renovar sus equipos al mismo ritmo que las innovaciones se incorporan a los nuevos modelos. Si este cambio se da anualmente, cuando se termina de pagar el crédito con que se adquirió el equipo éste último ya está obsoleto. En este caso el usuario ha corrido con el riesgo de obsolescencia del equipo.

Las alternativas que el leasing brinda al usuario en términos de poder utilizar el bien y luego devolverlo a la compañía de leasing o renovar el contrato por un equipo más moderno, hacen que prácticamente se le transfiera a ésta el riesgo de obsolescencia del equipo⁴. Esta característica es fundamental para un proceso de

⁴ Obviamente hay que tener en cuenta que la compañía arrendadora cobra al usuario al menos una parte de lo que le cuesta a ella asumir el riesgo de obsolescencia del equipo, pero si tiene bien desarrollado el mercado secundario de estos bienes el costo que le transfiere al usuario será menor.

reconversión industrial como el que debe emprender Colombia en el contexto de la apertura comercial. El leasing facilita la incorporación del cambio tecnológico del resto del mundo al país, a través de la financiación de la importación de maquinaria y equipo.

En el aspecto financiero el usuario, y en particular la pequeña y mediana empresa, reciben diferentes beneficios. En primer lugar, la obtención de un 100% de financiación para la compra de bienes de inversión. En segundo lugar, aumenta su capacidad de endeudamiento ya que en la mayor parte de países el activo no se contabiliza dentro del balance del usuario. En tercer lugar, es un mecanismo flexible que se adecua a las necesidades de inversión de las empresas.

En el aspecto tributario, el leasing proporciona al usuario la posibilidad de usar activos sin incrementar su carga tributaria, en la medida en que el bien no figura dentro de su activo hasta que haga uso de la opción de adquisición. Bajo un sistema de ajustes integrales por inflación para fines contables y fiscales como el que empezó a operar en Colombia en 1992, esto se hace más evidente porque el usuario puede trabajar con el equipo sin tener que ajustar sus activos ni afectar su nivel de endeudamiento.

Adicionalmente, para el usuario los pagos por arriendo son deducibles de impuestos.

Finalmente, como la compañía de leasing se beneficia de las deducciones tributarias por amortización del costo del bien, ésta tiene la opción de trasladar al usuario dicho beneficio a través de cuotas de arrendamiento mas bajas.

Sin embargo, de la comparación del leasing con otras alternativas de financiación surgen algunas desventajas relacionadas, en particular, con su costo.

El costo del leasing está relacionado con la forma como la compañía de leasing obtiene sus fondos. Las compañías de leasing se financian con crédito de otros intermediarios financieros y, en algunos países, pueden captar recursos directamente del público.

En la medida en que las compañías tengan que acudir al mercado de crédito sus costos para el usuario se incrementan. De hecho, el crecimiento de esta actividad en el mundo, e incluso en Colombia, se asocia con la posibilidad de conseguir recursos más baratos a

través de la relación que existe entre la compañía de leasing y un banco o corporación financiera⁵.

Desde el punto de vista del flujo de caja del usuario, el leasing es comparable con el crédito bancario de mediano y largo plazo. Sin embargo, aquí entran a jugar factores como la forma en que se fijan los pagos de arrendamiento, el valor residual y la inflación, entre otros. En la segunda parte este trabajo se presenta un análisis comparativo sobre este punto específico para el caso colombiano.

B. El leasing en distintos países

El leasing surgió en la década de los cincuenta en Estados Unidos. Inicialmente, esta actividad fue realizada por empresas totalmente independientes de los bancos, ya que la legislación financiera no les permitía a estos últimos desarrollar ese tipo de actividad. Solo hasta mediados de los sesenta los bancos pudieron participar en actividades de leasing.

⁵ Echeverry (1990), "Análisis económico del leasing y su evolución en el período 1979-1989". Revista Banca y Finanzas, Asociación Bancaria de Colombia, agosto. En este trabajo se concluye que uno de los factores que determina la competitividad del leasing en Colombia es su vinculación a una corporación financiera que le permita a la compañía tener acceso rápido y relativamente barato a fondos.

En la mayoría de países el leasing se desarrolló en la década de los setenta, aunque en los países latinoamericanos su impulso se registró durante los ochenta. En Japón la industria de leasing es en su mayor parte independiente de los bancos por la regulación a la que estos están sometidos. En contraste, en Europa casi la totalidad de las empresas de leasing pertenecen a bancos y otras instituciones financieras. En Colombia la mayor parte de empresas de leasing y, dentro de estas, las más grandes pertenecen a entidades financieras.

1. Principales características del leasing en distintos países

Como se mencionó en la sección anterior, en la mayoría de países no existe una regulación expresa sobre leasing. El Cuadro 2, muestra las principales características del leasing en algunos países.

De la comparación del leasing en esos países sobresalen tres factores importantes. En primer lugar, el hecho de que en los países comparados, con excepción de Estados Unidos, la propiedad del activo arrendado se mantiene en la empresa de leasing con los beneficios tributarios que esto implica para el usuario.

En segundo lugar, que en estos países, a excepción de Brasil, las compañías de leasing tienen participación de bancos y entidades financieras. Finalmente, aunque esta información no estuvo

Cuadro 2
PRINCIPALES CARACTERISTICAS DEL LEASING EN DISTINTOS PAISES

PAIS	CARACTERISTICAS DEL LEASING	TIPOS DE EMPRESA	PAIS	CARACTERISTICAS DEL LEASING	TIPOS DE EMPRESA
I. ESTADOS UNIDOS	Existe leasing financiero y leasing operativo. Se realiza leasing de equipos de transporte, de comunicaciones y computadores, equipo de minería, automóviles y equipos médicos. Desde mediados de los ochenta hay un gran impulso al leasing de exportación en aviación, líneas férreas, etc. Se considera que el arrendador es un acreedor con garantía y la propiedad del equipo recae en el arrendatario, quien debe registrar el equipo en su balance como un activo.	La mayor parte son filiales de bancos e instituciones financieras, pero también existen independientes.	III. BRASIL	Se realiza leasing de equipos y de inmuebles. La propiedad del activo se mantiene en el arrendador.	Las compañías de leasing son sociedades anónimas, solo en algunos casos se permite esta operación a instituciones financieras. Son reguladas por el Banco Central.
			IV. CHILE	No existe una ley específica sobre leasing. Se realiza para equipos y bienes inmuebles. La propiedad del activo se mantiene en el arrendador.	Son filiales de bancos. Pueden emitir bonos que adquieren las administradoras de fondos de pensiones.
			V. VENEZUELA	Se realiza para bienes muebles e inmuebles y se considera que la propiedad del activo arrendado se mantiene en el arrendador	Son filiales de bancos. Están reguladas por la Superintendencia de bancos. Pueden emitir certificados de ahorro con plazo mínimo de 30 días, bonos quirografarios con plazo mínimo de 180 días y pueden contraer obligaciones directas con el público a través de contratos.
II. FRANCIA	Existe una regulación legal sobre leasing, pero no hay unanimidad sobre la naturaleza jurídica de la operación. Las regulaciones son distintas de acuerdo al tipo de leasing. -Leasing con opción de compra de equipo para uso profesional, además de bienes de consumo y uso personal. -Leasing con opción de compra de inmuebles para uso profesional -Leasing sin opción de compra. La propiedad del equipo arrendado está en el arrendador.	Solo es realizado por bancos e instituciones financieras. Realizado por empresas inmobiliarias para la industria y el comercio, y por otras para los otros usuarios. No está regulado y puede ser realizado por cualquier tipo de empresa residente o no.	VI. ECUADOR	Se realiza para equipos y se considera que la propiedad del activo arrendado se mantiene en el arrendador.	Filiales de compañías de financiamiento, o con participación de bancos. Están reguladas por la Superintendencia de bancos. Pueden captar fondos, a través de la emisión de bonos y certificados de arrendamiento mercantil (CAM).
			VII. ESPAÑA	Se realiza leasing para bienes muebles e inmuebles. La propiedad del activo se mantiene en el arrendador.	Las empresas de leasing se consideran entidades de crédito y son reguladas por el Banco de España.
			VIII. MEXICO	Se realiza leasing para bienes muebles e inmuebles. La propiedad del activo se mantiene en el arrendador.	Las empresas de leasing son entidades financieras, en su mayor parte ligadas a bancos u otras instituciones financieras. Pueden captar fondos del público, a través de: pagarés con plazos entre 1 y 3 años, obligaciones quirografarias a un plazo no menor de 3 años y bonos.

Fuente: Realizado con base en Cifuentes, E. (1986) y World Leasing Yearbook 1992, EUROMONEY.

disponible para todos los países, se observa que a diferencia de lo que sucede en Colombia, en varios países latinoamericanos las compañías de leasing pueden captar fondos del público.

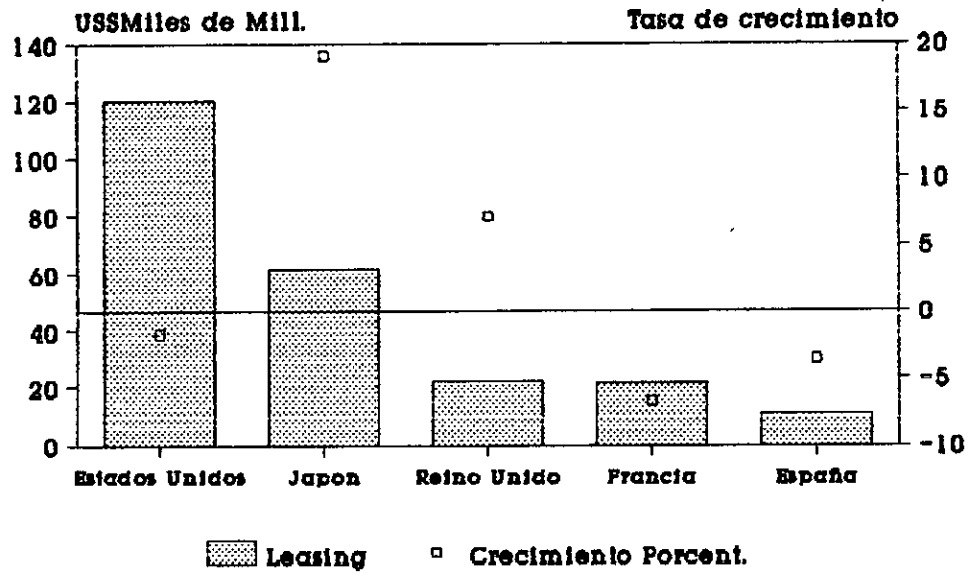
En particular, esto sucede en México, Venezuela, Chile y Ecuador. En México pueden emitir papeles con plazos entre uno y tres años. De las fuentes de recursos de las compañías de leasing mexicanas en 1990 solo el 35% corresponde a crédito bancario doméstico y extranjero⁶. En Venezuela pueden captar a través de certificados de ahorro con plazo mínimo de 30 días y de otros documentos emitidos directamente por la compañía de leasing llamados contratos de préstamo. En el caso de Chile las compañías de leasing emiten bonos que pueden ser adquiridos por las Administradoras de Fondos de Pensiones, mediante una calificación previa de dos firmas calificadoras de riesgo. En Ecuador, por otra parte, las compañías pueden emitir certificados de arrendamiento mercantil (CAM), con plazos de 90 días.

2. Desempeño reciente del leasing a nivel mundial

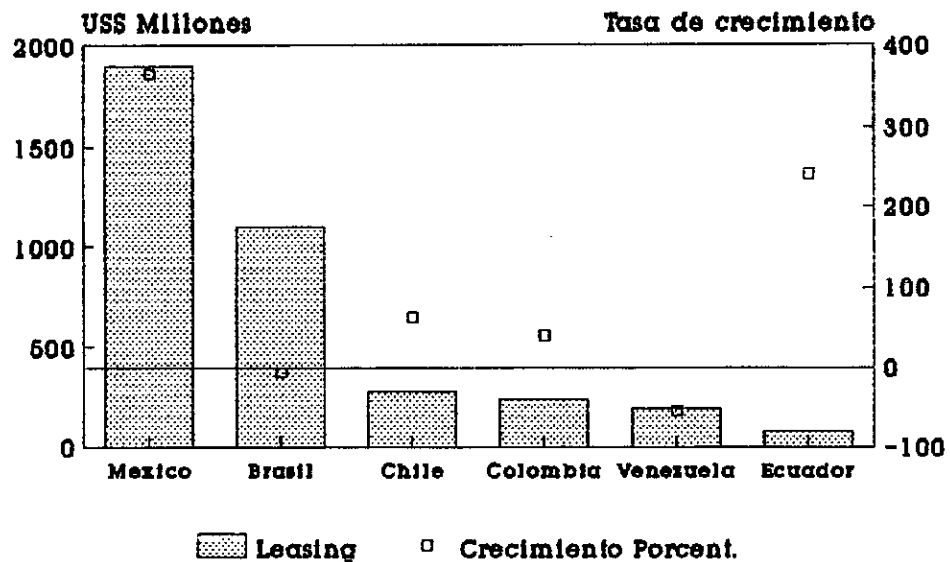
A nivel mundial el crecimiento de la actividad del leasing ha venido presentando una desaceleración durante la década de los

⁶ World Leasing Yearbook 1992.

GRAFICO 1 VOLUMEN DE LEASING 1990



VOLUMEN DE LEASING 1990



Fuente: World Leasing Yearbook 1992

noventa. Mientras entre 1983 y 1988 éste en promedio por año fue del 22.5%, en 1990 la tasa de crecimiento fue de 9.7%.

En particular, se registra un crecimiento más lento en esta actividad para los países desarrollados que contrasta con el dinamismo que se presenta para algunos países en desarrollo.

Como se observa en el Gráfico 1, el país que presenta los mayores volúmenes de leasing es Estados Unidos, como ha sido tradicionalmente, seguido por Japón y el Reino Unido. En cuanto a Latinoamérica sobresale el desarrollo de esta actividad en México y Brasil.

El comportamiento reciente del leasing en Norteamérica se debe al efecto que ha tenido la recesión económica y, en particular, a los requerimientos de capitalización de los bancos. En contraste, la actividad en Europa y Asia continua creciendo y ambas regiones han ganado participación dentro del mercado (Cuadro 3). Para Sur América se espera un mejor desempeño de la actividad en los próximos años, ya que parece superada la pérdida de dinamismo que la actividad registró en países como Venezuela, Brasil y Argentina a finales de los ochenta⁷.

⁷ El volumen de leasing en Sur América había caído en 1989 en 37.5% cifra que contrasta con la caída de 5% registrada en 1990. Véase Porter, D. (1992) "Leasing-fighting for funding in recessionary times", en World

Cuadro 3
VOLUMEN DEL LEASING A NIVEL MUNDIAL 1990

Clasificación por volúmen	Región	Volúmen Anual (US\$ Mill)	Tasa de crecimiento 1989-1990	Porcentaje del mercado mundial por volúmen 1989	Porcentaje del mercado mundial por volúmen 1990
1	Norte América	125,400	-1.0%	41.9%	37.8%
2	Europa	117,900	20.3%	32.4%	35.5%
3	Asia	77,500	18.7%	21.6%	23.4%
4	Australia	5,100	-30.3%	2.4%	1.5%
5	Africa	3,800	27.7%	1.0%	1.2%
6	Sur América	1,900	-5.5%	0.7%	0.6%
	Total	331,600	9.7%	100.0%	100.0%

Fuente: World Leasing Yearbook 1992.

3. El tamaño del leasing en distintos países

Para 1990 en los países europeos los contratos de leasing representan en promedio el 1.77% del PIB⁸. En países como Francia, Reino Unido y España esta participación es cercana o superior al 2% del PIB, al igual que en Estados Unidos (Cuadro 4).

Dentro de los países latinoamericanos que aparecen en el Cuadro 4, sobresalen Chile y México por tener participaciones del leasing en el PIB cercanas al 1%. En Colombia, con base en la información reportada en el World Leasing Yearbook, el leasing es del 0.6% del PIB.

En concordancia, la participación del leasing en la inversión, medida como formación bruta de capital fijo de acuerdo a las cuentas nacionales, está en niveles de 12% y 14% para el Reino Unido y Estados Unidos, respectivamente. Para países latinoamericanos, en particular, Chile, México, Ecuador y Colombia, el leasing cubre entre el 5% y el 3% de la inversión.

Leasing Yearbook 1992.

⁸ Este dato está reportado en la separata de España en el World Leasing Yearbook 1992.

Cuadro 4
 VOLUMEN DE LEASING COMO PORCENTAJE DEL PIB Y DE LA INVERSION 1990
 (US\$ Mill)

PAIS	Leasing/ Porcentaje del PIB	Leasing/ FBKF	M1/PIB	M2/PIB
Reino Unido	2.23%	11.62%	42.26%	105.00%
España	2.20%	8.91%	30.82%	72.82%
Estados Unidos	2.18%	12.81%	15.49%	60.71%
Japón	2.09%	6.50%	30.27%	125.26%
Francia	1.81%	8.50%	27.92%	70.24%
Chile	1.01%	5.17%	4.71%	31.92%
México	0.80%	3.84%	6.77%	23.58%
Ecuador	0.75%	4.30%	9.14%	14.54%
Colombia	0.60%	3.65%	9.34%	26.76%
Venezuela	0.39%	2.77%	11.00%	30.35%
Brasil	0.23%	1.07%	(n.d.)	(n.d.)
Perú	0.09%	0.55%	(n.d.)	(n.d.)

Fuente: - Volúmen de leasing del World Leasing Yearbook 1992.
 - PIB y FBKF tomadas del International Financial Statistics FMI
 ago. 1992. Cuentas 99b y 93e, respectivamente, pasadas a dólares
 con la tasa de cambio promedio rf. M1 y M2, cuentas 34 y 35,
 respectivamente. - PIB y FBKF de México para 1990 tomado del Anuario
 de la CEPAL 1992.

El mayor tamaño relativo del leasing en los países desarrollados respecto a los latinoamericanos y, al interior de estos últimos, de países como Chile y México, está relacionado en parte con el grado de desarrollo de los sistemas financieros.

Este último aspecto puede verse a través de los indicadores de "profundización financiera" $M1/PIB$ y $M2/PIB$ que aparecen en el Cuadro 4. Estos indicadores están midiendo la relación existente entre el valor de las operaciones financieras y el nivel de producto de la economía⁹.

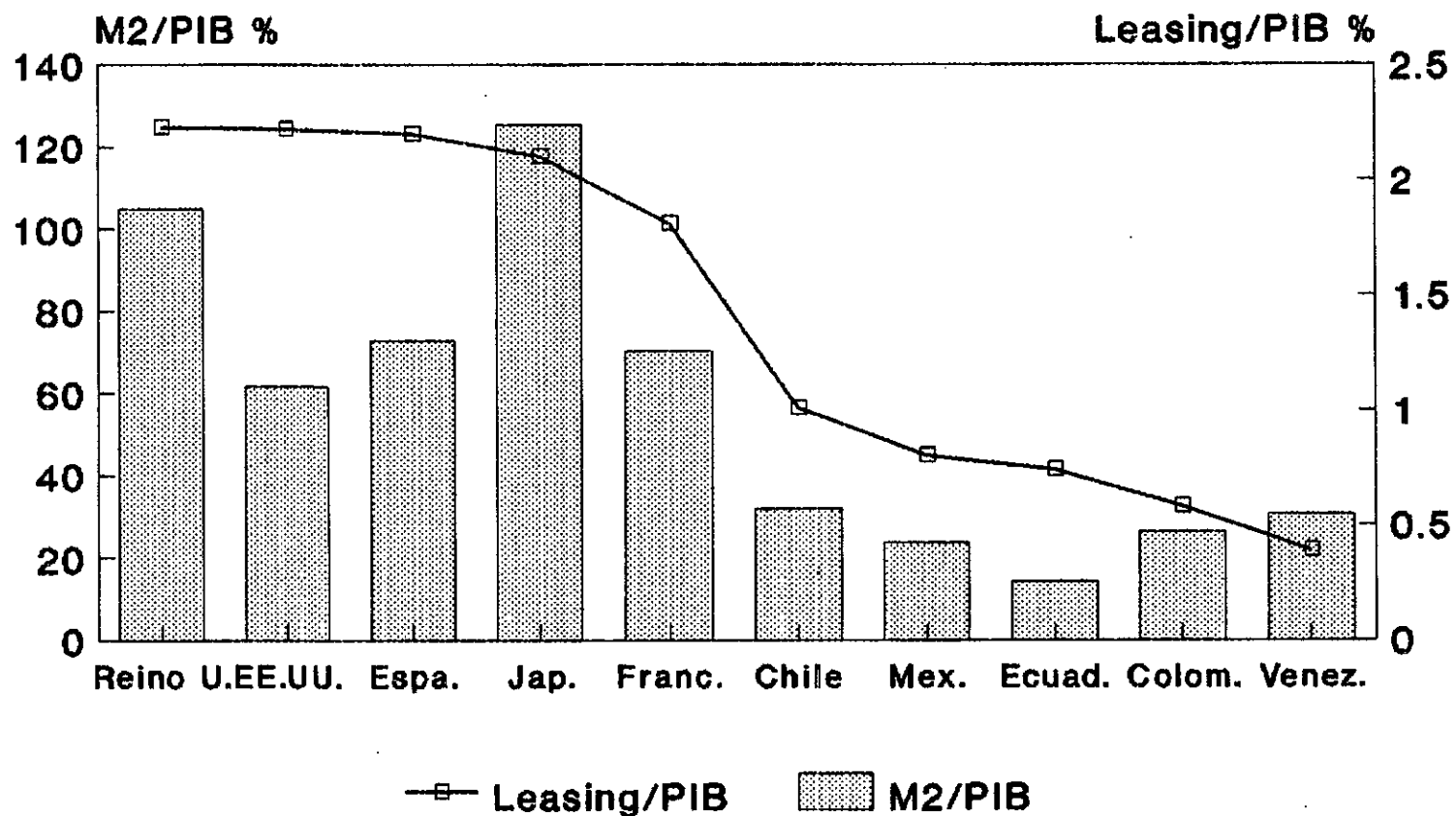
El primero muestra la preferencia por liquidez de los agentes económicos. Por lo cual es evidente que en países con altas tasas de inflación, como los latinoamericanos, esta relación sea bastante baja. Por su parte, el indicador $M2/PIB$ muestra los recursos de ahorro canalizados a través del sistema financiero.

En el Gráfico 2 se compara $M2/PIB$ con el leasing como porcentaje del PIB y se observa que los países que presentan los mayores niveles de leasing tienen una mayor relación de $M2$ a PIB.

⁹ $M1$ se refiere al efectivo en poder del público más los depósitos a la vista y $M2$ a los depósitos a plazo, de ahorro y en divisas, de acuerdo con la metodología de las Estadísticas Monetarias y Financieras del FMI.

GRAFICO 2

LEASING Y DESAROLLO FINANCIERO-1990



Fuente: World Leasing Yearbook, Estadísticas FMI y CEPAL

En países como Reino Unido y Japón M2/PIB supera el 100%. Al igual que en otros países como Estados Unidos, España y Francia en los que esta relación está en niveles superiores al 50%. Como es de esperar, en los países en desarrollo, que presentan un menor nivel de leasing, el indicador M2/PIB no supera el 30%.

El comportamiento de M2/PIB evidencia las restricciones que se dan en el mercado de crédito de los países en desarrollo originadas, de una parte, en el hecho de que las opciones de ahorro que ofrecen sus sistemas financieros son reducidas respecto a las que se presentan en los países desarrollados y, de otra parte, en que estos factores unidos a la inflación hacen que los agentes tengan una preferencia por mantener sus excesos de liquidez en activos como moneda extranjera, entre otros, y no en recursos de ahorro doméstico.

a. Actividades y sectores económicos financiados a través de leasing.

De acuerdo con la información disponible, en algunos países el leasing es utilizado principalmente por el sector de servicios, seguido por la industria manufacturera. Este es el caso de Japón y Brasil. En el primero aproximadamente el 56% del total del leasing está dirigido al sector no manufacturero mientras el sector manufacturero participa con el 37%. En Brasil el leasing es usado

por el sector servicios en un 31%, por el sector comercio en un 19% y por la industria en un 24%.

En cuanto al tipo de activos financiados a través de leasing, a nivel mundial la mayor parte son activos muebles. En los países en desarrollo hay una creciente participación del leasing de computadores y de vehículos y material de transporte. El leasing inmobiliario, por su parte, es bastante importante en los países europeos, particularmente en Francia¹⁰, aunque para la mayor parte de países, incluso algunos en desarrollo, es una baja proporción del leasing respecto al de maquinaria y equipo, como se observa en el Cuadro 5.

En Japón el leasing de equipos de computadores y comunicaciones es el 42% del total y el de maquinaria y equipo es el 44%. Dentro de este último grupo se incluye maquinaria industrial, herramientas, maquinaria de ingeniería civil y construcción y maquinaria para establecimientos comerciales y de servicios.

¹⁰ El leasing inmobiliario en Francia ha tenido tradicionalmente una gran dinámica. Existe una legislación expresa para este tipo de leasing que exige la creación de sociedades inmobiliarias que son las ejecutoras de este tipo de financiación para uso profesional, llamadas SICOMIS (Sociétés immobilière pour le commerce et l'industrie).

Cuadro 5
VOLUMEN DE LEASING POR TIPOS DE BIENES ARRENDADOS 1990

Tipos de Activos	Brasil	Francia	España	Chile	Japón	Colombia
Maquinaria y equipo 1/ Bienes de consumo	35.0%	47.8%	36.7%	33.3%	44.3%	40.3%
Computadores 2/		3.6%	7.4%	21.9%	42.4%	21.4%
Vehículos y material de transporte	43.0%		37.3%	31.9%	5.7%	35.0%
Bienes Raíces	11.0%	30.5%	11.9%	2.5%		1.2%
Otros	11.0%	18.1%	6.7%	10.4%	7.7%	2.1%
	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Nota: Esta es una clasificación general de tipos de bienes a la cual se pudieron adecuar los datos registrados para los diferentes países. 1/ Incluye maquinaria pesada. En el caso de Francia incluye computadores. 2/ En el caso de Chile este porcentaje corresponde a equipo de oficina y computación. Fuente: World Leasing Yearbook 1992.

En Francia, por su parte, aunque el dato de maquinaria y equipo incluye equipos de computación pues no pudo desglosarse, este rubro corresponde al 48% del total de leasing mientras el de bienes raíces es el 30%.

En Brasil más del 40% de los activos arrendados son vehículos y cerca del 35% corresponde a equipos. En Chile, por su parte, el leasing se reparte casi en partes iguales entre maquinaria y equipo, con un 33%, y vehículos, con un 32%, mientras los computadores participan con un 22%.

De forma similar, en España aproximadamente el 36% del total de activos arrendados corresponde a equipo y un 37% a vehículos, seguidos por el arriendo de bienes raíces que es el 12%.

Finalmente, en Colombia el 40% del leasing se destina a maquinaria y equipo, seguido por un 35% que se destina a vehículos y material de transporte, mientras el 21% corresponde a computadores.

C. Conclusiones

El leasing es un mecanismo de financiación ampliamente difundido a nivel mundial. Como es de esperarse, resulta evidente de la comparación de su tamaño en distintos países que éste se relaciona

directamente con el grado de desarrollo de los sistemas financieros.

Su crecimiento ha estado estrechamente relacionado con el costo de los recursos financieros necesarios para su actividad. De ahí, que en la mayoría de países las compañías de leasing forman parte o pertenecen en algún porcentaje a entidades financieras, además de que en algunos, dichas compañías tienen acceso a recursos captados directamente del público.

Desde el punto de vista del usuario de la financiación, el leasing por sus beneficios tributarios permite adquirir activos sin desmejorar la capacidad de endeudamiento y con una menor carga tributaria. En países en donde existen imperfecciones en el mercado de crédito es una solución a los problemas de garantías. Adicionalmente, permite trasladar el riesgo de obsolescencia del usuario a la compañía de leasing.

II. ESTRUCTURA Y DESEMPEÑO DEL LEASING EN COLOMBIA

El objetivo de esta parte del trabajo es establecer las fortalezas y debilidades del leasing en Colombia a través del análisis de su estructura y desempeño. Para esto, se presentan los aspectos básicos que caracterizan esta actividad en el país con el objeto de establecer las principales diferencias que se presentan frente a los patrones internacionales vistos en el capítulo anterior y, con base en ese análisis, se destacan los factores que determinan su competitividad en el mercado financiero doméstico.

En la primera sección, se hace una breve reseña del desarrollo de esta actividad en el país. En la segunda sección se resumen las principales disposiciones legales relacionadas con el leasing, que afectan tanto a las compañías como a los usuarios, y se hace un análisis comparativo de los aspectos relacionados relevantes a nivel internacional.

En la tercera sección se analiza el tamaño del leasing dentro del sistema financiero colombiano y se realiza una breve reseña sobre su desempeño. Finalmente, se identifican los factores que permiten al leasing competir como mecanismo de financiación en el mercado financiero doméstico. En particular, se compara el costo de esta alternativa con el del crédito tradicional y se realizan simulaciones para determinar la sensibilidad del leasing a cambios

en las variables claves tanto para la fijación del canon como a nivel macroeconómico.

A. Surgimiento del leasing en Colombia

En Colombia el leasing surgió a comienzos de la década del setenta, con la creación de la primera compañía de este tipo como filial del City Bank. Durante esa época las compañías de leasing se regían por las disposiciones legales establecidas para las sociedades comerciales y las que se constituían sociedades anónimas estaban sujetas al control y vigilancia de la Superintendencia de Sociedades¹¹.

En 1979, el gobierno autorizó a las corporaciones financieras a invertir en compañías de leasing con lo cual se inició una etapa de amplio crecimiento del sector. Con esta medida se quería que las corporaciones financieras no tuvieran que realizar actividades de esa naturaleza porque esto limitaba el cumplimiento de los objetivos por los que fueron creadas (promover la creación de nuevas empresas industriales)¹².

¹¹ Cámara de Comercio de Bogotá, (1990). El leasing. Revista No 74, marzo.

¹² Aunque esta es la razón que el gobierno tuvo para promover el leasing de acuerdo con la exposición de motivos del decreto 148, es posible que en Colombia el surgimiento de esta actividad se relacione en algunos aspectos con las razones, citadas en distintos trabajos,

De acuerdo con la información de la Superintendencia de Sociedades, entre 1971 y 1979 se constituyeron 9 compañías de leasing. En contraste entre 1980 y 1982 se crearon 88 compañías de leasing, de las cuales 32 tenían como objeto principal el leasing¹³(Anexo 1).

Después de la aplicación de las medidas tomadas por el gobierno para contrarrestar la crisis, el número de compañías de leasing constituidas se redujo sustancialmente. Entre 1983 y 1986 se constituyeron solo 5 compañías. Esto se debió, además de la situación económica del momento y de la misma crisis financiera, a la prohibición que se les impuso en cuanto a la captación de ahorro del público y a la aplicación del IVA al canon de arrendamiento, como se verá en la siguiente sección.

Sin embargo, el número de sociedades de leasing activas se ha mantenido después de 1982 alrededor de 40, con excepción de los

para que el leasing se haya expandido tan rápidamente en Estados Unidos. Entre estas razones, están: la existencia de un mercado de capitales a mediano plazo restringido e inaccesible, una legislación fiscal particularmente rigurosa en materia de amortizaciones y empresas obligadas a una rápida renovación de equipo, entre otras. Véase Coillot, J.(1974) El leasing, ed. Mapfre, Madrid.

¹³ Cuando se presentó la crisis del sector financiero en 1982 existían 97 compañías de leasing. Dentro de este total se incluyen: sociedades activas de leasing como objeto principal, sociedades activas de leasing como objeto secundario, sociedades inactivas y sociedades en liquidación.

años 1987 y 1988, en los cuales se presentó un repunte de esta actividad y llegaron a existir 59 compañías de leasing.

En 1989, cuando estas compañías pasaron al control de la Superintendencia Bancaria, 77 solicitaron autorización de funcionamiento ante esta entidad. Para 1990 solo 38 fueron aprobadas y en 1991 el total de compañías activas es de 43 (Anexo 1).

B. Aspectos legales

Aunque en la legislación colombiana no existe un ordenamiento jurídico específico sobre la actividad de leasing, el Cuadro 6 resume los principales decretos y leyes relacionados con esta actividad, tanto en materia de regulación y control como en materia tributaria.

En cuanto al aspecto regulatorio, solo hasta 1979 surgió dentro de la legislación económica una mención particular sobre leasing. El decreto 148 de ese año autorizó a las corporaciones financieras para adquirir acciones de sociedades de leasing, las cuales estarían vigiladas y controladas por la Superintendencia de Sociedades. En particular, el decreto 2059 de 1981 modificó la competencia de esta superintendencia y estableció el control de ésta sobre las compañías de leasing.

CUADRO 6
LEGISLACION SOBRE LEASING EN COLOMBIA

DECRETO 148 DE 1979	Autoriza a las corporaciones financieras para adquirir y mantener acciones de sociedades anónimas que realicen exclusivamente operaciones de leasing o arrendamiento financiero.
DECRETO 2059 DE 1981	Modifica la competencia de la Superintendencia de Sociedades. Dentro de las modificaciones establece que dicha entidad ejercerá la inspección y vigilancia de las sociedades comerciales que realicen exclusivamente operaciones de leasing o arrendamiento financiero.
DECRETO 2920 DE 1982	Establece que las compañías de leasing no podrán realizar en forma masiva y habitual captaciones de dinero del público 1/.
DECRETO 3541 DE 1983	Establece que el leasing estará sometido a una tarifa de IVA del 10%, sin derecho a descuento 2/.
LEY 75 DE 1986	Esta ley estableció que, a partir de 1986, el componente inflacionario de los rendimientos y gastos financieros no constituirá renta ni costo, respectivamente, en unos porcentajes determinados para contribuyentes distintos de personas naturales. Inicialmente, esta disposición no aplica a las compañías de leasing, a créditos a constructores ni a los intermediarios financieros.
DECRETO 2686 DE 1988	Establece que a partir del año gravable de 1989, las compañías de leasing se regirán por lo dispuesto en la Ley 75 de 1986 sobre rendimientos y costos financieros 3/.
LEY 74 DE 1989	Establece que se podrá efectuar inversión extranjera directa en el sector financiero, incluyendo sociedades comerciales de leasing. A partir de la vigencia de esta ley las sociedades de leasing estarán sometidas al control de la Superintendencia Bancaria 4/.
LEY 45 DE 1990	Establece que bancos, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial podrán participar en el capital de sociedades de arrendamiento financiero o leasing, entre otras. Fija un monto de capital mínimo para instituciones financieras, distintas de bancos, corporaciones financieras, corporaciones de ahorro y vivienda y compañías de financiamiento comercial, de \$500 millones. Cifra reajustable anualmente de acuerdo con el IPC.

Continuación Cuadro 6
 LEGISLACION SOBRE LEASING EN COLOMBIA

LEY 49 DE 1990	Establece que no constituyen renta de fuente nacional las rentas de arrendamiento originadas en contratos de leasing, que se celebren con empresas en el extranjero, para financiar inversiones en maquinaria y equipo vinculadas a procesos de exportación o a actividades que se consideren de interés para el desarrollo económico y social del país de acuerdo con la política adoptada por el CONFES 5/.
DECRETO 2913 DE 1992	Estableció que la compañía arrendadora podrá depreciar el bien en el tiempo del contrato. Reglamentado por la circular externa 49 de 1992 de la Superintendencia Bancaria.
LEY 6 DE 1992	Elimina el IVA sobre el canon de arrendamiento, y establece un descuento por concepto del IVA pagado en la adquisición de bienes de capital.

- 1/ Este decreto fué reglamentado por el Decreto 3227 de 1982, que define lo que se considera captación de dinero en forma masiva y habitual.
- 2/ Este decreto fué reglamentado por el Decreto 570 de 1984, en el cual se determina la base gravable del impuesto.
- 3/ Este decreto fué declarado inexecutable pero ha sido reemplazado por los decretos 2911 y 2912 de 1992 sobre ajustes por inflación. Según establece el sistema de ajustes por inflación para el contribuyente que aplique este sistema serán deducibles en un 100% sus costos y gastos financieros.
- 4/ Todo lo que tiene que ver con el control de las compañías de leasing por parte de la Superintendencia Bancaria fué reglamentado por el Decreto 3039 de 1989.
- 5/ El Documento CONFES DNP-2587-Umacro de marzo 4 de 1992 amplía los sectores considerados como de interés para el desarrollo económico y social. Estos sectores son: agropecuario, manufacturero y de prestación de servicios, dentro del cual se incluyen transporte, ingeniería, hotelería, turismo y salud, y las actividades de comercio y construcción de vivienda.

En 1989 las compañías de leasing pasaron al control y vigilancia de la Superintendencia Bancaria, a través de la ley 74 de ese año, que reglamentó la inversión extranjera en el sector financiero¹⁴.

Finalmente, la reforma financiera de 1990 (ley 45) estableció que bancos, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial podrán participar en el capital de compañías de leasing. Se fijó un monto de capital mínimo de \$500 millones, el cual deberá ser ajustado anualmente de acuerdo a la variación del IPC.

En cuanto a los mecanismos de financiación de las compañías de leasing la legislación en un principio permitía que éstas se financiaran a través de crédito institucional y, adicionalmente, captando fondos directamente del público. Sin embargo, como resultado de la crisis financiera de 1982, dentro de las medidas tomadas por el gobierno se le prohibió a las compañías de leasing, de acuerdo con el decreto 2920 de 1982, la captación masiva y habitual de dinero del público¹⁵.

¹⁴ El decreto 3039 de 1989 reglamentó la disposición contenida en la ley 74 de 1989 en cuanto al control y vigilancia de las compañías de leasing y definió el desarrollo de sus actividades.

¹⁵ De acuerdo con el decreto 3227 de 1982, se entiende que una persona natural o jurídica realiza captación masiva y habitual de dinero cuando su pasivo para con el público está compuesto por obligaciones contraídas con más de 20 personas.

A partir de ese año y hasta la actualidad este tipo de intermediarios solo puede financiarse, además de sus recursos propios, con los recursos de crédito que ofrece el mercado financiero doméstico. Esto ha tenido dos implicaciones sobre el desempeño de las compañías de leasing, de una parte, incrementa sus costos lo cual se refleja en el precio que pueden ofrecer al cliente y, por otra parte, las hace muy dependientes de las fluctuaciones de política monetaria.

Para contrarrestar la restricción sobre captaciones impuesta por el decreto 2920 se dispuso, a través del decreto 2041 de 1987, que el tope fijado a las corporaciones financieras para invertir en compañías de leasing podía variarse libremente con autorización de la Junta Monetaria.

En materia tributaria las disposiciones legales pueden verse desde dos puntos de vista, el del cliente y el de la compañía de leasing.

Desde el punto de vista del cliente, en primer lugar, como se vio en el primer capítulo, el bien arrendado no se registra dentro del activo del cliente. En segundo lugar, existe un beneficio tributario que consiste en la deducibilidad del pago de arriendos¹⁶.

¹⁶ El decreto 2053 de 1974 estableció la deducibilidad en el pago de arriendos.

Desde el punto de vista de la compañía de leasing, dentro de las medidas de tipo tributario se destacan, de una parte, la introducción en 1976 de un beneficio tributario a través de la depreciación flexible¹⁷. A partir de 1992, el decreto 2913, establece que la compañía de leasing podrá depreciar el bien en el tiempo del contrato.

De otra parte, la reforma tributaria de 1983 estableció un IVA del 10% sobre el canon de arriendo, lo cual le restó competitividad al leasing con respecto a otras alternativas de financiación¹⁸. Posteriormente, la ley 49 de 1990 incrementó esta tarifa del 10% al 12%. La reforma tributaria de 1992 (ley 6) exceptuó del IVA a los servicios de leasing, entre otros, con lo cual se elimina un factor que contribuía a incrementar el costo de arrendar equipos.

¹⁷ El decreto 2053 de 1974 estableció el cálculo de la depreciación por el sistema de línea recta, por el de reducción de saldos o por otro sistema de reconocido valor técnico autorizado por la Dirección Nacional de Impuestos. Posteriormente, el decreto 1649 de 1976 autorizó la depreciación flexible de bienes adquiridos después del 31 de diciembre de 1975, a través de cuotas anuales que no excedieran el 40% del costo del bien.

¹⁸ En el decreto 3541 de 1983 se introdujo el IVA para el arriendo de bienes corporales muebles, incluido el leasing. Se fijó una tasa del 10% sin derecho a descuentos. El decreto reglamentario 570 de 1984 estableció que el IVA solo se causaría en contratos de arrendamiento celebrados con posterioridad al primero de abril de 1984 y determinó la base gravable del impuesto.

Adicionalmente están las disposiciones legales relacionadas con los costos y gastos financieros. A este respecto, el decreto 2686 de 1988 estableció para las compañías de leasing, que a partir de 1989 no se grava el componente inflacionario de los rendimientos financieros, ni constituye descuento el mismo componente de los gastos financieros en determinados porcentajes¹⁹. Aunque este decreto fue declarado inexecutable, posteriormente los decretos 2911 y 2912 de 1992 que reglamentan el sistema de ajustes integrales por inflación, establecieron que los contribuyentes que se sometan a este sistema de ajustes tendrán una deducibilidad del 100% del componente inflacionario de sus ingresos y gastos financieros.

Finalmente, es importante mencionar las disposiciones recientemente aprobadas en materia de leasing internacional. La ley 49 de 1990 estableció que las rentas de arrendamiento originadas en contratos de leasing internacional no constituyen renta de fuente nacional, si estos contratos se destinan a financiar inversiones en maquinaria vinculadas a procesos de exportación o actividades de interés para el desarrollo económico y social del país, de acuerdo

¹⁹ La ley 75 de 1986 estableció que a partir de ese año no constituyen renta ni ganancia ocasional el componente inflacionario de los rendimientos financieros percibidos por los contribuyentes distintos de las personas naturales. Así como, el componente inflacionario de los intereses y demás costos y gastos financieros no constituirá costo ni deducción, de acuerdo a unos porcentajes. Esto no era aplicable a compañías de leasing ni a intermediarios financieros.

con la política adoptada por el CONPES. En marzo de 1992 el CONPES determinó que esos sectores considerados de interés son: agropecuario, manufacturero y de prestación de servicios.

C. El leasing como negocio financiero en Colombia

1. Desempeño y tamaño del leasing 1975-1991

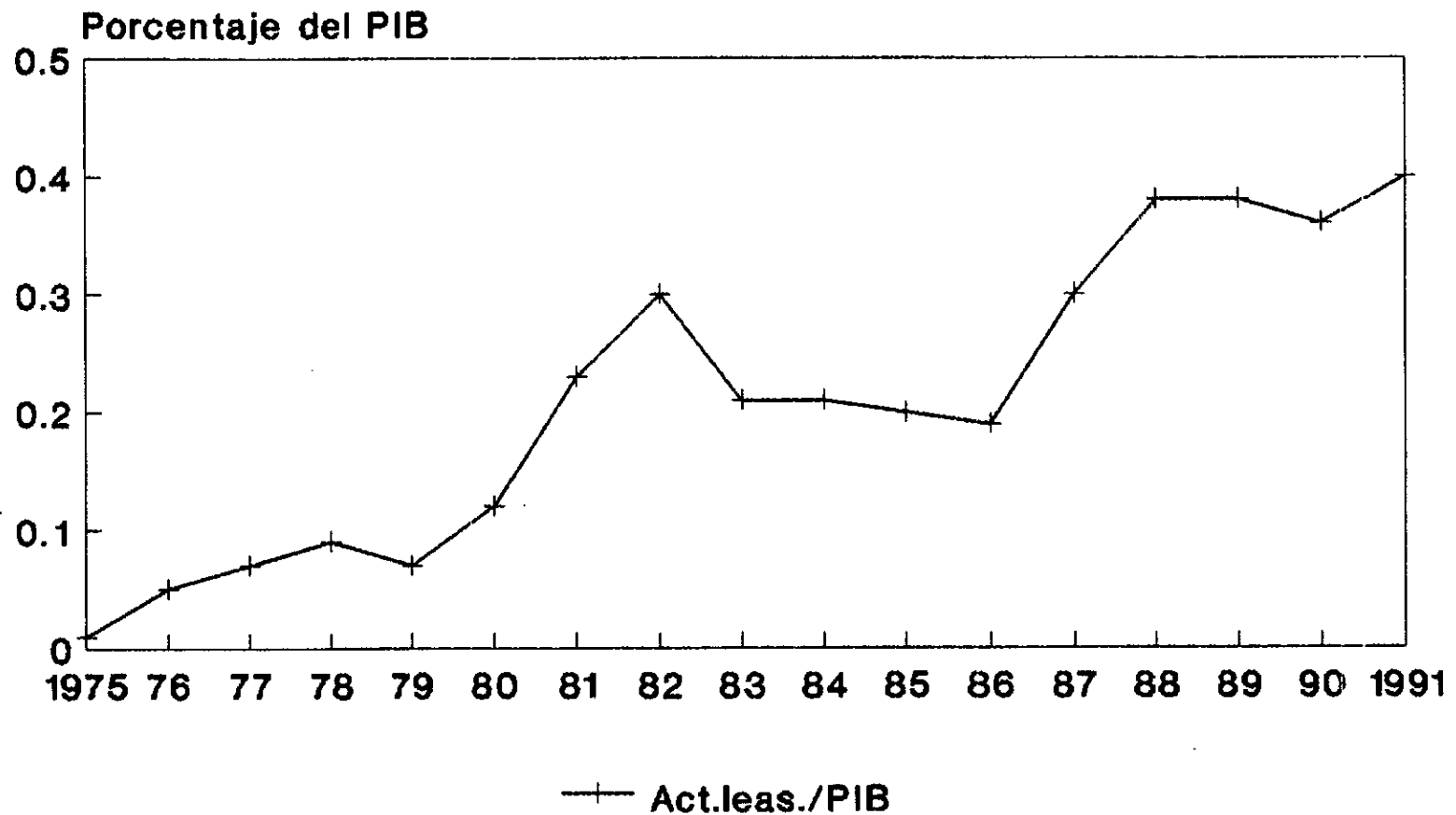
El desempeño del leasing en Colombia ha estado determinado por tres elementos: las normas regulatorias establecidas a partir de la crisis financiera de 1982, los aspectos propios de la dinámica del leasing, como son las medidas tributarias, y el nivel de actividad económica.

Entre 1975 y 1991 la participación del leasing dentro del PIB ha sido creciente, aunque no ha superado el 0.4% (Gráfico 3). Sin embargo, en esta tendencia sobresalen la caída registrada en 1983 cuando paso de ser el 0.3% del PIB a ser el 0.21%, nivel en que se mantuvo hasta 1986, y el incremento permanente registrado a partir de 1987.

La caída en la participación dentro del PIB registrada entre 1983 y 1986 se explica en gran medida por la prohibición de captar

GRAFICO 3

PARTICIPACION DEL LEASING EN EL PIB



Fuente: Anexo 1

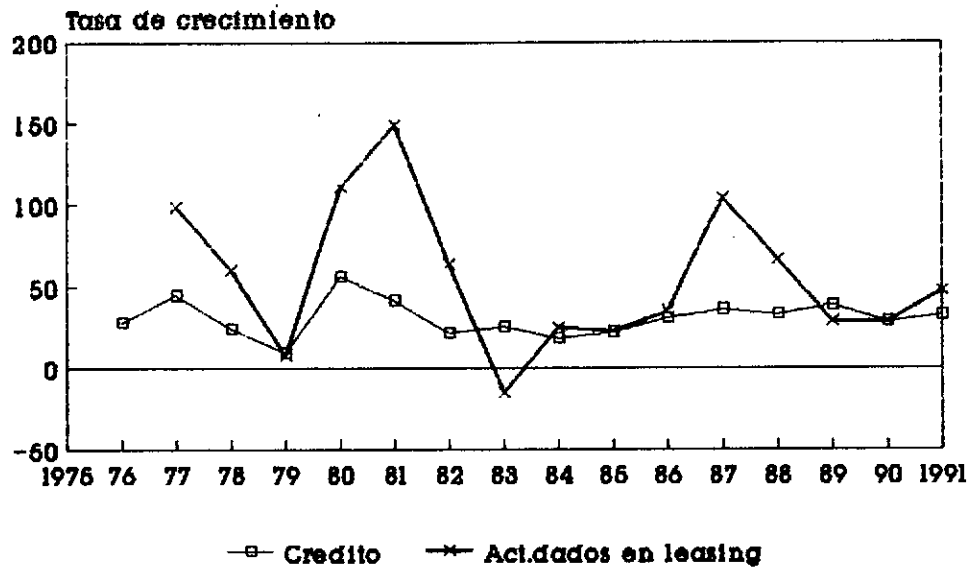
dinero del público en 1983 y por la introducción del IVA en ese mismo año y, en menor medida, por el bajo desempeño de la economía en ese momento.

La etapa de crecimiento registrada a partir de 1987 obedece más a aspectos propios de la dinámica del leasing. En particular, la reforma fiscal de 1986 que desincentivó el endeudamiento con lo cual se abrió espacio para otras alternativas de financiación como esta.

Este comportamiento se confirma también cuando se toma en cuenta la participación del leasing en el crédito y en la inversión (Gráficos 4 y 5). La relación activos dados en leasing sobre crédito total, medido este como crédito de bancos y corporaciones financieras, cayó en 1983 de 2.16% a 1.47%. Entre 1987 y 1988 se incrementa hasta llegar al 3%, posteriormente disminuye a 2.8% y en 1991 llega nuevamente a un nivel de 3.1%.

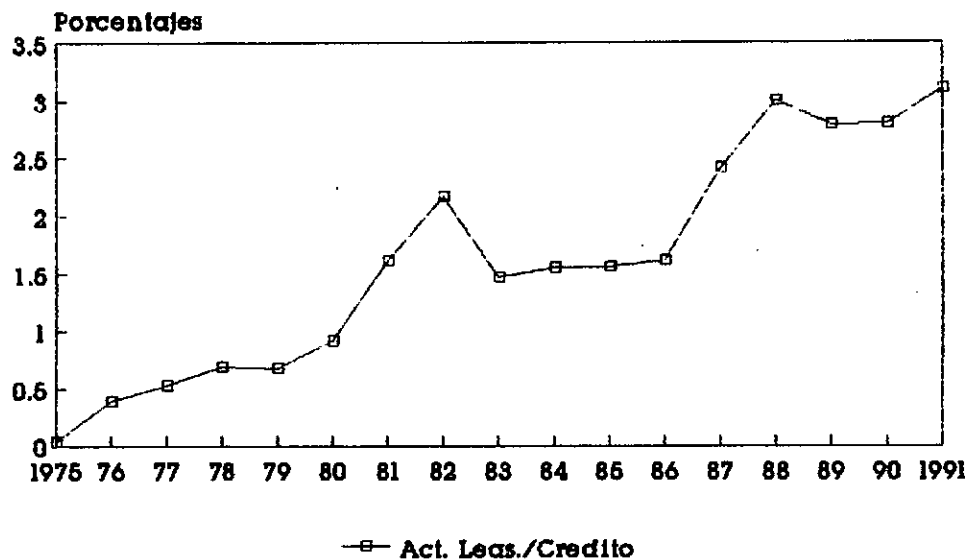
Sin embargo, cuando se compara la tasa de crecimiento del leasing con la crédito (Gráfico 4) se observa que entre 1975 y 1991, mientras el crédito ha crecido entre el 25% y el 55%, con algunas excepciones, el leasing presenta marcadas fluctuaciones. En particular, sobresale el crecimiento registrado en 1981, cuando la tasa de crecimiento llegó a 149%, al igual que el incremento de 1987 que fue de 103%. A partir de ese año el ritmo de crecimiento

GRAFICO 4 EL LEASING Y EL CREDITO 1975-1991



Fuente: Anexo 1

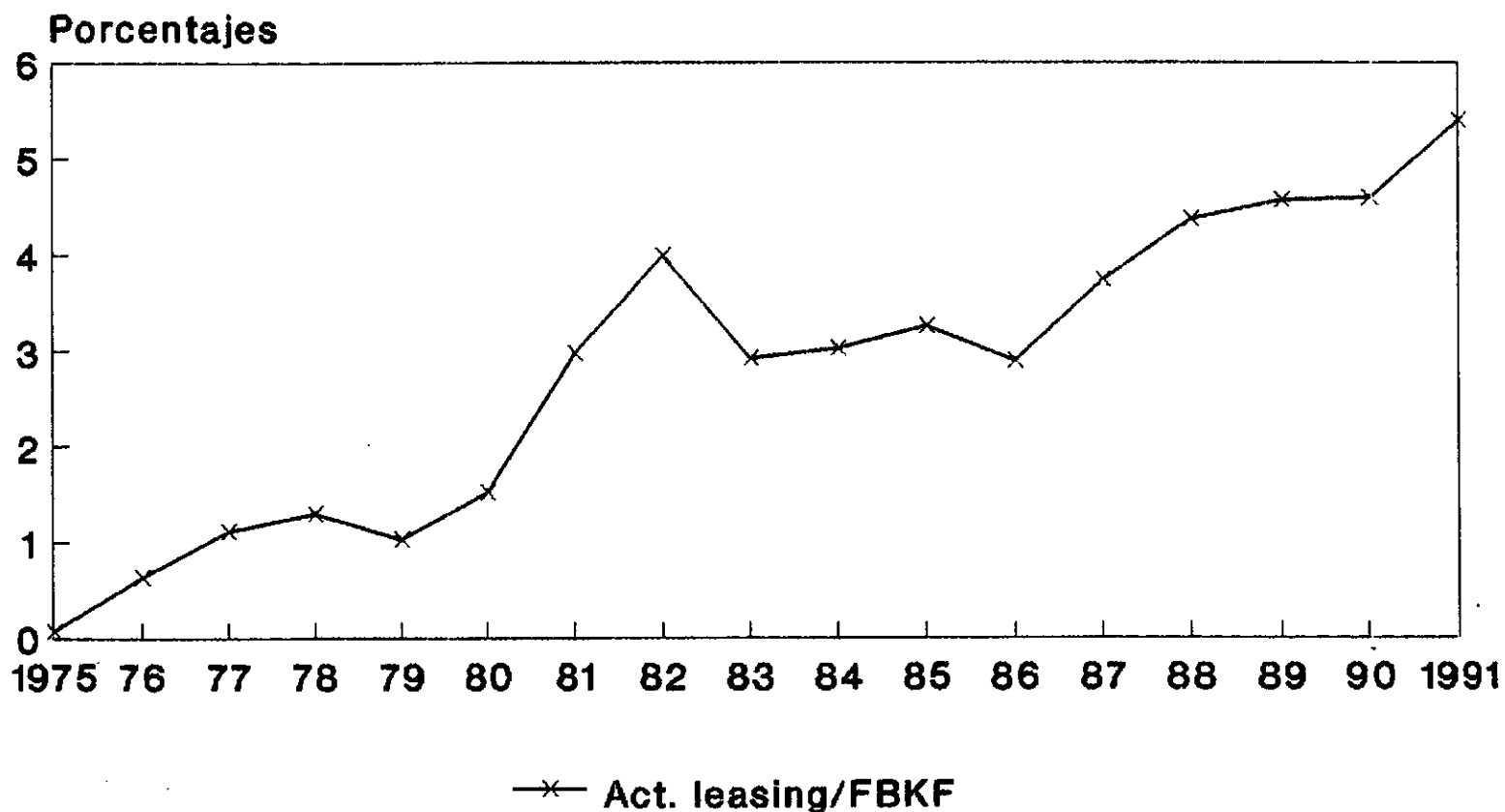
ACTIVOS DADOS EN LEASING/CREDITO



Fuente: Anexo 1

GRAFICO 5

EL LEASING Y LA INVERSION



Fuente: Anexo 1. Incluye inversión en maquinaria, equipo y transporte.

es menor, para 1989 se registró un 29% mientras en 1991 la tasa de crecimiento fue de 47%.

En cuanto a la participación del leasing en la inversión se presenta un comportamiento bastante similar al de la participación en el crédito (Gráfico 5). La inversión está medida aquí como la formación bruta de capital fijo en transporte, maquinaria y equipo, es decir se excluyen la construcción y la agricultura, por esto los niveles registrados son un poco más altos que los que se presentan en el Cuadro 4 del capítulo anterior, en el cual la inversión se mide como formación bruta de capital fijo total, por la disponibilidad de información²⁰.

Para Colombia la relación activos dados en leasing a inversión, después de ser aproximadamente un 4% en 1982 se situó a niveles del 3% en los siguientes años y a partir de 1987 se ha incrementado hasta llegar en 1991 a ser el 5.4%.

En resumen, los indicadores analizados muestran que la actividad del leasing experimentó una situación crítica entre 1983 y 1986,

²⁰ El indicador leasing/inversión, sin construcción está disponible para 1987 en algunos países y para años anteriores en otros, por esto no se incluyó en el primer capítulo. En países como Estados Unidos y Reino Unido es del 30% y del 18%, respectivamente. En países como España y Brasil es del 11% y del 4.5%, respectivamente.

mientras a partir de 1987 se inicia un período de recuperación y crecimiento para el sector.

Sin embargo, el tamaño de este sector respecto a otros intermediarios del sector financiero todavía es bastante reducido. Esto se puede ver al comparar los indicadores de tamaño: activos totales y activos financieros (Gráfico 6). Se observa que para los dos indicadores el leasing no supera el 2% del total de bancos, corporaciones financieras, corporaciones de ahorro y vivienda y compañías de financiamiento comercial.

La explicación del relativamente reducido tamaño del sector respecto a los otros intermediarios financieros radica, en buena parte, en los factores que le han permitido o no competir frente a otras alternativas de financiación. Por esto a continuación se realiza algunas simulaciones para determinar dichos factores.

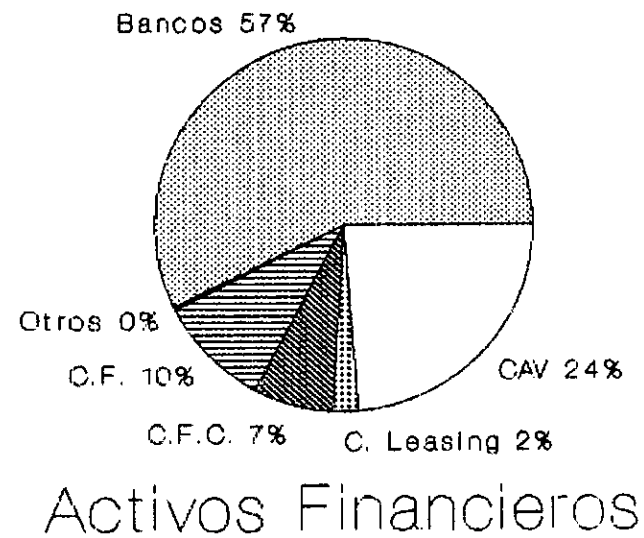
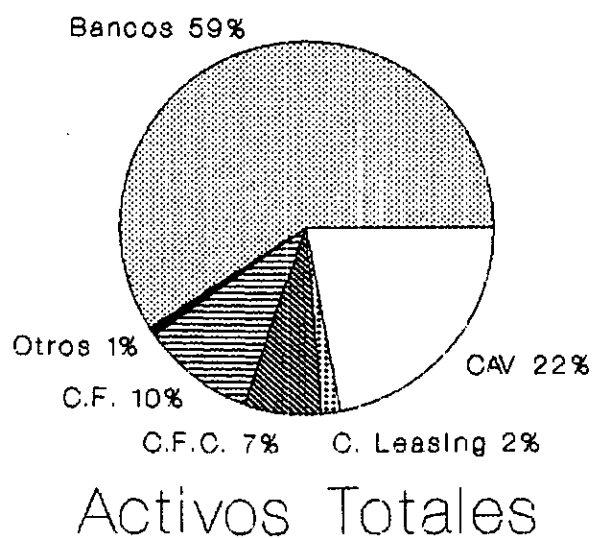
2. El leasing como alternativa de financiación frente al crédito

El ejercicio que se realizó compara el flujo neto real generado al usuario por la adquisición de un equipo a través de leasing o de crédito²¹. En primer lugar se realiza un ejercicio base con las

²¹ Este ejercicio se basa en el realizado en Echeverry (1990).

GRAFICO 6

LEASING Y SISTEMA FINANCIERO-1991



Fuente: Anexo 2

condiciones financieras y fiscales actuales y luego se hacen las diferentes simulaciones cambiando algunas de las variables claves del ejercicio base.

Este ejercicio tiene como objetivo general comparar el costo que tiene para el usuario financiarse a través de una u otra de las alternativas mencionadas y, en particular, mirar el costo que generan al usuario distintas formas de pago del canon que representan el mismo ingreso para la compañía de leasing. Dada la flexibilidad en el programa de pagos que tiene el leasing, esto se hace con el fin de analizar las ventajas que distintas formas de pago tienen para las dos partes del contrato.

El ejercicio consiste en determinar el flujo neto correspondiente a una operación de financiación para la adquisición de un equipo por valor de \$10.000.000, tanto los distintos ejercicios como la metodología de construcción se pueden ver en el Anexo 3, aquí se verán solamente los resultados comparativos.

Se consideran cuatro alternativas de financiación. Una corresponde al crédito tal y como opera normalmente y las otras tres a leasing con distintas formas de pago del canon que, como ya se mencionó, representan el mismo ingreso para la compañía de leasing.

La primera es un préstamo bajo la modalidad comúnmente usada, repago del capital en cuotas anuales uniformes y pago de los intereses en el momento en que ellos se causan y que, para efectos de las comparaciones que se realizan, se llama crédito no indexado. La segunda es un leasing también de la forma comúnmente usada y se llama leasing no indexado. La tercera alternativa es igual a la anterior solo que al final de cada año la cuota se incrementa en un porcentaje y el valor residual se mantiene como se pactó al inicio del contrato, se llama leasing con cuota ascendente. En esta alternativa se trata de que el usuario pueda comenzar pagando una cuota más baja, de la que paga en la alternativa 2.

Finalmente, la cuarta alternativa es una operación de leasing en la que tanto la cuota como el valor residual se indexan, es decir que se tienen en cuenta los cambios en valor inducidos por la inflación, la cuota se incrementa paralelamente con ella y conserva su valor en términos reales. Esta alternativa se llama leasing indexado.

Como ya se mencionó, es importante tener en cuenta que las tres alternativas de leasing generan el mismo flujo neto real a la compañía de leasing, lo cual hace que en últimas lo que se trata de determinar es el atractivo que tienen, para el usuario, distintas formas de pago de los canones.

Para el ejercicio base se supone una tasa de interés efectiva del 34.79% y una tasa de interés real del 7.83%. En el caso del leasing, para determinar el valor de la cuota además del costo financiero de 34.79% se supone un margen de rentabilidad del 15% anual. Tanto para el crédito como para el leasing se supone una inflación del 25%, tasa de tributación del 35.1% y tarifa del IVA del 14%.

En cuanto a las condiciones fiscales se toman en cuenta las siguientes. Para el crédito, descuento por el pago de intereses de 100%, descuento del IVA por adquisición de un bien de capital (ley 6 de 1992) y depreciación del equipo. Para el leasing, descuento por el pago de cuotas de arriendo.

En el Cuadro 7 aparecen los resultados del flujo neto real y el valor presente neto de las distintas opciones, con base en los supuestos vistos, éste se llama ejercicio base. La tasa de descuento del valor presente es igual a la tasa de interés real, 7.83%.

Como se observa en el Cuadro 10, el flujo neto real para la compañía de leasing, columna ejercicio base, es el mismo para las distintas alternativas de pago de canon en igual plazo. La construcción del flujo neto de la compañía está explicada en el Anexo 3.

Cuadro 7
 EJERCICIO BASE COSTO DE UN CREDITO FRENTE AL DE UN LEASING
 VALOR DEL EQUIPO \$10,000,000
 (Pesos)

ALTERNATIVAS	Plazo	Flujo 2/ Neto Real	Valor 3/ Presente Neto

1. Crédito no indexado 1/			
	12 meses	9,094,356	6,317,396
	24 meses	9,187,883	5,129,506
	36 meses	9,354,207	4,492,551
2. Leasing no indexado 1/ Valor residual \$3,000,000	12 meses	8,112,479	5,505,495
Valor residual \$2,000,000	24 meses	8,338,564	4,361,708
Valor residual \$1,000,000	36 meses	9,051,698	4,056,120
3. Leasing cuota ascendente Valor residual \$3,000,000	12 meses	8,112,479	5,505,495
Valor residual \$2,000,000	24 meses	8,338,565	4,097,384
Valor residual \$1,000,000	36 meses	9,051,698	3,672,162
4. Leasing indexado 4/ Valor residual \$3,000,000	12 meses	8,492,109	5,372,135
Valor residual \$2,000,000	24 meses	9,054,465	3,973,934
Valor residual \$1,000,000	36 meses	10,090,443	3,476,109

Fuente: Anexo 3

1/ Se supone una tasa de interés efectiva anual de 34.79%

2/ Este flujo corresponde a los pagos por concepto de cuotas de crédito o de arrendamiento, según sea el caso, menos los beneficios tributarios. Se supone una inflación anual de 25%.

3/ Tasa de descuento 7.83%.

4/ Se supone una inflación anual de 25% y una tasa de interés real al de 7.83%.

El flujo neto real del usuario es el pago que debe hacer por concepto de financiación (crédito o leasing) durante el tiempo de contrato menos los beneficios tributarios en el momento en que ellos se causan. Esto es, para el caso de una operación de 12 meses, ya sea de leasing o de crédito, los beneficios tributarios se registran en el mes 18. Igualmente para una de 24 meses los beneficios se reciben en el mes 18 y en el mes 30. Esto puede verse detalladamente en el Anexo 3. También hay que hacer notar que, para el caso del crédito, es necesario solicitar un préstamo por un valor superior a los \$10 millones para recibir efectivamente esta suma.

La comparación de los flujos netos reales de las alternativas 1 y 2, que corresponden a la forma en que se realizan las operaciones efectivamente, muestra que bajo las condiciones fiscales actuales el leasing se hace competitivo frente al crédito en todos los plazos, pues se hace menos costoso para el usuario de la financiación. Esto lo confirma el valor presente neto para los distintos plazos.

Por otra parte, el leasing con una cuota que se incrementa anualmente (alternativa 3) genera al usuario un flujo neto real idéntico al que genera la alternativa 2. Sin embargo, si se mira el valor presente neto se encuentra que para 24 y 36 meses, que son los plazos que experimentan el incremento en la cuota, éste es

menor que el generado para esos plazos en la alternativa 2. Esto puede deberse, en parte, a que los incrementos en el canon producen un mayor impacto sobre los beneficios tributarios que posteriormente se refleja en el valor presente neto, aunque básicamente se este generando el mismo flujo neto real a la compañía de leasing.

Finalmente, el leasing indexado (alternativa 4) es competitivo con el crédito para 12 y 24 meses, aunque es un poco más costoso que las otras dos alternativas en términos del flujo neto real que genera al usuario. Sin embargo, como es de esperar es el que genera el menor valor presente neto de todas las alternativas y plazos, incluido el crédito.

De estas comparaciones la conclusión fundamental es que, además de la competitividad que en términos fiscales tiene el leasing, el programa de pago de los canones es muy importante para generar un atractivo adicional al usuario. En primer lugar, un leasing de cuota ascendente permite al usuario empezar con una cuota menor que bajo las otras modalidades y ese incremento en la cuota, tiene un efecto favorable sobre la deducibilidad del pago de arriendos, que se ve en el valor presente neto que genera esta opción. En segundo lugar, en el leasing indexado, aunque la cuota se incrementa

anualmente para poder mantenerse en términos reales, la carga de la deuda al final es menor, como lo confirma el valor presente neto.

El análisis comparativo visto muestra la competitividad del leasing frente al crédito, bajo las condiciones actuales en materia financiera y tributaria. A continuación, con base en este ejercicio que se considera el caso base, se realizan una serie de simulaciones destinadas a mirar la sensibilidad del negocio, tanto a modificaciones en variables claves para la fijación de la cuota como a cambios en la inflación, la tasa de interés y los beneficios tributarios. Con estas simulaciones no se trata de medir la magnitud de los efectos de esos cambios sino, más bien, identificar puntos estratégicos que afecten el desempeño del sector de leasing.

Los resultados de las simulaciones aparecen en los Cuadros 8 y 9. En el primero aparecen los flujos netos reales comparados con el ejercicio base y en el segundo se registran las respectivas variaciones porcentuales. Es importante anotar que para cada simulación solo se hace el cambio en la variable que se especifica según el caso y las demás variables se mantienen como en el ejercicio base.

La primera simulación corresponde a un aumento en el valor residual de \$1 millón para todos los plazos. Comparando el flujo neto real

Cuadro 8
 FLUJO NETO REAL CON LAS DISTINTAS SIMULACIONES
 (Pesos)

ALTERNATIVAS	Plazo	Ejercicio Base	Sim. 1	Sim. 2	Sim. 3	Sim. 4	Sim. 5	Sim. 6	Sim. 7	Sim. 8
1. Crédito no indexado										
	12 meses	9,094,356	9,094,356	9,094,356	9,487,990	8,973,150	9,218,412	8,973,150	9,094,356	9,094,356
	24 meses	9,187,883	9,187,883	9,187,883	9,768,566	8,910,575	9,481,296	8,910,575	9,187,883	9,187,883
	36 meses	9,354,207	9,354,207	9,354,207	10,109,944	8,946,609	9,794,236	8,946,609	9,354,207	9,354,207
2. Leasing no indexado										
Valor residual \$3,000,000	12 meses	8,112,479	8,092,225	8,216,542	8,216,542	7,987,144	8,237,831	8,091,207	8,278,576	10,295,720
Valor residual \$2,000,000	24 meses	8,338,564	8,074,188	8,568,220	8,568,220	8,053,914	8,637,209	8,283,570	8,685,649	11,045,585
Valor residual \$1,000,000	36 meses	9,051,698	8,585,884	9,429,592	9,429,592	8,620,635	9,516,453	8,998,529	9,600,481	12,320,400
3. Leasing cuota ascendente										
Valor residual \$3,000,000	12 meses	8,112,479	8,092,225	8,216,542	8,216,542	7,987,144	8,237,831	8,091,207	8,278,576	10,295,720
Valor residual \$2,000,000	24 meses	8,338,565	8,074,189	8,549,151	8,549,151	8,027,305	8,665,446	8,237,891	8,685,649	11,045,586
Valor residual \$1,000,000	36 meses	9,051,698	8,585,884	9,384,233	9,384,233	8,567,939	9,575,038	8,900,474	9,600,481	12,320,400
4. Leasing indexado										
Valor residual \$3,000,000	12 meses	8,492,109	8,707,522	8,597,830	8,597,830	8,466,965	8,503,584	8,572,686	8,523,274	10,295,720
Valor residual \$2,000,000	24 meses	9,054,465	9,172,657	9,308,949	9,308,949	8,878,998	9,203,700	9,133,482	9,168,625	11,045,585
Valor residual \$1,000,000	36 meses	10,090,443	10,080,394	10,557,917	10,557,917	9,688,745	10,451,374	10,156,219	10,351,307	12,320,400

Simulación 1: aumento de \$1.000.000 en el valor residual

Simulación 2: aumento del costo financiero de la compañía en 5 puntos

Simulación 3: aumento general del costo de los recursos en 5 puntos

Simulación 4: aumento de la inflación en 5 puntos

Simulación 5: disminución de la inflación en 5 puntos

Simulación 6: aumento del costo financiero de la compañía y de la inflación, ambos en 5 puntos

Simulación 7: IVA del 14% sobre el canon de arrendamiento

Simulación 8: no deducibilidad de los arriendos.

Cuadro 9
SENSIBILIDAD DEL CREDITO Y EL LEASING A CAMBIOS EN LAS PRINCIPALES VARIABLES
(Variación porcentual del flujo neto real respecto al ejercicio base)

ALTERNATIVAS	Plazo	Sim. 1	Sim. 2	Sim. 3	Sim. 4	Sim. 5	Sim. 6	Sim. 7	Sim. 8
1. Crédito no indexado									
	12 meses	0.00%	0.00%	4.33%	-1.33%	1.36%	-1.33%	0.00%	0.00%
	24 meses	0.00%	0.00%	6.32%	-3.02%	3.19%	-3.02%	0.00%	0.00%
	36 meses	0.00%	0.00%	8.08%	-4.36%	4.70%	-4.36%	0.00%	0.00%
2. Leasing no indexado									
Valor residual \$3,000,000	12 meses	-0.25%	1.28%	1.28%	-1.54%	1.55%	-0.26%	2.05%	26.91%
Valor residual \$2,000,000	24 meses	-3.17%	2.75%	2.75%	-3.41%	3.58%	-0.66%	4.16%	32.46%
Valor residual \$1,000,000	36 meses	-5.15%	4.17%	4.17%	-4.76%	5.13%	-0.59%	6.06%	36.11%
3. Leasing cuota ascendente									
Valor residual \$3,000,000	12 meses	-0.25%	1.28%	1.28%	-1.54%	1.55%	-0.26%	2.05%	26.91%
Valor residual \$2,000,000	24 meses	-3.17%	2.53%	2.53%	-3.73%	3.92%	-1.21%	4.16%	32.46%
Valor residual \$1,000,000	36 meses	-5.15%	3.67%	3.67%	-5.34%	5.78%	-1.67%	6.06%	36.11%
4. Leasing indexado									
Valor residual \$3,000,000	12 meses	2.54%	1.24%	1.24%	-0.30%	0.14%	0.95%	0.37%	21.24%
Valor residual \$2,000,000	24 meses	1.31%	2.81%	2.81%	-1.94%	1.65%	0.87%	1.26%	21.99%
Valor residual \$1,000,000	36 meses	-0.10%	4.63%	4.63%	-3.98%	3.58%	0.65%	2.59%	22.10%

Simulación 1: aumento de \$1.000.000 en el valor residual

Simulación 2: aumento del costo financiero de la compañía en 5 puntos

Simulación 3: aumento general del costo de los recursos en 5 puntos

Simulación 4: aumento de la inflación en 5 puntos

Simulación 5: disminución de la inflación en 5 puntos

Simulación 6: aumento del costo financiero de la compañía y de la inflación, ambos en 5 puntos

Simulación 7: IVA del 14% sobre el canon de arrendamiento

Simulación 8: no deducibilidad de los arriendos.

se observa que, respecto al ejercicio base, éste disminuye para las alternativas 2 y 3 y para el leasing indexado de 36 meses.

Esto se confirma al mirar las variaciones porcentuales. La alternativa de leasing indexado presenta incrementos en el flujo neto real para plazos de 12 y 24 meses debido a que el beneficio tributario por concepto de pago de canones no alcanza a compensar el impacto que la inflación tiene sobre los canones y el valor residual, los cuales se incrementan en el tiempo para mantener su valor en términos reales.

La segunda simulación es un aumento del costo de los recursos financieros de la compañía de 5 puntos. Como es de esperarse esto causa un incremento en el flujo neto real generado por todas las alternativas de leasing de similares proporciones para los distintos plazos (Cuadro 9).

En este caso la competitividad frente al crédito se mantiene, tanto para el leasing no indexado como para el de cuota ascendente, para plazos de 12 y 24 meses. Para un plazo de 36 meses en estas dos alternativas el flujo neto real es ligeramente mayor que el generado por el crédito. Esto puede deberse a que para plazos largos el beneficio fiscal que generan los intereses del crédito es mucho mayor que los beneficios tributarios generados por el leasing.

En esta simulación el leasing indexado (alternativa 4) solo es competitivo para un plazo de 12 meses. Esto, al igual que en la simulación 1, también se debe a que el beneficio tributario generado por el leasing no compensa el costo de canones y valor residual en términos reales.

La simulación 3 es un incremento general en el costo de los recursos, es decir tanto para bancos como para compañías de leasing. En este caso el incremento en el flujo neto real es generalizado, pero el leasing continúa siendo competitivo frente al crédito a excepción del leasing indexado para 36 meses.

Las simulaciones 4 y 5 se refieren a cambios en la inflación. La primera es un incremento de 5 puntos en esta variable y la segunda una disminución en la misma proporción. Como es de esperar, si la inflación aumenta los flujos netos reales generados por todas las alternativas de financiación, tanto crédito como leasing, disminuyen respecto al ejercicio base. Mientras que, cuando la inflación disminuye se da un incremento en todos los flujos netos reales. Sin embargo, el leasing continúa siendo competitivo frente al crédito, a excepción del leasing indexado de 36 meses.

En las simulaciones 4 y 5 sobresale, dentro de las tres alternativas de leasing, la de leasing indexado ya que en esta es en la que se dan las menores variaciones en términos porcentuales

respecto al caso base, pues en esta alternativa se tienen en cuenta los cambios en la inflación para fijar el canon. Esto hace evidente, la importancia de tener en cuenta los cambios en valor que se dan en las deudas como efecto de la inflación, especialmente en economías en que anualmente se dan incrementos en esta variable.

Si aumentan la inflación y la tasa de interés simultáneamente, esta última solo para la compañía de leasing, en 5 puntos cada una (simulación 6), se hace más costosa la alternativa de leasing indexado respecto al ejercicio base, pero en menor proporción que en la simulación 2. En este caso sobresale la alternativa de leasing de cuota ascendente que resulta menos costosa para plazos de 24 y 36 meses. Debido a que el incremento en el costo producido por una mayor tasa de interés es más que compensado por el efecto de la inflación, bajo esta forma de pago de canones.

Finalmente, las simulaciones 7 y 8 se refieren a cambios en los beneficios tributarios que favorecen al leasing. En el caso en que se pone un IVA del 14% sobre el canon de arrendamiento (simulación 7) se presenta un incremento en el flujo neto real generado por las tres alternativas de leasing. Aunque, solo para un plazo de 36 meses las tres alternativas de leasing dejan de ser competitivas.

En la simulación 8 se calcula el efecto de que los arriendos no sean deducibles para efectos tributarios. Este es el caso en que se

genera el mayor aumento del flujo neto real para todas las alternativas de leasing y por consiguiente, el leasing no resulta competitivo con el crédito en ningún caso.

De las simulaciones realizadas se pueden sacar varias conclusiones sobre ciertos elementos estratégicos para el crecimiento del sector de leasing. De una parte, se hace evidente que el valor residual es un factor que permite hacer competitivo el leasing frente al crédito en términos del flujo neto real de la operación. Esta es una variable que está bajo el control de la compañía de leasing. Usualmente se trata de que este valor no exceda el 10% del valor del bien, con el fin de que sea atractivo para el usuario ejercer la opción de adquisición. Sin embargo, de este ejercicio se puede concluir que este no debe ser el único criterio con que se fije este valor.

En segundo lugar, se confirma que el costo financiero de los recursos afecta la competitividad del leasing frente al crédito. A pesar de que bajo las condiciones actuales, en particular los beneficios tributarios que se derivan de la reforma tributaria de 1992, el leasing es competitivo frente al crédito, la simulación muestra que bajo estas condiciones un incremento en el costo financiero de la compañía de leasing hace que esta alternativa sea más costosa para un plazo de 36 meses. Esto muestra que si el costo financiero de la compañía de leasing difiere del costo financiero

Cuadro 10
 FLUJO NETO REAL PARA LA COMPAÑIA DE LEASING
 (Pesos)

ALTERNATIVAS	Plazo	Ejercicio Base	Sim. 1	Sim. 2
<hr/>				
1. Crédito no indexado y leasing no indexado				
Valor residual \$3,000,000	12 meses	3,255,776	3,011,171	2,998,836
Valor residual \$2,000,000	24 meses	4,227,240	3,795,586	3,801,802
Valor residual \$1,000,000	36 meses	5,544,061	4,937,353	4,922,071
2. Crédito no indexado y leasing con cuota ascendente				
Valor residual \$3,000,000	12 meses	3,255,776	3,011,171	2,998,836
Valor residual \$2,000,000	24 meses	4,227,240	3,795,587	3,765,684
Valor residual \$1,000,000	36 meses	5,544,061	4,937,353	4,850,543
3. Crédito no indexado y leasing indexado				
Valor residual \$3,000,000	12 meses	3,255,776	3,011,171	3,270,238
Valor residual \$2,000,000	24 meses	4,227,240	3,795,586	4,320,394
Valor residual \$1,000,000	36 meses	5,544,061	4,937,352	5,691,790

Simulación 1: incremento de 5 puntos en la tasa de interés

Simulación 2: incremento de 5 puntos en la tasa de inflación

Este flujo neto real solo se refiere al costo financiero en que incurre la compañía por tener que financiar la adquisición del activo a través de un préstamo y a los ingresos que recibe por concepto del pago de canones, generados por el arrendamiento del bien. Obviamente se le descuenta el beneficio fiscal que se deriva de tener la propiedad del activo. Esto es básicamente la utilidad operacional.

En este caso se presentan tres alternativas para construir el flujo neto real de la compañía de leasing, de acuerdo a la forma en que se fijan los canones al igual que en el ejercicio anterior. La primera alternativa corresponde al caso en el que la compañía se financia con crédito no indexado y los canones de leasing no son indexados. La segunda se refiere a crédito no indexado y los canones se incrementan anualmente en un porcentaje, es decir la cuota es ascendente. Finalmente, la tercera alternativa es una financiación con crédito no indexado y se reciben cuotas de leasing indexadas.

Los supuestos iniciales son los mismos que en el ejercicio anterior. Esto es una tasa de interés efectiva del 34.79%, un margen de rentabilidad del 15% anual para la compañía de leasing con base en el cual se fija el canon, una tasa de tributación del 35.1% y una tasa de inflación del 25%.

Cuadro 11
FLUJO NETO REAL PARA LA COMPAÑÍA DE LEASING
(Variación porcentual del flujo neto real respecto
al ejercicio base)

ALTERNATIVAS	Plazo	Sim. 1	Sim. 2
1. Crédito no indexado y leasing no indexado			
Valor residual \$3,000,000	12 meses	-7.51%	-7.89%
Valor residual \$2,000,000	24 meses	-10.21%	-10.06%
Valor residual \$1,000,000	36 meses	-10.94%	-11.22%
2. Crédito no indexado y leasing con cuota ascendente			
Valor residual \$3,000,000	12 meses	-7.51%	-7.89%
Valor residual \$2,000,000	24 meses	-10.21%	-10.92%
Valor residual \$1,000,000	36 meses	-10.94%	-12.51%
3. Crédito no indexado y leasing indexado			
Valor residual \$3,000,000	12 meses	-7.51%	0.44%
Valor residual \$2,000,000	24 meses	-10.21%	2.20%
Valor residual \$1,000,000	36 meses	-10.94%	2.66%

Simulación 1: incremento de 5 puntos en la tasa de interés
Simulación 2: incremento de 5 puntos en la tasa de inflación

Las simulaciones que se realizan corresponden a un incremento de 5 puntos en la tasa de interés y a un incremento de 5 puntos en la inflación. El Cuadro 10 muestra los flujos netos reales para el ejercicio base y para las dos simulaciones, como se anotó anteriormente bajo las distintas formas de pago de canones la compañía recibe el mismo flujo neto real en el ejercicio base.

Como es de esperar, el ejercicio base muestra que para todas las alternativas los mayores flujos netos reales se generan en plazos de 36 meses.

En la simulación 1 se presenta un incremento de 5 puntos en la tasa de interés. Aquí se supone que se incrementa el costo financiero para la compañía y que ésta no puede trasladar ese incremento al usuario a través de los canones, pues estos han sido pactados de antemano. Como es de esperar para todas las alternativas el flujo neto real de la compañía disminuye frente al caso base.

La simulación 2, por su parte, se refiere a un incremento de 5 puntos en la inflación. En este caso solo se mira el efecto que la inflación tiene sobre el flujo neto real de la compañía de acuerdo a las distintas formas de fijación del canon.

Como es de esperar, el flujo neto real es menor respecto al caso base para las alternativas de leasing no indexado y de cuota

ascendente (Cuadro 11). Para el caso de leasing indexado, se da un flujo neto real ligeramente mayor. Esto muestra el efecto de protección contra la inflación para la compañía, que tiene esta última alternativa.

III. INTERRELACIONES ENTRE EL LEASING Y EL RESTO DE LA ECONOMIA

Según vimos, el leasing ha experimentado en los últimos años un crecimiento vigoroso, como resultado del cual ha logrado sobrepasar los niveles alcanzados antes de la crisis de 1982. Las reformas económicas iniciadas en el país en 1990 han abierto un campo de acción muy amplio para el sector, de forma que el sector enfrenta el reto de mantener tasas de crecimiento elevadas hasta el fin del siglo.

La estrategia de apertura e internacionalización de la economía asigna un papel preponderante al sistema financiero. El incremento en la inversión y la vinculación del sector productivo a los mercados internacionales requerirán de sistemas ágiles y flexibles de acceso al financiamiento y a los servicios de apoyo financiero. La reforma financiera aprobada en 1990 está dirigida a lograr que estos servicios se ofrezcan de forma competitiva e innovadora.

En este contexto el leasing tiene un papel central hacia el futuro, puesto que constituye un servicio ágil y flexible para facilitar los procesos de inversión y la incorporación del cambio tecnológico a los procesos productivos.

En esta parte del trabajo se miran las interrelaciones del leasing con las principales variables de la economía colombiana. De una parte, se hace un breve análisis de la contribución del leasing a la generación de inversión con base en las principales conclusiones de los dos primeros capítulos. De otro lado, se presenta la composición porcentual de los sectores económicos que se benefician de este tipo de financiación. Finalmente, a partir de distintos escenarios de desempeño macroeconómico, se discuten las posibles tendencias generales de crecimiento del sector y las variables críticas que pueden incidir en su desempeño futuro.

A. Contribución del leasing a la generación de inversión

Una conclusión importante que resulta del análisis de las ventajas del leasing como servicio financiero en el contexto particular de la economía colombiana, es el hecho de que puede ser un mecanismo adecuado para la financiación de la inversión, dentro del proceso de reconversión industrial necesario para la apertura. Máxime con las ventajas tributarias que se derivan de este tipo de financiación, no solo las específicas en materia de deducibilidad de arriendos, sino las que tienen que ver con los ajustes integrales por inflación. En la medida en que este sistema de ajustes desincentiva el endeudamiento y promueve la capitalización

de las empresas²², el leasing se muestra como un mecanismo de financiación adecuado en un momento de transición entre una contabilidad que no refleja el efecto de la inflación y la que si lo hace. En particular, el hecho de poder financiar la adquisición de un activo sin registrarlo en el balance permite que la empresa se beneficie del uso del bien sin afectar su relación pasivos a patrimonio.

Aunque, la estimación de la magnitud en que el leasing puede contribuir a financiar la inversión en Colombia en los próximos años se sale de los objetivos de este trabajo, resulta interesante analizar cómo las características propias de este servicio financiero le dan un gran potencial no solo para la generación de inversión sino para la promoción del desarrollo tecnológico y la canalización de recursos financieros.

La mayoría de trabajos sobre inversión en Colombia estiman funciones en las cuales no se tienen en cuenta los efectos de los impuestos e incentivos tributarios, como lo destaca Fainboim (1990a

²²

En Orozco A. y Pardo S. (1991). Ajustes por inflación en la tributación colombiana, se analiza la relación del sistema de ajustes por inflación con el principio de neutralidad y se destaca que en un sistema tributario con inflación se produce descapitalización de las empresas al distribuir dividendos que no son reales y se incentiva el endeudamiento en contra de la financiación a través de capital, por la deducibilidad plena de costos y gastos financieros.

y b)²³ con base en la revisión de estudios sobre el tema realizada en Ocampo, Londoño y Villar (1988). El trabajo de Fainboim arroja interesantes resultados en esa materia, especialmente para los factores estrechamente relacionados con el leasing.

En Fainboim (1990b) se trata de determinar cuáles han sido las variables de política que mayor influencia han tenido sobre el desempeño de la inversión privada en Colombia, con base en el modelo Neoclásico de Jorgenson. Se trabaja con este modelo, entre otras razones, porque considera un extenso conjunto de variables que determinan la inversión y que no se consideran en otros modelos. Entre éstas están: las condiciones financieras, la evolución de la actividad económica, el precio relativo de los bienes de capital y de los factores, la depreciación y los impuestos e incentivos tributarios.

Los resultados de las estimaciones que arroja este modelo muestran que, entre 1950 y 1987, la inversión está determinada por el costo

²³ Fainboim I.(1990a). "Inversión, tributación y costo de uso del capital en Colombia: 1950-1987". en Ensayos sobre política económica , Banco de la República, No 18, dic. Fainboim I. y Bustamante J.(1990b). "La inversión y la política económica en Colombia" en Reflexiones sobre la industria colombiana, Juan Gonzalo Zapata Coordinador, FESCOL.

de uso del capital²⁴. Es decir que hay un gran influencia de factores de oferta sobre esta variable. En particular se encuentra que, dentro de los componentes del costo de uso del capital, la política tributaria, vista a través del impuesto de renta y la deducibilidad en el pago de intereses, es uno de los que más afecta la inversión.

En este sentido se puede pensar que, dado que los factores tributarios afectan la inversión significativamente, los beneficios de este tipo asociados con el leasing, especialmente después de la Ley 6 de 1992 y a la luz de los ajustes integrales por inflación, le dan un gran potencial como estímulo a la inversión. A lo cual hay que sumar el hecho de que es un tipo de financiación asociado con proyectos específicos, pues financia el activo necesario para cada proyecto sin posibilidad de que haya desviación de recursos.

Sin embargo, se deben tener en cuenta los resultados en materia de competitividad que muestran las simulaciones analizadas en el capítulo 2. Especialmente lo que tiene que ver con el costo financiero del leasing frente al del crédito bancario, aspecto que

²⁴ El costo de uso del capital depende de los precios relativos de los bienes de capital, de la depreciación, de la tasa de interés y de los impuestos e incentivos tributarios.

Cuadro 12
 ACTIVOS DADOS EN LEASING POR SECTORES ECONOMICOS 1991

Sector	Millones \$	Part %
Agricultura	3,262	1.56%
Minería	11,829	5.65%
Elaboración alimentos	8,112	3.87%
Fabricación textiles, cuero y confecciones	21,154	10.10%
Fabricación papel	5,730	2.73%
Fabricación productos metálicos, maq. y eq.	7,018	3.35%
Otros manufactureros	11,832	5.65%
Construcción	14,175	6.76%
Electricidad, gas y agua	2,870	1.37%
Transporte y comunicaciones	51,323	24.49%
Salud	1,858	0.89%
Otros servicios	32,999	15.75%
Comercio	12,228	5.84%
Otros	25,138	12.00%
TOTAL	209,529	100.00%

Fuente: FEDELEASING.

tradicionalmente ha sido usado como argumento para no hacer uso del leasing.

Aunque este es un argumento válido, las simulaciones realizadas en el capítulo 2 muestran que, bajo las condiciones que estableció la Ley 6 de 1992, el leasing es competitivo frente al crédito para todos los plazos analizados. Sin embargo, esta competitividad disminuye cuando se eleva el costo financiero para la compañía de leasing. Este es un factor determinante para esta actividad y, como se vió en las comparaciones internacionales, en varios países con un nivel de desarrollo similar al nuestro, ha sido atenuado por medio de la canalización de recursos de ahorro a través de las compañías de leasing. Este hecho permitiría, en el caso específico de Colombia, no solo desligar en alguna medida al leasing de las fluctuaciones del mercado de crédito sino que proveería una nueva forma de canalización de ahorro.

B. La financiación a través de leasing a los distintos sectores económicos

En el Cuadro 12 se observa el valor y la composición de los activos dados en leasing por sectores económicos en 1991. La composición porcentual muestra que los sectores que más participan de la

financiación a través del leasing son la industria manufacturera y el transporte.

El conjunto de los sectores de la industria manufacturera tiene una participación en las operaciones de leasing muy semejante al sector transporte. La elaboración de alimentos, textiles, cuero y confecciones, papel, productos metálicos y otros manufactureros absorben el 25.7% de los activos dados en leasing, mientras el transporte y las comunicaciones dan cuenta del 24.5%. Después de estos dos sectores siguen en importancia el sector servicios, con un 16%, el comercio (5.8%) y la minería (5.6%).

Dentro de las actividades industriales, el subsector que más participa del leasing es la fabricación de textiles, cuero y confecciones, con un 10.1%.

Esta distribución del leasing por sectores económicos no difiere sustancialmente de la observada en otros países. Aunque es de esperarse que la reconversión industrial que se dará como resultado de la apertura comercial lleve a elevar la importancia de la industria manufacturera, el potencial de crecimiento del leasing en Colombia estará mucho más relacionado con el desempeño general de la economía que con la situación relativa de sectores específicos, como veremos en seguida.

que permite simular estrategias alternativas de manejo de las

Cuadro 13
 ESCENARIOS ALTERNATIVOS DE DESEMPEÑO DEL SECTOR DE LEASING CON BASE
 EN EL CRECIMIENTO DEL PIB Y LA INVERSIÓN 1992-2000
 ESCENARIO 1. CIERRE POR CUENTA CORRIENTE

CRECIMIENTO DE ACTIVOS DADOS EN LEASING CON BASE EN LA TENDENCIA QUE REGISTRA EL MODELO						
AÑO	Respecto al PIB			Respecto a la inversión		
	ADL	ADL/PIB	ADL/INV PRIV	ADL	ADL/PIB	ADL/INV PRIV
1992	2.47%	0.42%	4.71%	3.77%	0.42%	4.77%
1993	2.33%	0.42%	4.69%	2.83%	0.42%	4.77%
1994	4.27%	0.41%	4.61%	6.10%	0.43%	4.77%
1995	4.23%	0.41%	4.53%	6.11%	0.43%	4.77%
1996	2.90%	0.41%	4.51%	3.32%	0.43%	4.77%
1997	3.20%	0.41%	4.48%	3.97%	0.44%	4.77%
1998	2.85%	0.41%	4.45%	3.46%	0.44%	4.77%
1999	3.22%	0.41%	4.42%	3.87%	0.44%	4.77%
2000	3.16%	0.41%	4.39%	3.90%	0.45%	4.77%

TASAS DE CRECIMIENTO NECESARIAS PARA ALCANZAR UN NIVEL DE PARTICI- PACION DE LOS ACTIVOS DADOS EN LEASING EN EL PIB DE 1% EN EL AÑO 2000						
AÑO	Respecto al PIB			Respecto a la inversión		
	ADL	ADL/PIB	ADL/INV PRIV	ADL	ADL/PIB	ADL/INV PRIV
1992	10.70%	0.45%	5.09%	12.99%	0.46%	5.20%
1993	10.08%	0.48%	5.45%	9.69%	0.49%	5.55%
1994	18.67%	0.54%	6.10%	20.77%	0.56%	6.31%
1995	18.69%	0.61%	6.82%	20.65%	0.65%	7.18%
1996	12.77%	0.67%	7.44%	11.14%	0.70%	7.72%
1997	14.10%	0.75%	8.17%	13.20%	0.77%	8.40%
1998	12.50%	0.82%	8.88%	11.39%	0.83%	9.05%
1999	14.10%	0.91%	9.76%	12.66%	0.91%	9.81%
2000	13.82%	1.00%	10.69%	12.64%	1.00%	10.64%

pública). Estos supuestos implican que el déficit fiscal puede variar según lo que ocurra básicamente con los ingresos tributarios y las rentas petroleras del gobierno. Implican también que los resultados del sector externo también pueden variar básicamente según el desempeño que tengan las exportaciones (dentro de las cuales las de hidrocarburos son el componente más crítico).

Este manejo macroeconómico no corresponde exactamente al observado en la práctica en los dos últimos años, cuando ha ocurrido una disminución de la tasa de cambio real y un aumento del gasto público. Como se verá más adelante, el escenario 2 es el que más se asemeja al manejo reciente de política. Sin embargo, es interesante mirar primero las principales implicaciones que tiene una política de protección a la tasa de cambio real.

En primer lugar, hay que tener en cuenta que la economía experimentará un choque externo en 1994 y 1995 como resultado del aumento en la producción de petróleo en estos años²⁵. Por consiguiente, la tasa de crecimiento del PIB pasa de 2.4% a niveles del 5% en 1994 y 1995. Después de este año el crecimiento del PIB desciende a niveles del 3%, como se observa en el Gráfico 7.

²⁵ Téngase en cuenta que la magnitud en la que aumentará la producción de petróleo es hipotética, pues aún se desconoce el tamaño de los yacimientos de Cusiana y el ritmo al cual se explotarán.

VARIABLES como la inversión privada y por ende la importación de bienes de capital presentan el mismo desempeño. Como es de esperar, el déficit fiscal se reduce en 1993 y a partir de 1994 se logra superávit, ya que los gastos del sector público se mantienen bajo control mientras los ingresos se elevan por efecto de las rentas petroleras y la expansión económica general.

Esto hace que la restricción de financiamiento que presenta la economía en 1992 y 1993 tienda a disminuir, y que el crédito presente sus mayores niveles de crecimiento entre 1994 y 1995. Después de 1992 la tasa de interés se incrementa, pero a partir de 1995 registra una ligera tendencia descendente. La tasa de interés (pasiva) pasa de 27% en 1992 a 34% en 1994 y al final del período llega a un nivel de 31.5%.

En cuanto a la inflación la tendencia es ligeramente descendente, pasando de 27% en 1992 a 23.8% en el año 2000.

En este escenario la actividad de leasing tiene su mayor potencial de crecimiento en 1994 y 1995 para llegar al final del siglo a la meta establecida de representar el 1% del PIB (Cuadro 13). Para tal fin, los activos dados en leasing deben crecer inicialmente a tasas anuales reales del 10%, luego a ritmos del 18% entre 1994 y 1995, y después crecer el 12% y el 14% por año.

Si se toma como criterio de desempeño del leasing el comportamiento de la inversión privada y se fija como meta para el año 2000 financiar el 10% de dicha inversión, se obtienen tasas de crecimiento menos estables entre 1992 y 1994 que según el criterio anterior. Las tasas requeridas son menores todos los años, con excepción de 1994 y 1995.

El principal rasgo de este escenario desde el punto de vista del leasing sería la posibilidad de desempeñarse en forma dinámica y estable.

Dado el fortalecimiento de la situación fiscal, no aparecerían situaciones de restricción crediticia que podrían entorpecer las actividades del sector. Dada también la estabilidad del ritmo de devaluación para mantener la tasa de cambio real, la tasa de interés también se mantendría bastante estable facilitando las actividades del sector, ya que según vimos en este trabajo el impacto de un incremento en el costo financiero de la compañía de leasing sería negativo tanto para el usuario del servicio como para la compañía.

Por consiguiente, un escenario en el que el manejo macroeconómico esté dirigido a mantener el índice de tasa de cambio real y la disciplina fiscal es favorable para el crecimiento de la actividad de leasing, a pesar de que ello no conduzca a abaratar las

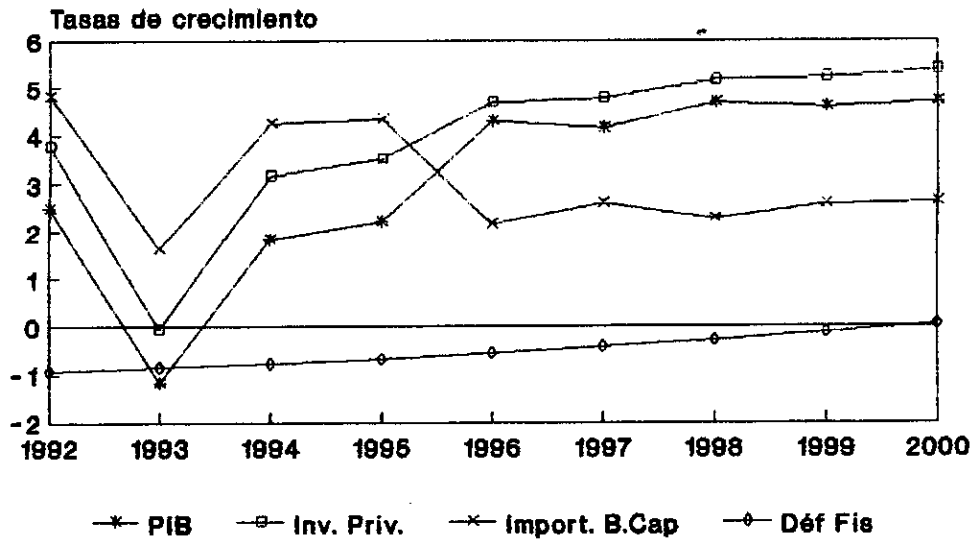
importaciones de bienes de capital. Como veremos en seguida, una reducción de la tasa de cambio real, aunque abarataría los bienes de capital, crearía un clima adverso a la inversión y al crecimiento económico que resultaría contrario al desarrollo del leasing.

b. Escenario 2

En contraste con el primer escenario, en este segundo escenario el objetivo de la política económica es disminuir el superávit externo de la economía. En este caso el ajuste se da a través de la tasa de cambio. Se permite una revaluación de la tasa de cambio para que se incremente el componente importado del gasto a pesar del efecto negativo que esto tiene sobre la competitividad de las exportaciones no tradicionales. Este tipo de ajuste es el que las autoridades económicas han adoptado desde 1991.

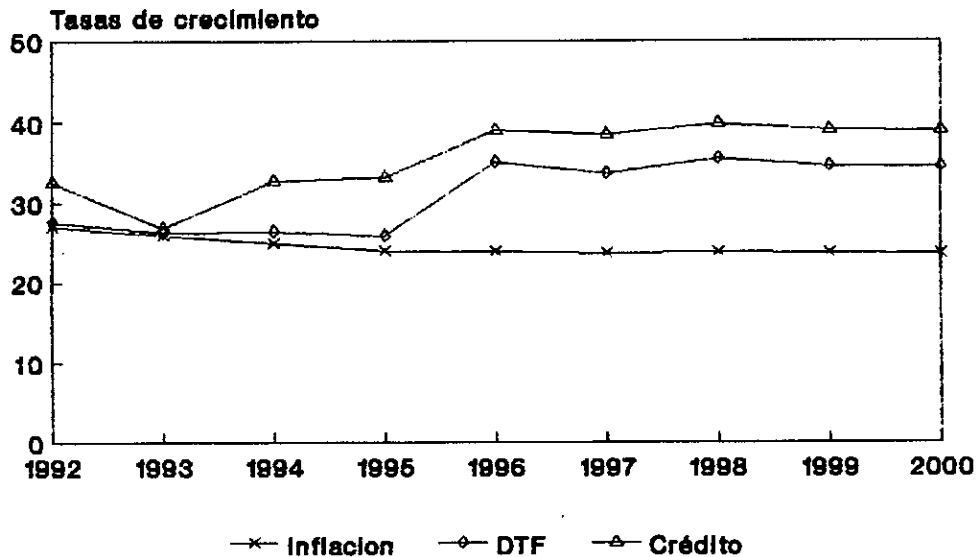
En este escenario también la política de gasto público es pasiva. Incluso la tasa de crecimiento de la inversión pública cae en 1993. Aquí es importante tener en cuenta el efecto negativo que tiene la revaluación de la tasa de cambio sobre las finanzas públicas, tanto por la disminución que se da en los ingresos fiscales relacionados con la actividad económica externa, como por la caída en el recaudo originada en una desaceleración inicial del nivel de actividad

GRAFICO 8. ESCENARIO 2 VARIABLES MACROECONOMICAS



Nota: El déficit fiscal aparece como porcentaje del PIB. Anexo 4.

VARIABLES MONETARIAS E INFLACION



Fuente: Anexo 4

Cuadro 14
 ESCENARIOS ALTERNATIVOS DE DESEMPEÑO DEL SECTOR DE LEASING CON BASE
 EN EL CRECIMIENTO DEL PIB Y LA INVERSIÓN 1992-2000
 ESCENARIO 2. CIERRE POR TASA DE CAMBIO

CRECIMIENTO DE ACTIVOS DADOS EN LEASING CON BASE EN LA TENDENCIA QUE REGISTRA EL MODELO						
AÑO	Respecto al PIB			Respecto a la inversión		
	ADL	ADL/PIB	ADL/INV PRIV	ADL	ADL/PIB	ADL/INV PRIV
1992	2.47%	0.42%	4.71%	3.77%	0.42%	4.77%
1993	-1.54%	0.41%	4.65%	-0.08%	0.43%	4.77%
1994	0.30%	0.41%	4.52%	3.14%	0.43%	4.77%
1995	0.64%	0.40%	4.39%	3.50%	0.44%	4.77%
1996	4.94%	0.40%	4.40%	4.69%	0.44%	4.77%
1997	4.43%	0.41%	4.39%	4.78%	0.44%	4.77%
1998	5.29%	0.41%	4.39%	5.18%	0.44%	4.77%
1999	5.06%	0.41%	4.39%	5.23%	0.45%	4.77%
2000	5.10%	0.41%	4.38%	5.38%	0.45%	4.77%

TASAS DE CRECIMIENTO NECESARIAS PARA ALCANZAR UN NIVEL DE PARTICI- PACION DE LOS ACTIVOS DADOS EN LEASING EN EL PIB DE 1% EN EL AÑO 2000						
AÑO	Respecto al PIB			Respecto a la inversión		
	ADL	ADL/PIB	ADL/INV PRIV	ADL	ADL/PIB	ADL/INV PRIV
1992	11.65%	0.45%	5.14%	13.70%	0.46%	5.23%
1993	-7.27%	0.43%	4.77%	-0.27%	0.47%	5.22%
1994	1.45%	0.42%	4.69%	11.13%	0.51%	5.63%
1995	3.14%	0.43%	4.67%	12.24%	0.56%	6.10%
1996	23.94%	0.51%	5.53%	16.35%	0.62%	6.78%
1997	21.38%	0.59%	6.41%	16.57%	0.70%	7.54%
1998	25.42%	0.71%	7.64%	17.87%	0.79%	8.45%
1999	24.21%	0.84%	9.02%	17.92%	0.89%	9.47%
2000	24.30%	1.00%	10.64%	18.32%	1.00%	10.64%

económica. Esto se refleja en un déficit fiscal que, aunque decrece desde 1992, solo se cierra hasta el año 2000 (Gráfico 8).

Bajo estas condiciones el choque externo que experimenta la economía en 1994, originado en un incremento de las exportaciones de petróleo, es suficiente para que se recupere de la profunda caída que se da en 1993 y a partir de ese momento se da un crecimiento continuado del PIB. En 1993 la tasa de crecimiento del PIB es de -1.7% luego se da un incremento en esta variable hasta llegar a un nivel de 4.7% en el año 2000.

En contraste con el escenario 1, en este escenario tanto las tasas de crecimiento del PIB como las de la inversión son menores entre 1992 y 1995, mientras a partir de 1996 son sustancialmente mayores que las registradas en el escenario 1.

A pesar de que la inversión privada sigue la misma tendencia del PIB, con un gran dinamismo a partir de 1995, las importaciones de bienes de capital solo crecen entre 1993 y 1995, para luego caer y mantenerse relativamente constantes en un crecimiento del 2%.

La inflación presenta una tendencia decreciente y se sitúa en niveles más bajos que los registrados en el escenario 1.

Como es de esperar el déficit fiscal impone una restricción de financiamiento al sector privado. En este escenario el crecimiento del crédito es bastante restringido entre 1992 y 1995, pero a partir de ese año se registran tasas de crecimiento de esta variable ligeramente superiores a las que arroja el escenario 1 para los mismos años. Entre 1992 y 1993 la tasa de crecimiento del crédito pasa de 32.5% a 26.8%, posteriormente hay una tendencia creciente y llega a un máximo de 39.7% en 1998. Esto contrasta con el escenario 1 en el que hay un marcado crecimiento del crédito entre 1992 y 1995, cuando se registra una tasa máxima de crecimiento del 42% y a partir de este año se sitúa en un promedio de 36%.

La revaluación de la tasa de cambio hace que la tasa de interés pasiva doméstica tienda a bajar, pasando de un 27.5% en 1992 a un 25.8% en 1995, a pesar de la restricción crediticia. A partir de 1996 se eleva a un 35% y posteriormente se mantiene alrededor del 34%. En comparación con el escenario 1, la tasa de interés aquí tiene más fluctuaciones y es más alta.

Desde el punto de vista de la actividad de leasing, el posible desempeño que un escenario como este plantea es una pérdida de dinamismo en los próximos cuatro años y posteriormente una recuperación acelerada, con un alto costo de inestabilidad para esta actividad.

El desempeño es más inestable respecto al PIB que respecto a la inversión (Cuadro 14). Para cumplir la meta establecida (1% del PIB en el año 2000) el leasing pasa de crecer el 11.7% en 1992 a una caída del -7% en 1993, los dos años siguientes son de lento crecimiento y posteriormente crece a niveles del 24%. En contraste, el desempeño de la inversión privada hace que el leasing experimente una caída en 1993 y posteriormente crezca de manera estable a tasas entre el 12% y el 16%. La tendencia de crecimiento respecto a la inversión privada es más estable y a tasas inferiores, respecto a las que arroja el desempeño del PIB, después de 1996.

Este resultado confirma que un manejo macroeconómico en el que se protege la tasa de cambio real es más conveniente para el crecimiento de la actividad de leasing (escenario 1). En particular, la revaluación de la tasa de cambio hace que se presente una restricción de financiamiento al sector privado que es definitiva para el crecimiento del leasing, no solo por que incrementa sus costos financieros sino por el efecto adverso de las fluctuaciones en la tasa de interés.

En este escenario, a pesar de que se prevea un gran dinamismo para la actividad de leasing en el largo plazo, el efecto de la revaluación sobre la inversión y sobre el nivel de actividad económica es bastante negativo en el mediano plazo y limita los

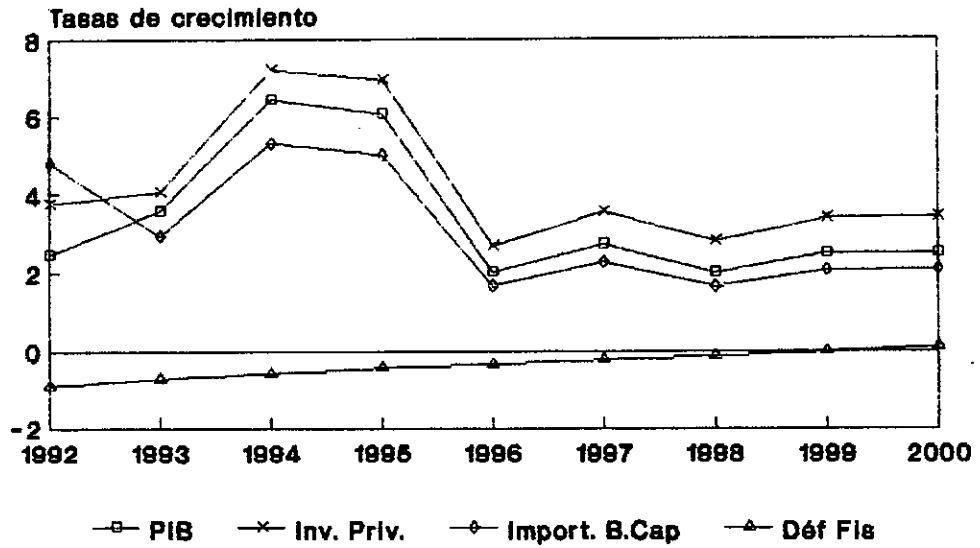
beneficios que puede tener para la economía un incremento en los ingresos externos por petróleo, entre 1994 y 1995.

c. Escenario 3

En el escenario 3 el objetivo de política económica es compensar el desequilibrio producido por mayores ingresos externos a través de un incremento en el nivel de gasto público, manteniendo constante la tasa de cambio real. Para estos se hace una política activa de inversión pública particularmente entre 1992 y 1995, que eleva el gasto en importaciones, tanto de bienes de capital como de bienes intermedios. Debido a que el gasto público crece principalmente entre 1992 y 1995 y, en menor medida, a que se protege la tasa de cambio real el déficit fiscal se va cerrando y en el año 2000 se torna en un pequeño superávit (Gráfico 9).

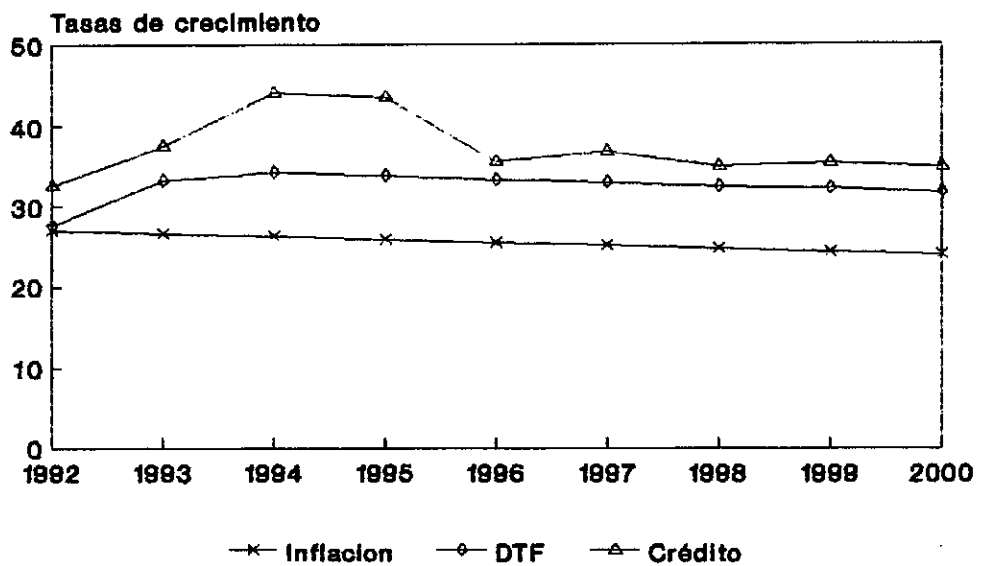
El desempeño de la economía en este escenario es similar al del escenario 1, solo que el crecimiento del PIB entre 1992 y 1995 es mayor. Se pasa de un crecimiento del PIB de 2.4% en 1992 a 6.4% en 1994, resultado del choque externo producido por el petróleo. A partir de 1996 el crecimiento del PIB se sitúa aproximadamente alrededor del 2%.

GRAFICO 9. ESCENARIO 3 VARIABLES MACROECONOMICAS



Nota: El déficit fiscal aparece como porcentaje del PIB. Anexo 4.

VARIABLES MONETARIAS E INFLACION



Fuente: Anexo 4

Cuadro 15
 ESCENARIOS ALTERNATIVOS DE DESEMPEÑO DEL SECTOR DE LEASING CON BASE
 EN EL CRECIMIENTO DEL PIB Y LA INVERSIÓN 1992-2000
 ESCENARIO 3. CIERRE POR GASTO PÚBLICO

CRECIMIENTO DE ACTIVOS DADOS EN LEASING CON BASE EN LA TENDENCIA QUE REGISTRA EL MODELO						
AÑO	Respecto al PIB			Respecto a la inversión		
	ADL	ADL/PIB	ADL/INV PRIV	ADL	ADL/PIB	ADL/INV PRIV
1992	2.47%	0.42%	4.71%	3.77%	0.42%	4.77%
1993	3.62%	0.42%	4.69%	4.06%	0.42%	4.77%
1994	5.45%	0.41%	4.62%	7.21%	0.43%	4.77%
1995	5.15%	0.41%	4.54%	6.95%	0.43%	4.77%
1996	2.23%	0.41%	4.52%	2.71%	0.43%	4.77%
1997	2.77%	0.41%	4.48%	3.57%	0.44%	4.77%
1998	2.14%	0.41%	4.46%	2.81%	0.44%	4.77%
1999	2.70%	0.41%	4.43%	3.39%	0.44%	4.77%
2000	2.66%	0.41%	4.39%	3.43%	0.45%	4.77%

TASAS DE CRECIMIENTO NECESARIAS PARA ALCANZAR UN NIVEL DE PARTICI- PACION DE LOS ACTIVOS DADOS EN LEASING EN EL PIB DE 1% EN EL AÑO 2000						
AÑO	Respecto al PIB			Respecto a la inversión		
	ADL	ADL/PIB	ADL/INV PRIV	ADL	ADL/PIB	ADL/INV PRIV
1992	10.64%	0.45%	5.09%	12.90%	0.46%	5.19%
1993	15.58%	0.50%	5.65%	13.82%	0.50%	5.68%
1994	23.64%	0.58%	6.52%	24.34%	0.59%	6.59%
1995	22.55%	0.67%	7.47%	23.26%	0.68%	7.59%
1996	9.75%	0.72%	7.98%	9.00%	0.73%	8.06%
1997	12.09%	0.79%	8.64%	11.77%	0.80%	8.70%
1998	9.33%	0.85%	9.19%	9.18%	0.85%	9.24%
1999	11.75%	0.92%	9.93%	11.00%	0.92%	9.92%
2000	11.54%	1.00%	10.71%	11.03%	1.00%	10.65%

Hay un impacto positivo sobre la inversión privada, que en 1994 y 1995 presenta las mayores tasas de crecimiento de los tres escenarios vistos, 7.2% y 6.2% respectivamente. Sin embargo, después de 1996 esas tasas de crecimiento son menores que las que arrojan los otros escenarios. Las importaciones de bienes de capital, a pesar de que la tasa de cambio real se mantiene constante, registran las mayores tasas de crecimiento de todos los escenarios entre 1994 y 1995, 5.% aproximadamente en los dos años. A partir de 1996 la tasa de crecimiento de este tipo de bienes se sitúa en un nivel del 2%.

Como resultado del déficit fiscal que se da en este escenario, la inflación presenta una tendencia decreciente pero es ligeramente más alta que la que se da en el escenario 1. Esta situación, como es de esperar, impone una restricción de financiamiento a la economía. Sin embargo, debido a que el crecimiento de las importaciones hace que el superávit externo se reduzca, como porcentaje del PIB, el crédito presenta las mayores tasas de crecimiento, de los dos escenarios vistos, entre 1994 y 1995, cuando crece a tasas del 44%. Posteriormente, se mantiene alrededor del 34%, nivel más bajo que en los otros dos escenarios. Al igual que en el escenario 1, la estabilidad en el ritmo de devaluación hace que la tasa de interés también se mantenga relativamente estable, aunque su nivel es mayor que el que se registra en el escenario 2.

Desde el punto de vista de una estrategia de crecimiento para el leasing este es un escenario macroeconómico de profunda inestabilidad especialmente en el largo plazo. En contraposición al escenario 2, en este escenario en el corto plazo se presenta un gran dinamismo para la actividad de leasing, mientras en el largo plazo hay una desaceleración con grandes fluctuaciones.

Tanto con base en el PIB como con base en la inversión las tasas de crecimiento del leasing fluctúan bastante (Cuadro 15). Para cumplir la meta de 1% del PIB en el 2000 en este escenario las tasas de crecimiento más altas determinadas por el PIB son de 23% aproximadamente en 1994 y 1995, después de este año caen a niveles entre el 9% y el 12%. Con base en la inversión privada las tasas de crecimiento requeridas para llegar al 10% de la inversión son en 1994 y 1995 cercanas al 23% y después caen por debajo del 11%.

Es importante hacer notar que es en este escenario, respecto al 1 y al 2, en el cual la actividad de leasing es más dinámica en el muy corto plazo. En parte, debido a un magnífico desempeño de la inversión privada en esos años y también porque hay una buena disponibilidad de crédito. Sin embargo, no se puede dejar de considerar la inestabilidad y el bajo crecimiento que se registran a partir de 1996.

d. Escenario 4

El escenario 4 tiene el mismo tipo de ajuste del escenario 3, solo que aquí se supone que el incremento en la inversión pública es permanente entre 1992 y el año 2000 y que simultáneamente con el aumento en el gasto del gobierno el superávit en cuenta corriente se va reduciendo hasta casi cerrarse en el año 2000. Esto hace una gran diferencia con el escenario 3 pues el déficit fiscal tiende a agrandarse desde 1996 hasta el final de la década, como porcentaje del PIB. En este caso también se mantiene constante la tasa de cambio real (Gráfico 10).

En general, el desempeño de la economía hasta 1995 es similar al que presenta el escenario 3 y las diferencias se presentan a partir de 1996. El PIB pasa de una tasa de crecimiento del 2.5% en 1992 a una de 6% en 1995. Después de este año, la tasa de crecimiento del PIB se mantiene bastante por encima del 3% hasta el año 2000, mientras en el escenario 3 entre 1996 y el año 2000 esta tasa no supera el 2.5%.

Aunque las mayores tasas de crecimiento de la inversión pública se presentan entre 1993 y 1995, igual que en el escenario 3, después de este año se siguen manteniendo tasas de crecimiento de esta variable superiores a las que se dan en cualquiera de los escenarios vistos. Esto, como es de esperar, hace que tanto las

del banco hay una pérdida de competitividad del leasing a más largo plazo. Esto sucede porque a 36 meses el beneficio tributario del crédito se hace mayor.

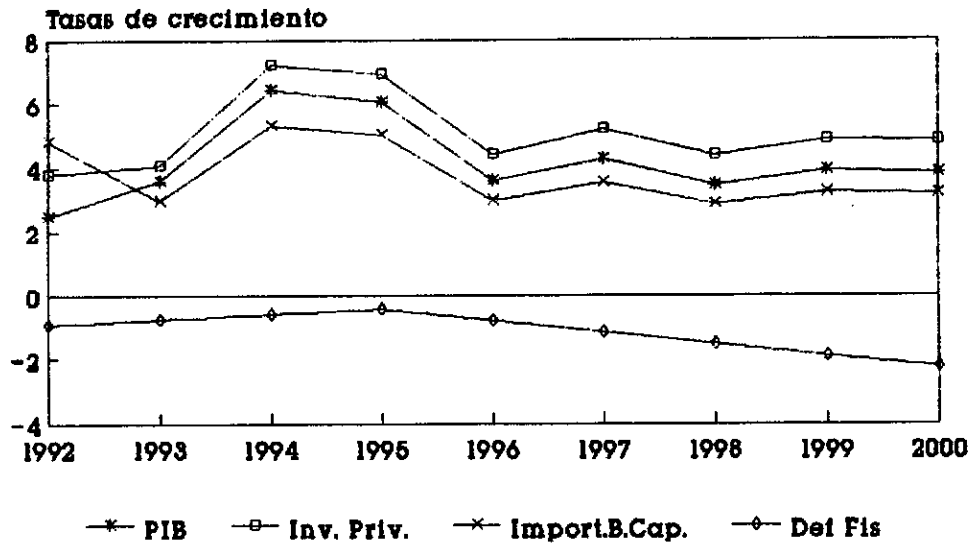
Finalmente, las simulaciones 7 y 8 evidencian la dependencia que la operación de leasing tiene de los beneficios tributarios para ser competitiva frente al crédito.

a. Efecto sobre la rentabilidad de la compañía de leasing

Las simulaciones vistas en la sección anterior tienen por objeto comparar el costo de financiero de la alternativa de leasing frente a la de crédito desde el punto de vista del usuario. Por esto frente a cambios en las distintas variables se supone que la rentabilidad de la compañía de leasing se mantiene constante, a pesar de que la tasa de interés se incremente o de que se le imponga algún tipo de impuesto, por ejemplo.

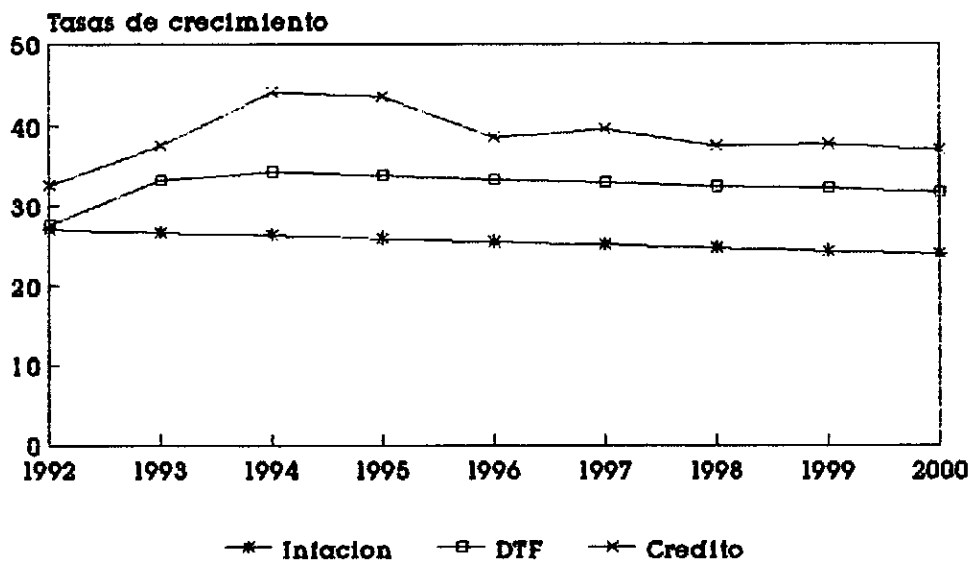
Sin embargo, si el análisis se hace desde el punto de vista de la compañía de leasing lo más probable es que esos cambios afecten la rentabilidad del negocio. En esta sección se mira, para las distintas alternativas de leasing vistas en la sección anterior, lo que sucede con el flujo neto real de la compañía de leasing.

GRAFICO 10. ESCENARIO 4 VARIABLES MACROECONOMICAS



Nota: El déficit fiscal aparece como porcentaje del PIB. Anexo 4.

VARIABLES MONETARIAS E INFLACION



Fuente: Anexo 4

Cuadro 16
 ESCENARIOS ALTERNATIVOS DE DESEMPEÑO DEL SECTOR DE LEASING CON BASE
 EN EL CRECIMIENTO DEL PIB Y LA INVERSIÓN 1992-2000
 ESCENARIO 4. CIERRE POR GASTO PÚBLICO CON SUPERAVIT
 EN CUENTA CORRIENTE EN DESCENSO

CRECIMIENTO DE ACTIVOS DADOS EN LEASING CON BASE EN LA TENDENCIA QUE REGISTRA EL MODELO						
AÑO	Respecto al PIB			Respecto a la inversión		
	ADL	ADL/PIB	ADL/INV PRIV	ADL	ADL/PIB	ADL/INV PRIV
1992	2.47%	0.42%	4.71%	3.77%	0.42%	4.77%
1993	3.62%	0.42%	4.69%	4.06%	0.42%	4.77%
1994	5.45%	0.41%	4.62%	7.21%	0.43%	4.77%
1995	5.15%	0.41%	4.54%	6.95%	0.43%	4.77%
1996	2.23%	0.40%	4.45%	4.39%	0.43%	4.77%
1997	2.77%	0.40%	4.34%	5.19%	0.44%	4.77%
1998	2.14%	0.39%	4.25%	4.36%	0.44%	4.77%
1999	2.70%	0.39%	4.16%	4.86%	0.45%	4.77%
2000	2.66%	0.38%	4.08%	4.81%	0.45%	4.77%

TASAS DE CRECIMIENTO NECESARIAS PARA ALCANZAR UN NIVEL DE PARTICI- PACION DE LOS ACTIVOS DADOS EN LEASING EN EL PIB DE 1% EN EL AÑO 2000						
AÑO	Respecto al PIB			Respecto a la inversión		
	ADL	ADL/PIB	ADL/INV PRIV	ADL	ADL/PIB	ADL/INV PRIV
1992	11.06%	0.45%	5.11%	11.38%	0.45%	5.12%
1993	16.19%	0.51%	5.70%	12.19%	0.49%	5.52%
1994	24.56%	0.59%	6.63%	21.46%	0.56%	6.26%
1995	23.43%	0.69%	7.65%	20.51%	0.64%	7.05%
1996	10.29%	0.73%	8.08%	12.86%	0.69%	7.63%
1997	12.95%	0.79%	8.68%	15.07%	0.76%	8.34%
1998	10.14%	0.85%	9.16%	12.56%	0.83%	9.00%
1999	12.93%	0.92%	9.87%	13.86%	0.91%	9.77%
2000	12.87%	1.00%	10.62%	13.60%	1.00%	10.59%

importaciones de bienes de capital como las de consumo intermedio también registren un gran dinamismo durante todo el período y especialmente entre 1993 y 1995. Lo cual finalmente, llevará al cierre del superávit externo. En estrecha relación con el desempeño de la inversión pública y de las importaciones de bienes de capital, la inversión privada también presenta tasas de crecimiento superiores a las que arrojan los otros escenarios.

La combinación del déficit fiscal y la disminución del superávit externo hace que el efecto neto sobre la financiación interna sea un crecimiento del crédito superior al registrado en el escenario 3 pero inferior o igual al de los otros dos escenarios. El crédito crece entre 1992 y 1995 hasta llegar a una tasa del 44%. Después de ese año la tasa de crecimiento disminuye pero se sitúa por el 37% en promedio. La tasa de interés es relativamente estable con una tendencia decreciente, aproximadamente un 33% en promedio. La inflación, por su parte, es decreciente y presenta los mismos niveles que en el escenario 3.

Para la actividad de leasing este escenario es estratégicamente muy similar al escenario 1, es estable pero ofrece la posibilidad de un mayor dinamismo para el sector, pues arroja sistemáticamente tasas de crecimiento mayores para todos los años, tanto respecto al PIB como respecto a la inversión (Cuadro 16).

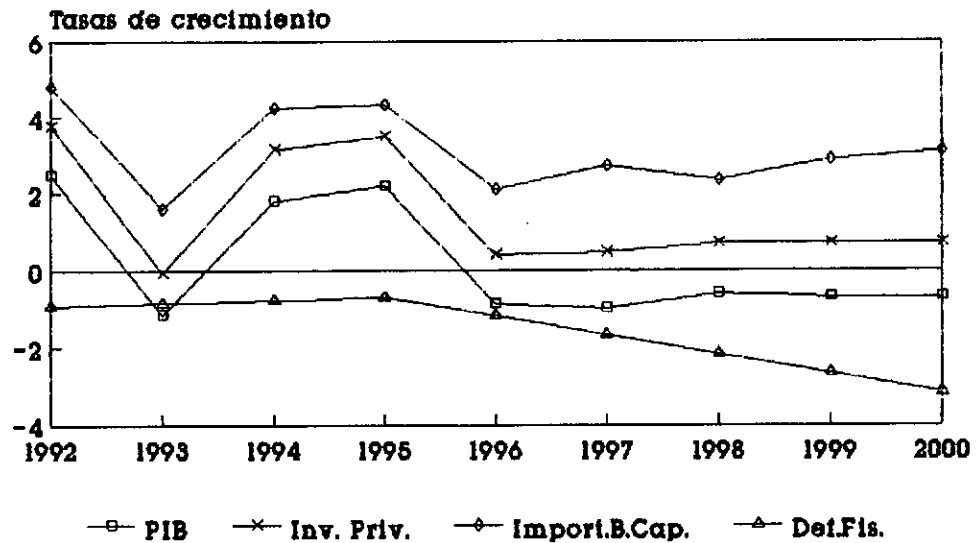
En particular sobresale de este escenario el buen ritmo de crecimiento de la inversión y de las importaciones de bienes de capital. Así como, una buena disponibilidad de financiación con relativa estabilidad de la tasa de interés. Este es el escenario en el que el desempeño de la inversión privada hace que el leasing presente la tendencia más dinámica de crecimiento para llegar a ser el 10% de la inversión en el año 2000.

Sin embargo, es importante tener en cuenta los problemas que genera un déficit fiscal creciente como el que resulta en este escenario. En primer lugar, en términos de inflación y en segundo lugar, porque un desequilibrio fiscal lleva a que el gobierno tenga que incrementar sus rentas lo cual podría conducir a que se eliminaran algunos de los beneficios tributarios del leasing. Esto, como se vió en el capítulo 2, tiene un impacto negativo sobre la competitividad del leasing y limitaría el crecimiento de esta actividad.

e. Escenario 5

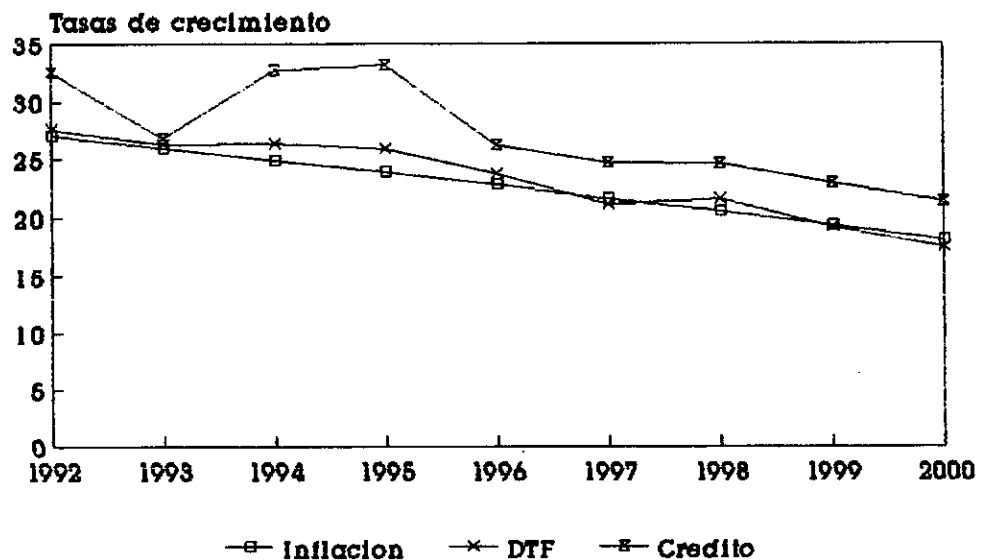
Finalmente, en el escenario 5 se realiza el mismo ajuste que en el escenario 3, es decir el objetivo de política económica es reducir el superávit externo a través de una revaluación de la tasa de cambio, pero aquí se supone que la revaluación es mayor a partir de

GRAFICO 11. ESCENARIO 5 VARIABLES MACROECONOMICAS



Nota: El déficit fiscal aparece como porcentaje del PIB. Anexo 4.

VARIABLES MONETARIAS



Fuente: Anexo 4

Cuadro 17
 ESCENARIOS ALTERNATIVOS DE DESEMPEÑO DEL SECTOR DE LEASING CON BASE
 EN EL CRECIMIENTO DEL PIB Y LA INVERSIÓN 1992-2000
 ESCENARIO 5. CIERRE POR TASA DE CAMBIO CON
 DISMINUCIÓN GRADUAL DEL SUPERAVIT EXTERNO, ENFERMEDAD
 HOLANDESA POR LA VÍA DE LA REVALUACIÓN

CRECIMIENTO DE ACTIVOS DADOS EN LEASING CON BASE EN LA TENDENCIA QUE REGISTRA EL MODELO						
AÑO	Respecto al PIB			Respecto a la inversión		
	ADL	ADL/PIB	ADL/INV PRIV	ADL	ADL/PIB	ADL/INV PRIV
1992	2.47%	0.42%	4.71%	3.77%	0.42%	4.77%
1993	3.62%	0.44%	4.89%	-0.08%	0.43%	4.77%
1994	5.45%	0.45%	5.00%	3.14%	0.43%	4.77%
1995	5.15%	0.46%	5.08%	3.50%	0.44%	4.77%
1996	2.23%	0.48%	5.17%	0.39%	0.44%	4.77%
1997	2.77%	0.50%	5.29%	0.45%	0.45%	4.77%
1998	2.14%	0.51%	5.37%	0.69%	0.45%	4.77%
1999	2.70%	0.53%	5.47%	0.69%	0.46%	4.77%
2000	2.66%	0.55%	5.58%	0.70%	0.47%	4.77%

TASAS DE CRECIMIENTO NECESARIAS PARA ALCANZAR UN NIVEL DE PARTICI- PACION DE LOS ACTIVOS DADOS EN LEASING EN EL PIB DE 1% EN EL AÑO 2000						
AÑO	Respecto al PIB			Respecto a la inversión		
	ADL	ADL/PIB	ADL/INV PRIV	ADL	ADL/PIB	ADL/INV PRIV
1992	9.10%	0.44%	5.02%	28.75%	0.52%	5.92%
1993	12.71%	0.51%	5.66%	-0.57%	0.53%	5.89%
1994	18.44%	0.59%	6.50%	23.36%	0.64%	7.05%
1995	16.95%	0.67%	7.35%	25.67%	0.78%	8.56%
1996	7.12%	0.73%	7.84%	2.85%	0.81%	8.77%
1997	8.51%	0.80%	8.47%	3.23%	0.85%	9.01%
1998	6.40%	0.85%	8.95%	4.87%	0.89%	9.39%
1999	7.81%	0.93%	9.58%	4.83%	0.94%	9.77%
2000	7.43%	1.00%	10.22%	4.83%	1.00%	10.17%

1996 y esto lleva a que se vaya dando una reducción gradual del superávit externo que, como porcentaje del PIB, prácticamente se cierra en el año 2000. La principal implicación de la permanente revaluación de la tasa de cambio en este escenario es que la economía enfrenta lo que se conoce como enfermedad holandesa.

En términos generales la enfermedad holandesa implica que, como resultado de la revaluación de la tasa de cambio, se da una caída en la producción industrial. En particular, la de bienes exportables no tradicionales y la de bienes importables producidos nacionalmente. Por consiguiente, las exportaciones no tradicionales caen, mientras se incrementan especialmente las importaciones de bienes de consumo. Como es de esperar, esto trae un efecto adverso sobre el nivel de actividad y sobre la inversión privada.

Esta situación se refleja en una caída del PIB entre 1992 y 1993. El choque externo producido por el petróleo entre 1994 y 1995 apenas hace que se dé una leve recuperación en el nivel de actividad económica, con un crecimiento del PIB del 2% aproximadamente. Después de este año la tasa de crecimiento del PIB se torna sistemáticamente negativa hasta el año 2000 (Gráfico 11).

Bajo estas condiciones la inversión privada apenas alcanza un crecimiento del 3% en los años 1994 y 1995 y posteriormente no supera un crecimiento del 0.7%. La caída en el nivel de actividad

económica también tiene un efecto adverso sobre el déficit fiscal que se profundiza a partir de 1995. Como resultado de esto la inversión pública decrece durante todo el período considerado. Este pobre desempeño de la inversión resulta en un bajo crecimiento de las importaciones de bienes de capital.

El déficit fiscal creciente, se refleja en un bajo crecimiento del crédito. Este es el escenario en que esta variable presenta las tasas de crecimiento más bajas. El problema de demanda que enfrenta la economía en este escenario se refleja en una tendencia decreciente tanto de la inflación como de la tasa de interés. Esta última también determinada por la revaluación de la tasa de cambio.

Desde el punto de vista de una estrategia de crecimiento para el leasing este es el peor escenario de todos los vistos. No solo por la inestabilidad que representa sino por el pobre desempeño que determina para esta actividad (Cuadro 17).

Este escenario no solo confirma las conclusiones del escenario 2, en términos de que la revaluación contribuye a estimular la inversión a través de un menor precio de los bienes de capital importados, sino que hace evidentes las implicaciones más extremas de una política de revaluación del tipo de cambio. Los efectos que una política de este tipo tiene sobre el sector industrial son

especialmente negativos para el desempeño macroeconómico y, en este caso particular para la actividad de leasing.

ANEXO 1
(Millones de pesos)

Año	Número de compañías *	Activos dados en leasing	Tasa de crecimiento anual	Préstamos y descuentos			Leasing/ crédito total	Tasa de crecimiento cred tot	PIB Nominal 5/	ADL/ PIB	Trans. maq y eq 5/	ADL/ FBKF
				Bancos	Corporacion financieras	Total						
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)							
1975		21		38,113	13,369	51,482	0.04%		405,108	0.01%	28,200	0.07%
1976		257	1123.8%	48,652	17,299	65,951	0.39%	28.10%	532,270	0.05%	40,415	0.64%
1977		510	98.4%	70,029	25,428	95,457	0.53%	44.74%	716,029	0.07%	45,963	1.11%
1978		815	59.8%	85,423	33,056	118,479	0.69%	24.12%	909,487	0.09%	63,145	1.29%
1979 1/	6	878	7.7%	95,889	33,943	129,832	0.68%	9.58%	1,188,817	0.07%	85,381	1.03%
1980	13	1,851	110.8%	148,062	53,928	201,990	0.92%	55.58%	1,579,130	0.12%	121,830	1.52%
1981	31	4,608	148.9%	211,714	74,055	285,769	1.61%	41.48%	1,982,773	0.23%	154,920	2.97%
1982	38	7,513	63.0%	257,641	89,479	347,120	2.16%	21.47%	2,497,298	0.30%	188,194	3.99%
1983	40	6,395	-14.9%	344,824	90,386	435,210	1.47%	25.38%	3,054,137	0.21%	219,276	2.92%
1984	40	7,992	25.0%	415,753	99,208	514,961	1.55%	18.32%	3,856,584	0.21%	263,967	3.03%
1985	41	9,806	22.7%	521,713	106,633	628,346	1.56%	22.02%	4,965,883	0.20%	300,993	3.26%
1986	42	13,230	34.9%	676,332	145,423	821,755	1.61%	30.78%	6,787,956	0.19%	456,781	2.90%
1987	52	26,892	103.3%	907,949	208,626	1,116,575	2.41%	35.88%	8,824,408	0.30%	720,723	3.73%
1988 2/	59	44,640	66.0%	1,204,496	282,943	1,487,439	3.00%	33.21%	11,631,868	0.38%	1,022,565	4.37%
1989 3/	77	57,582	29.0%	1,633,338	430,690	2,064,028	2.79%	38.76%	15,189,592	0.38%	1,259,936	4.57%
1990 4/	38	74,289	29.0%	2,054,850	601,195	2,656,045	2.80%	28.68%	20,654,340	0.36%	1,616,780	4.59%
1991	43	109,042	46.8%	2,813,555	706,205	3,519,760	3.10%	32.52%	27,498,074	0.40%	2,020,975	5.40%

* Sociedades activas cuyo objeto principal es el leasing.

1/ Este es el número de sociedades activas que se habían creado entre 1971 y 1979.

2/ Para 1988, el total de sociedades de leasing activas e inactivas y que hacían leasing como actividad secundaria era de 124 compañías.

3/ En 1989 77 compañías de leasing solicitaron a la Superintendencia Bancaria autorización de funcionamiento.

4/ En 1990 la Superintendencia Bancaria determinó que solo 38 compañías cumplían los requisitos legales necesarios.

5/ PIB y FBKF en transporte maquinaria y equipo de Cuentas Nacionales del DANE

Fuente: Activos dados en leasing hasta 1987 de Echeverri (1990), a partir de 1988 FEDELEASING

Crédito total de Revista del Banco de la República

ANEXO 2
 COMPAÑÍAS DE LEASING FRENTE AL RESTO DEL SISTEMA FINANCIERO
 TAMAÑO DE ACTIVOS 1991 (Miles de pesos)

Intermediarios	Activos Totales	Composición porcentual	Activos Financieros	Composición porcentual
Bancos 1/	6,093,064,000	59.1%	5,253,423,000	57.18%
Corporaciones de ahorro y vivienda	2,294,725,000	22.2%	2,187,275,000	23.81%
Corporaciones financieras 2/	1,022,010,000	9.9%	899,117,000	9.79%
Compañías de financiamiento comercial	671,035,000	6.5%	620,801,000	6.76%
Compañías de leasing	160,262,134	1.6%	202,318,315	2.20%
Almacenes generales de depósito	62,150,000	0.6%	16,813,000	0.18%
Sociedades fiduciarias	13,069,400	0.1%	8,452,700	0.09%
Total	10,316,315,534	100.0%	9,188,200,015	100.00%

1/ No incluye Caja Social de Ahorros ni Caja Agraria.

2/ Solo incluye las privadas

Fuente: Banca y Finanzas, No 23, ene-mar de 1992, Asociación Bancaria de Colombia. Cifra de leasing de FEDELEASING.

ANEXO 3

ANEXO 3
EJERCICIOS COMPARATIVOS ENTRE LEASING Y CREDITO
METODOLOGIA

A. CREDITO BANCARIO

1. Flujo neto real

a. En este ejercicio se mira el flujo neto real que el crédito bancario genera al usuario. En este caso el flujo neto real corresponde a la suma de pagos que el usuario debe hacer al banco, que se llama servicio nominal del crédito, menos los beneficios tributarios que resultan de adquirir el bien a través de un crédito, descontada la inflación. Los beneficios son:

- Descuento, del impuesto de renta, del IVA pagado por la adquisición del equipo (ley 6 de 1992). Se supone una tarifa del IVA de 14%.

- Descuento por depreciación del equipo. El equipo se deprecia por el sistema de línea recta y se supone un período de vida útil de 10 años, tal y como lo establece el estatuto tributario para la maquinaria y el equipo. Para realizar el ajuste por inflación se supone una tasa de inflación anual de 25% para todos los años considerados. Para establecer el descuento por depreciación se toma una tasa de tributación del 35.1%.

- Descuento por el pago de intereses. Se supone que el usuario está sometido al sistema de ajustes integrales por inflación por lo cual tiene derecho a una deducción de 100% sobre el pago de intereses (decretos 2911 y 2912 de 1991). El descuento se calcula sobre la totalidad de intereses pagados al final de cada año, multiplicada por la tasa de tributación de 35.1%.

b. Tanto los pagos del crédito como los beneficios tributarios se registran mensualmente, en el momento en que se causan. Esto implica que para los distintos plazos los beneficios tributarios se registran en los meses 18, 30 y 42, respectivamente.

c. Se tiene en cuenta que para recibir \$10.000.000 se debe pedir prestada una suma mayor. Esta suma es:

$$\text{Crédito solicitado} = \frac{\text{Valor del equipo}}{1 - \text{tasa de interés trimestral}}$$

2. Valor presente neto

Es el valor presente del flujo neto real tomando como tasa de descuento la tasa de interés real.

B. LEASING

1. Flujo neto real

a. Para los ejercicios de leasing el flujo neto real corresponde a los pagos que el usuario debe hacer por concepto de canones mas el valor residual, que paga al final del contrato para quedarse con el bien, menos los beneficios tributarios y descontada la inflación.

Este ejercicio contempla diferentes formas de pago de los canones de arrendamiento que generan el mismo ingreso operacional a la compañía arrendadora. El ejercicio se construye a partir de los siguientes pasos, que se verán detalladamente a continuación:

- Formas de pago de los canones de arrendamiento.
- Flujo neto real para la compañía de leasing.
- Flujo neto real para el usuario.

2. Formas de pago de la cuota de arrendamiento

a. En la financiación a través de leasing se presentan tres alternativas de pago de los canones que garantizan a la compañía el mismo margen de operación (esto es el flujo neto real para la compañía de leasing, que se verá más adelante). El margen de operación que se toma como punto de partida es el que corresponde a una forma de pago del leasing de cuota fija, la cual permite recuperar el valor del equipo descontado el valor residual. Esta forma de pago es la primera alternativa que se llama leasing no indexado.

Las otras dos formas de pago son: una en la que se pacta una cuota de arrendamiento que se incrementa anualmente y otra en la que la cuota de arrendamiento se indexa, es decir mantiene su valor en términos reales.

b. La cuota de arrendamiento que se incrementa anualmente (leasing con cuota ascendente) se determina también hallando la cuota que permite recuperar el valor del equipo menos el valor residual. Esta cuota se considera la cuota máxima que se puede cobrar. Dado que el ejercicio trata de que el usuario empiece con cuotas más bajas, por ejemplo en el caso de un leasing a 24 meses, se determina una cuota 20% más baja que genera a la compañía el mismo flujo neto real, que el sistema de leasing no indexado para ese plazo.

c. En el ejercicio de cuota arrendamiento que se indexa, o leasing indexado, se trata de que la cuota sea constante en términos reales y represente el mismo flujo neto real para la compañía de leasing que bajo un sistema de leasing no indexado. Para esto se determina la cuota que permite recuperar el valor del equipo descontado el valor residual y que garantice que una vez descontada la inflación se generará el flujo neto real anotado.

3. Flujo neto real para la compañía de leasing

a. El flujo neto real de la compañía de leasing o margen de operación, es el resultado de cruzar lo que la compañía paga como costo financiero y lo que recibe por pago de canones, teniendo en cuenta los beneficios tributarios que deriva de ser la propietaria del bien. Esto es: depreciación, descuento por IVA y descuento por pago de intereses.

El ejercicio supone que una operación de arrendamiento de un año la financia con un crédito del mismo plazo, y así para todos los plazos. Se calcula el flujo neto real de un crédito bancario normal con las distintas formas de pago de los canones.

b. La depreciación de la compañía arrendadora le permite depreciar el valor del bien en el tiempo del contrato de acuerdo con lo establecido por el decreto 2913 de 1991, que fue reglamentado en la circular externa 49 de 1992 de la Superintendencia Bancaria.

La formula de depreciación establecida en esta circular, permite calcular la depreciación mensualmente, de la siguiente forma:

$$\frac{[(CA - OC) * DT]}{DC} - DA = GD$$

Donde:

CA: Costo ajustado al final del mes en curso

OC: Opción de compra pactada en el contrato

DC: Días de arrendamiento pactados en el contrato

DT: Días transcurridos al final del mes en curso

DA: Depreciación acumulada al inicio del mes en curso. una vez ajustada por inflación, menos el saldo de la depreciación diferida al inicio del mes en curso, una vez ajustada por inflación

GD: Gasto por depreciación mensual

c. El descuento por concepto de IVA corresponde al descuento a que tiene derecho la compañía arrendadora por adquirir un bien de capital.

d. El descuento por pago de intereses, corresponde al beneficio tributario que resulta del pago de los costos financieros por la financiación de su actividad.

4. Flujo neto real para el usuario

a. Con base en las cuotas de arrendamiento que se calculan para determinar el flujo neto real de la compañía de leasing, se construye el flujo neto real del usuario. Este corresponde a los pagos que tiene que hacer por concepto de leasing más el valor residual, menos el beneficio tributarios, descontando la inflación. Este beneficio se refiere al descuento por concepto de pago de

arriendos, que es igual al valor total de los arriendos que pagó por la tasa de tributación del 35.1%.

ALTERNATIVA 1

CREDITO BANCARIO 12 MESES

Tasa de interés efec anual:

34.8%Trim nom:

7.7%

Mes	Saldo del crédito	Intereses	Amortización	Servicio Nominal	IVA	Depreciación	Ben. Trib. intereses	Flujo Neto Nom.	Flujo Neto Real	VPN 7.83%
0	10,840,025	840,025	0	840,025				840,025	840,025	6,317,396
1	10,840,025	0	0	0				0	0	
2	10,840,025	0	0	0				0	0	
3	8,130,019	630,019	2,710,006	3,340,025				3,340,025	3,205,089	
4	8,130,019	0	0	0				0	0	
5	8,130,019	0	0	0				0	0	
6	5,420,013	420,013	2,710,006	3,130,019				3,130,019	2,823,402	
7	5,420,013	0	0	0				0	0	
8	5,420,013	0	0	0				0	0	
9	2,710,006	210,006	2,710,006	2,920,013				2,920,013	2,475,973	
10	2,710,006	0	0	0				0	0	
11	2,710,006	0	0	0				0	0	
12	0	0	2,710,006	2,710,006				2,710,006	2,160,066	
13				0				0	0	
14				0				0	0	
15				0				0	0	
16				0				0	0	
17				0				0	0	
18				0	(1,400,000)	(438,750)	(737,122)	(2,575,872)	(1,814,228)	
19				0				0	0	
20				0				0	0	
21				0				0	0	
22				0				0	0	
23				0				0	0	
24				0				0	0	
25				0				0	0	
26				0				0	0	
27				0				0	0	
28				0				0	0	
29				0				0	0	
30				0		(548,438)		(548,438)	(301,604)	
31				0				0	0	
32				0				0	0	
33				0				0	0	
34				0				0	0	
35				0				0	0	
36				0				0	0	
37				0				0	0	
38				0				0	0	
39				0				0	0	
40				0				0	0	
41				0				0	0	
42				0		(685,547)		(685,547)	(294,367)	
Total	0	2,100,063	10,840,025	12,940,088	(1,400,000)	(1,672,734)	(737,122)	9,130,231	9,094,356	

ALTERNATIVA 2

CREDITO BANCARIO 24 MESES

Tasa de interés efec anual:

34.8%Trim nom:

7.7%

Mes	Saldo del crédito	Intereses	Amortización	Servicio Nominal	IVA	Depre- ciación	Ben. Trib. intereses	Flujo Neto Nom.	Flujo Neto Real	VPN 7.83%
0	10,840,025	840,025	0	840,025				840,025	840,025	5,129,506
1	10,840,025	0	0	0				0	0	
2	10,840,025	0	0	0				0	0	
3	9,485,022	735,022	1,355,003	2,090,025				2,090,025	2,005,588	
4	9,485,022	0	0	0				0	0	
5	9,485,022	0	0	0				0	0	
6	8,130,019	630,019	1,355,003	1,985,022				1,985,022	1,790,569	
7	8,130,019	0	0	0				0	0	
8	8,130,019	0	0	0				0	0	
9	6,775,016	525,016	1,355,003	1,880,019				1,880,019	1,594,129	
10	6,775,016	0	0	0				0	0	
11	6,775,016	0	0	0				0	0	
12	5,420,013	420,013	1,355,003	1,775,016				1,775,016	1,414,813	
13	5,420,013	0	0	0				0	0	
14	5,420,013	0	0	0				0	0	
15	4,065,009	315,009	1,355,003	1,670,013				1,670,013	1,251,273	
16	4,065,009	0	0	0				0	0	
17	4,065,009	0	0	0				0	0	
18	2,710,006	210,006	1,355,003	1,565,009	(1,400,000)	(438,750)		(273,741)	(192,800)	
19	2,710,006	0	0	0				0	0	
20	2,710,006	0	0	0				0	0	
21	1,355,003	105,003	1,355,003	1,460,006				1,460,006	966,625	
22	1,355,003	0	0	0				0	0	
23	1,355,003	0	0	0				0	0	
24	0	0	1,355,003	1,355,003				1,355,003	843,294	
25				0				0	0	
26				0				0	0	
27				0				0	0	
28				0				0	0	
29				0				0	0	
30				0				0	0	
31				0				0	0	
32				0				0	0	
33				0				0	0	
34				0				0	0	
35				0				0	0	
36				0				0	0	
37				0				0	0	
38				0				0	0	
39				0				0	0	
40				0				0	0	
41				0				0	0	
42				0				0	0	
						(685,547)		(685,547)	(294,367)	
Total	0	3,780,113	10,840,025	14,620,138	(1,400,000)	(1,672,734)	(1,326,819)	10,220,584	9,187,883	

ALTERNATIVA 3

CREDITO BANCARIO 36 MESES

Tasa de interés efec anual:

34.8%Trim nom:

7.7%

Mes	Saldo del crédito	Intereses	Amortización	Servicio Nominal	IVA	Depre- ciación	Ben. Trib. intereses	Flujo Neto Non.	Flujo Neto Real	VPN 7.83%
0	10,840,025	840,025	0	840,025				840,025	840,025	4,492,551
1	10,840,025	0	0	0				0	0	
2	10,840,025	0	0	0				0	0	
3	9,936,690	770,023	903,335	1,673,358				1,673,358	1,605,755	
4	9,936,690	0	0	0				0	0	
5	9,936,690	0	0	0				0	0	
6	9,033,354	700,021	903,335	1,603,356				1,603,356	1,446,291	
7	9,033,354	0	0	0				0	0	
8	9,033,354	0	0	0				0	0	
9	8,130,019	630,019	903,335	1,533,354				1,533,354	1,300,181	
10	8,130,019	0	0	0				0	0	
11	8,130,019	0	0	0				0	0	
12	7,226,683	560,017	903,335	1,463,352				1,463,352	1,166,395	
13	7,226,683	0	0	0				0	0	
14	7,226,683	0	0	0				0	0	
15	6,323,348	490,015	903,335	1,393,350				1,393,350	1,043,981	
16	6,323,348	0	0	0				0	0	
17	6,323,348	0	0	0				0	0	
18	5,420,013	420,013	903,335	1,323,348	(1,400,000)	(438,750)		(515,402)	(363,006)	
19	5,420,013	0	0	0				0	0	
20	5,420,013	0	0	0				0	0	
21	4,516,677	350,010	903,335	1,253,346				1,253,346	829,801	
22	4,516,677	0	0	0				0	0	
23	4,516,677	0	0	0				0	0	
24	3,613,342	280,008	903,335	1,183,344				1,183,344	736,461	
25	3,613,342	0	0	0				0	0	
26	3,613,342	0	0	0				0	0	
27	2,710,006	210,006	903,335	1,113,342				1,113,342	651,332	
28	2,710,006	0	0	0				0	0	
29	2,710,006	0	0	0				0	0	
30	1,806,671	140,004	903,335	1,043,340		(548,438)		494,902	272,163	
31	1,806,671	0	0	0				0	0	
32	1,806,671	0	0	0				0	0	
33	903,335	70,002	903,335	973,338				973,338	503,163	
34	903,335	0	0	0				0	0	
35	903,335	0	0	0				0	0	
36	0	0	903,335	903,335				903,335	438,965	
37				0				0	0	
38				0				0	0	
39				0				0	0	
40				0				0	0	
41				0				0	0	
42				0				(685,547)	(1,916,517)	(2,602,064)
Total	0	5,460,163	10,840,025	16,300,188	(1,400,000)	(1,672,734)	(1,916,517)	11,310,936	9,354,207	

ALTERNATIVA 1

CUOTA FIJA

LEASING VALOR DEL EQUIPO \$10,000,000

PLAZO 12 MESES

VALOR RESIDUAL \$3,000,000

Hes	Canon	Beneficio tributario pago arriendo	Flujo Neto Nom.	Flujo Neto Real	VPK 7.33%
1	735,945		735,945	735,945	5,505,495
2	735,945		735,945	720,926	
3	735,945		735,945	706,213	
4	735,945		735,945	691,801	
5	735,945		735,945	677,682	
6	735,945		735,945	663,852	
7	735,945		735,945	650,304	
8	735,945		735,945	637,033	
9	735,945		735,945	624,032	
10	735,945		735,945	611,297	
11	735,945		735,945	598,821	
12	3,735,945		3,735,945	2,977,812	
13			0	0	
14			0	0	
15			0	0	
16			0	0	
17			0	0	
18		(3,099,802)	(3,099,802)	(2,183,241)	
Total	11,831,345	(3,099,802)	8,731,543	8,112,479	
V.R.	3,000,000				

BT

3,099,802

ALTERNATIVA 2

CUOTA FIJA

LEASING VALOR DEL EQUIPO \$10,000,000

PLAZO 24 MESES

VALOR RESIDUAL \$2,000,000

Mes	Canón	Beneficio tributario pago arriendo	Flujo Neto Nom.	Flujo Neto Real	VPN 7.83%
1	512,412		512,412	512,412	4,361,708
2	512,412		512,412	501,955	
3	512,412		512,412	491,711	
4	512,412		512,412	481,676	
5	512,412		512,412	471,846	
6	512,412		512,412	462,216	
7	512,412		512,412	452,783	
8	512,412		512,412	443,543	
9	512,412		512,412	434,491	
10	512,412		512,412	425,624	
11	512,412		512,412	416,938	
12	512,412		512,412	408,429	
13	512,412		512,412	400,093	
14	512,412		512,412	391,928	
15	512,412		512,412	383,930	
16	512,412		512,412	376,094	
17	512,412		512,412	368,419	
18	512,412	(2,158,281)	(1,645,869)	(1,159,212)	
19	512,412		512,412	353,535	
20	512,412		512,412	346,320	
21	512,412		512,412	339,252	
22	512,412		512,412	332,329	
23	512,412		512,412	325,546	
24	2,512,412		2,512,412	1,563,614	
25			0	0	
26			0	0	
27			0	0	
28			0	0	
29			0	0	
30		(2,158,281)	(2,158,281)	(1,186,909)	
Total	14,297,895	(4,316,561)	9,981,334	8,338,564	
V.R.	2,000,000				

ALTERNATIVA 3

CUOTA FIJA

LEASING VALOR DEL EQUIPO \$10,000,000

PLAZO 36 MESES

VALOR RESIDUAL \$1,000,000

Mes	Canón	Beneficio tributario pago arriendo	Flujo Neto Nom.	Flujo Neto Real	VPN 7.33%
1	460,933		460,933	460,933	4,056,120
2	460,933		460,933	451,527	
3	460,933		460,933	442,312	
4	460,933		460,933	433,285	
5	460,933		460,933	424,442	
6	460,933		460,933	415,780	
7	460,933		460,933	407,295	
8	460,933		460,933	398,983	
9	460,933		460,933	390,840	
10	460,933		460,933	382,864	
11	460,933		460,933	375,050	
12	460,933		460,933	367,396	
13	460,933		460,933	359,899	
14	460,933		460,933	352,554	
15	460,933		460,933	345,359	
16	460,933		460,933	338,311	
17	460,933		460,933	331,406	
18	460,933	(1,941,451)	(1,480,518)	(1,042,753)	
19	460,933		460,933	318,017	
20	460,933		460,933	311,527	
21	460,933		460,933	305,170	
22	460,933		460,933	298,942	
23	460,933		460,933	292,841	
24	460,933		460,933	286,864	
25	460,933		460,933	281,010	
26	460,933		460,933	275,275	
27	460,933		460,933	269,657	
28	460,933		460,933	264,154	
29	460,933		460,933	258,763	
30	460,933	(1,941,451)	(1,480,518)	(814,185)	
31	460,933		460,933	248,309	
32	460,933		460,933	243,242	
33	460,933		460,933	238,270	
34	460,933		460,933	233,415	
35	460,933		460,933	228,651	
36	1,460,933		1,460,933	709,922	
37			0	0	
38			0	0	
39			0	0	
40			0	0	
41			0	0	
42		(1,941,451)	(1,941,451)	(833,639)	
Total	17,593,601	(5,824,354)	11,769,247	9,051,698	
V.R.	1,000,000				

ALTERNATIVA 2
 CUOTA QUE SE INCREMENTA EN UN 20% ANUAL
 LEASING VALOR DEL EQUIPO \$10,000,000
 PLAZO 24 MESES
 VALOR RESIDUAL \$2,000,000

Mes	Canón	Beneficio tributario pago arriendo	Flujo Neto Nom.	Flujo Neto Real	VPN 7.83%
1	440,401		440,401	440,401	4,097,384
2	440,401		440,401	431,414	
3	440,401		440,401	422,609	
4	440,401		440,401	413,985	
5	440,401		440,401	405,536	
6	440,401		440,401	397,260	
7	440,401		440,401	389,152	
8	440,401		440,401	381,211	
9	440,401		440,401	373,431	
10	440,401		440,401	365,810	
11	440,401		440,401	358,344	
12	440,401		440,401	351,031	
13	604,639		604,639	472,104	
14	604,639		604,639	462,470	
15	604,639		604,639	453,031	
16	604,639		604,639	443,786	
17	604,639		604,639	434,729	
18	604,639	(1,854,971)	(1,250,332)	(380,629)	
19	604,639		604,639	417,166	
20	604,639		604,639	408,652	
21	604,639		604,639	400,313	
22	604,639		604,639	392,143	
23	604,639		604,639	384,140	
24	2,604,639		2,604,639	1,621,012	
25			0	0	
26			0	0	
27			0	0	
28			0	0	
29			0	0	
30		(2,546,739)	(2,546,739)	(1,400,535)	
Total	14,540,485	(4,401,710)	10,138,775	8,338,565	
V.R.	2,000,000				

ALTERNATIVA 3

CUOTA QUE SE INCREMENTA EN UN 20% ANUAL

LEASING VALOR DEL EQUIPO \$10,000,000

PLAZO 36 MESES

VALOR RESIDUAL \$1,000,000

Mes	Canon	Beneficio tributario pago arriendo	Flujo Neto Nom.	Flujo Neto Real	VPN 7.83%
1	384,415		384,415	384,415	3,672,162
2	384,415		384,415	376,570	
3	384,415		384,415	368,885	
4	384,415		384,415	361,357	
5	384,415		384,415	353,982	
6	384,415		384,415	346,758	
7	384,415		384,415	339,681	
8	384,415		384,415	332,749	
9	384,415		384,415	325,958	
10	384,415		384,415	319,306	
11	384,415		384,415	312,790	
12	384,415		384,415	306,406	
13	470,052		470,052	367,018	
14	470,052		470,052	359,528	
15	470,052		470,052	352,191	
16	470,052		470,052	345,003	
17	470,052		470,052	337,962	
18	470,052	(1,618,158)	(1,148,106)	(809,334)	
19	470,052		470,052	324,309	
20	470,052		470,052	317,690	
21	470,052		470,052	311,207	
22	470,052		470,052	304,856	
23	470,052		470,052	298,634	
24	470,052		470,052	292,539	
25	574,765		574,765	350,408	
26	574,765		574,765	343,257	
27	574,765		574,765	336,252	
28	574,765		574,765	329,390	
29	574,765		574,765	322,667	
30	574,765	(1,979,858)	(1,405,093)	(772,707)	
31	574,765		574,765	309,632	
32	574,765		574,765	303,513	
33	574,765		574,765	297,123	
34	574,765		574,765	291,059	
35	574,765		574,765	285,119	
36	1,574,765		1,574,765	765,238	
37			0	0	
38			0	0	
39			0	0	
40			0	0	
41			0	0	
42		(2,420,912)	(2,420,912)	(1,039,514)	
Total	10,150,793	(6,019,928)	12,130,864	9,051,698	
V.R.	1,000,000				

ALTERNATIVA 1
 CUOTA FIJA INDEXADA
 LEASING VALOR DEL EQUIPO \$10,000,000
 PLAZO 12 MESES
 VALOR RESIDUAL \$3,000,000

Mes	Canón	Beneficio tributario pago arriendo	Flujo Neto Nom.	Flujo Neto Real	VPN 7.53%
1	607,977		607,977	607,977	5,372,135
2	620,643		620,643	607,977	
3	633,573		633,573	607,977	
4	646,772		646,772	607,977	
5	660,247		660,247	607,977	
6	674,002		674,002	607,977	
7	688,044		688,044	607,977	
8	702,378		702,378	607,977	
9	717,011		717,011	607,977	
10	731,948		731,948	607,977	
11	747,197		747,197	607,977	
12	4,526,547		4,526,547	3,607,977	
13			0	0	
14			0	0	
15			0	0	
16			0	0	
17			0	0	
18		(2,560,798)	(2,560,798)	(1,803,611)	
Total	11,956,338	(2,560,798)	9,395,540	8,492,109	
V.R.	3,000,000				

ALTERNATIVA 2

CUOTA FIJA INDELEADA

LEASING VALOR DEL EQUIPO \$10,000,000

PLAZO 24 MESES

VALOR RESIDUAL \$2,000,000

Mes	Canon	Beneficio tributario pago arriendo	Flujo Neto Nom.	Flujo Neto Real	VPN 7.83%
1	376,899		376,899	376,899	3,973,954
2	384,751		384,751	376,899	
3	392,767		392,767	376,899	
4	400,950		400,950	376,899	
5	409,303		409,303	376,899	
6	417,830		417,830	376,899	
7	426,535		426,535	376,899	
8	435,421		435,421	376,899	
9	444,492		444,492	376,899	
10	453,752		453,752	376,899	
11	463,206		463,206	376,899	
12	472,856		472,856	376,899	
13	482,707		482,707	376,899	
14	492,763		492,763	376,899	
15	503,029		503,029	376,899	
16	513,509		513,509	376,899	
17	524,207		524,207	376,899	
18	535,128	(1,587,500)	(1,052,372)	(741,203)	
19	546,277		546,277	376,899	
20	557,657		557,657	376,899	
21	569,275		569,275	376,899	
22	581,135		581,135	376,899	
23	593,242		593,242	376,899	
24	3,819,198		3,819,198	2,376,899	
25			0	0	
26			0	0	
27			0	0	
28			0	0	
29			0	0	
30		(1,587,500)	(1,587,500)	(873,016)	
Total	14,796,891	(3,175,000)	11,621,891	9,654,465	
V.R.	2,000,000				

ALTERNATIVA 3
 CUOTA FIJA INDEXADA
 LEASING VALOR DEL EQUIPO \$10,000,000
 PLAZO 36 MESES
 VALOR RESIDUAL \$1,000,000

Mes	Canon	Beneficio tributario pago arriendo	Flujo Neto Nom.	Flujo Neto Real	VPH 7.83%
1	314,456		314,456	314,456	3,476,109
2	321,007		321,007	314,456	
3	327,694		327,694	314,456	
4	334,521		334,521	314,456	
5	341,490		341,490	314,456	
6	348,605		348,605	314,456	
7	355,867		355,867	314,456	
8	363,281		363,281	314,456	
9	370,850		370,850	314,456	
10	378,576		378,576	314,456	
11	386,463		386,463	314,456	
12	394,514		394,514	314,456	
13	402,733		402,733	314,456	
14	411,123		411,123	314,456	
15	419,688		419,688	314,456	
16	428,432		428,432	314,456	
17	437,358		437,358	314,456	
18	446,469	(1,324,487)	(878,017)	(618,402)	
19	455,771		455,771	314,456	
20	465,266		465,266	314,456	
21	474,959		474,959	314,456	
22	484,854		484,854	314,456	
23	494,955		494,955	314,456	
24	505,267		505,267	314,456	
25	515,793		515,793	314,456	
26	526,539		526,539	314,456	
27	537,508		537,508	314,456	
28	548,706		548,706	314,456	
29	560,138		560,138	314,456	
30	571,807	(1,324,487)	(752,679)	(413,923)	
31	583,720		583,720	314,456	
32	595,881		595,881	314,456	
33	608,295		608,295	314,456	
34	620,968		620,968	314,456	
35	633,905		633,905	314,456	
36	2,704,988		2,704,988	1,314,456	
37			0	0	
38			0	0	
39			0	0	
40			0	0	
41			0	0	
42		(1,324,487)	(1,324,487)	(568,721)	
Total	18,872,448	(3,973,460)	14,698,988	10,090,443	
V.R.	1,000,000				

ANEXO 4

ESCENARIOS DE CRECIMIENTO DEL SECTOR DE LEASING
 VARIABLES MACROECONOMICAS
 ESCENARIO 1

Año	PIB Total	Inversión Privada	Inversión Pública	Import. Bs Capit	Inflación	ITCRZ	DTF	Crédito	Déficit fiscal %pib
1992	2.49%	3.77%	7.79%	4.82%	27.02%	95.00%	25.57%	32.54%	-0.94%
1993	2.41%	2.83%	2.41%	1.99%	26.63%	95.00%	33.27%	35.26%	-0.46%
1994	5.38%	6.10%	5.38%	4.44%	26.23%	95.00%	34.19%	42.11%	0.01%
1995	5.27%	6.11%	5.27%	4.36%	25.83%	95.00%	33.76%	42.19%	0.45%
1996	2.58%	3.32%	2.58%	2.14%	25.41%	95.00%	33.21%	36.73%	0.37%
1997	3.11%	3.97%	3.11%	2.57%	25.01%	95.00%	32.91%	37.52%	0.39%
1998	2.59%	3.46%	2.59%	2.15%	24.60%	95.00%	32.38%	36.04%	0.31%
1999	2.96%	3.88%	2.96%	2.45%	24.21%	95.00%	32.08%	36.16%	0.29%
2000	2.96%	3.90%	2.96%	2.45%	23.80%	95.00%	31.57%	35.52%	0.27%

ESCENARIO 2

Año	PIB Total	Inversión Privada	Inversión Pública	Import. Bs Capit	Inflación	ITCRZ	DTF	Crédito	Déficit fiscal
1992	2.49%	3.77%	7.79%	4.82%	27.02%	95.00%	27.57%	32.54%	-0.94%
1993	-1.17%	-0.08%	-1.17%	1.62%	25.97%	90.39%	26.31%	26.86%	-0.86%
1994	1.81%	3.14%	1.81%	4.24%	24.90%	85.87%	26.32%	32.70%	-0.78%
1995	2.19%	3.50%	2.19%	4.33%	23.89%	81.94%	25.85%	33.15%	-0.68%
1996	4.29%	4.69%	4.29%	2.14%	23.84%	84.12%	35.01%	39.03%	-0.56%
1997	4.14%	4.78%	4.14%	2.59%	23.65%	85.44%	33.52%	38.44%	-0.43%
1998	4.69%	5.18%	4.69%	2.24%	23.66%	88.10%	35.39%	39.70%	-0.28%
1999	4.59%	5.23%	4.59%	2.56%	23.58%	90.13%	34.40%	39.03%	-0.12%
2000	4.71%	5.38%	4.71%	2.60%	23.50%	92.32%	34.37%	38.91%	0.05%

ESCENARIO 3

Año	PIB Total	Inversión Privada	Inversión Pública	Import. Bs Capit	Inflación	ITCRZ	DTF	Crédito	Déficit fiscal
1992	2.49%	3.77%	7.79%	4.82%	27.02%	95.00%	27.57%	32.54%	-0.94%
1993	3.58%	4.06%	9.26%	2.96%	26.63%	95.00%	33.27%	37.48%	-0.77%
1994	6.43%	7.21%	11.47%	5.31%	26.23%	95.00%	34.19%	44.03%	-0.60%
1995	6.06%	6.95%	9.92%	5.01%	25.83%	95.00%	33.76%	43.53%	-0.42%
1996	2.01%	2.71%	-0.36%	1.66%	25.41%	95.00%	33.21%	35.51%	-0.34%
1997	2.73%	3.57%	1.19%	2.26%	25.01%	95.00%	32.91%	36.74%	-0.23%
1998	1.98%	2.81%	-0.79%	1.64%	24.60%	95.00%	32.38%	34.89%	-0.13%
1999	2.50%	3.39%	0.34%	2.07%	24.21%	95.00%	32.08%	35.35%	-0.01%
2000	2.51%	3.43%	0.27%	2.08%	23.80%	95.00%	31.57%	34.76%	0.11%

ESCENARIO 4

Año	PIB	Inversión	Inversión	Import.	Inflación	ITCRZ	DTF	Crédito	Déficit
-----	-----	-----------	-----------	---------	-----------	-------	-----	---------	---------

Total Privada Pública Bs Capit fiscal

1992	2.49%	3.77%	7.79%	4.82%	27.02%	95.00%	27.57%	32.54%	-0.94%
1993	3.58%	4.06%	9.26%	2.96%	26.63%	95.00%	33.27%	37.48%	-0.77%
1994	6.43%	7.21%	11.47%	5.31%	26.23%	95.00%	34.19%	44.03%	-0.60%
1995	6.06%	6.95%	9.92%	5.01%	25.83%	95.00%	33.76%	43.53%	-0.42%
1996	3.59%	4.39%	8.24%	2.97%	25.41%	95.00%	33.21%	38.49%	-0.80%
1997	4.26%	5.19%	9.51%	3.52%	25.01%	95.00%	32.91%	39.48%	-1.16%
1998	3.45%	4.36%	7.30%	2.86%	24.60%	95.00%	32.38%	37.43%	-1.53%
1999	3.88%	4.86%	8.06%	3.21%	24.21%	95.00%	32.08%	37.65%	-1.88%
2000	3.81%	4.81%	7.70%	3.16%	23.80%	95.00%	31.57%	36.87%	-2.22%

ESCENARIO 5

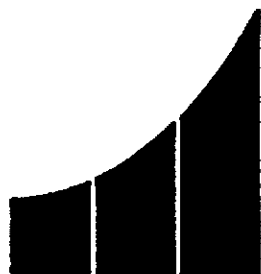
Año	PIB Total	Inversión Privada	Inversión Pública	Import. Bs Capit	Inflación	ITCRZ	DTF	Crédito fiscal	Déficit fiscal
1992	2.49%	3.77%	7.79%	4.82%	27.02%	95.00%	27.57%	32.54%	-0.94%
1993	-1.17%	-0.08%	-1.17%	1.62%	25.97%	90.39%	26.31%	26.86%	-0.86%
1994	1.81%	3.14%	1.81%	4.24%	24.90%	85.87%	26.32%	32.70%	-0.78%
1995	2.19%	3.50%	2.19%	4.33%	23.89%	81.94%	25.85%	33.15%	-0.68%
1996	-0.88%	0.39%	-0.88%	2.12%	22.79%	77.61%	23.75%	26.21%	-1.17%
1997	-1.00%	0.45%	-1.00%	2.71%	21.54%	72.54%	21.07%	24.66%	-1.67%
1998	-0.59%	0.69%	-0.59%	2.33%	20.47%	68.74%	21.53%	24.56%	-2.16%
1999	-0.70%	0.69%	-0.70%	2.88%	19.27%	64.37%	19.06%	22.83%	-2.66%
2000	-0.69%	0.70%	-0.69%	3.08%	18.03%	60.05%	17.35%	21.34%	-3.16%

BIBLIOGRAFIA

- Asociación Bancaria de Colombia (1991). Principales agregados del sistema financiero. Revista Banca y Finanzas, enero-marzo.
- Brealey R. y Myers S. (1988). Principles of corporate finance. Mc Graw-Hill eds.
- Cámara de Comercio de Bogotá (1990). El leasing. Revista No 74, marzo.
- CEPAL, (1991). "El leasing como instrumento para facilitar el financiamiento en la pequeña y mediana empresa en América Latina". Documento No 7.
- Cifuentes, E, (1988). El leasing y su incorporación al derecho colombiano. TEMIS.
- Coillot, J. (1974). El leasing. Mapfre, Madrid.
- Echeverry (1990). "Análisis económico del leasing y su evolución en el período 1979-1989". Revista Banca y Finanzas, asociación Banacria de Colombia, agosto.
- Edwards J. y Mayer C. (1991). "Leasing, taxes and the cost of capital". Journal of public economics, No 44.
- Escobar G. (1984). El contrato de leasing financiero. TEMIS
- EUROMONEY (1992). World Leasing Yearbook.
- Fainboim I. (1990a). "Inversión, tributación y costo de uso del capital en Colombia: 1950-1987". Revista Ensayos sobre Política Económica, Banco de la República.
- Fainboim I. y Bustamante J. (1990b). "La inversión y la política económica en Colombia" en Reflexiones sobre la industria colombiana, Juan Gonzalo Zapata ed., FESCOL.
- Fondo Monetario Internacional (1992). International Financial Statistics, agosto.
- Madriñán de la Torre S.(1985). El leasing en Colombia. Ponencia presentada en el Primer Congreso nacional de Leasing.
- Nueva Frontera (1990). Leasing, nueva legislación. Documento No 126, nov.

Orozco A. y Pardo S. (1991). Ajustes por inflación en la tributación colombiana. Centro interamericano jurídico-financiero ed.

Torres J. (1991). "El leasing de exportación". Revista ICE, No 699, nov.



FEDESARROLLO

FUNDACION PARA LA EDUCACION SUPERIOR Y EL DESARROLLO

FEDESARROLLO es una entidad colombiana, sin ánimo de lucro dedicada a promover el adelanto científico y cultural y la educación superior, orientándolos hacia el desarrollo económico y social del país.

Para el cumplimiento de sus objetivos, adelantará directamente o con la colaboración de universidades y centros académicos, proyectos de investigación sobre problemas de interés nacional.

Entre los temas de investigación que han sido considerados de alta prioridad están la planeación económica y social, el diseño de una política industrial para Colombia, las implicaciones del crecimiento demográfico, el proceso de integración latinoamericana, el desarrollo urbano y la formulación de una política petrolera para el país.

FEDESARROLLO se propone además crear una conciencia dentro de la comunidad acerca de la necesidad de apoyar a las Universidades colombianas con el fin de elevar su nivel académico y permitirles desempeñar el papel que les corresponde en la modernización de nuestra sociedad.