

TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

111

Julio de 2011



Editorial: ¿Qué esperar para Colombia en medio de la nueva ola de incertidumbre externa?

Actualidad: El impacto del leasing financiero sobre la inversión

Indicadores económicos

FEDESARROLLO

Calle 78 No. 9-91

Tel.: 325 97 77

Fax: 325 97 70

A.A.: 75074

<http://www.fedesarrollo.org.co>

Bogotá, D.C., Colombia

DIRECTOR EJECUTIVO

Roberto Steiner

TENDENCIA ECONÓMICA

Editor

Roberto Steiner

INVESTIGADORES

Alex Cañas

María Alejandra Peláez

Julio César Vaca

DISEÑO Y DIAGRAMACIÓN

Consuelo Lozano | Formas Finales Ltda | formas.finales@gmail.com

IMPRESIÓN

La Imprenta Editores S.A.

Calle 77 No. 27A-39

laimprenta@etb.net.co

Bogotá, D.C.

Impresa y hecha en Colombia

Printed and made in Colombia

¿Qué esperar para Colombia en medio de la nueva ola de incertidumbre externa?

Desde principios de agosto ha habido una seguidilla de malas noticias respecto a la situación económica de los Estados Unidos y de diversos países de Europa. En los Estados Unidos se revisaron a la baja las cifras de crecimiento de los últimos 9 trimestres, incluidas las del primero de 2011. Las nuevas cifras evidencian que la contracción luego de la quiebra de Lehman Brothers fue mucho más profunda de lo originalmente contemplado -el crecimiento del cuarto trimestre de 2008 ha sido revisado desde -3,5% a -6,8% y ahora a -8,9%- y que la recuperación ha sido bastante más lenta. El Bureau of Economic Analysis estima que en el trimestre abril-junio de 2011 la economía norteamericana se expandió a una tasa anual del 1%, por debajo incluso de las nuevas previsiones de 1,6% contempladas por el FMI para el año completo 2011.

Como si lo anterior no fuese suficiente, el proceso mediante el cual el Congreso de los Estados Unidos aprobó el aumento en el límite de endeudamiento del gobierno federal puso a dicho país a las puertas de una moratoria en el servicio de la deuda pública. El impasse se resolvió mediante un acuerdo entre la administración y el Congreso de acuerdo al cual el poco ajuste fiscal que se contempla es de baja calidad ya que no involucra ni aumento en impuestos ni recortes en gastos diferentes a los discrecionales. Por considerar que lo acordado no resuelve ningún problema estructural, el 5 de agosto Standard & Poor's tomó la decisión sin precedente de bajarle la calificación a la deuda pública norteamericana, de AAA a AA+. Ha cobrado vigencia una preocupación que se había disipado en el segundo semestre de 2009: a saber, si la mayor economía del mundo entrará nuevamente en recesión. Ello en razón a que en vez de adoptar una estrategia creíble de ajuste fiscal a mediano plazo que contribuyera a cimentar la confianza del sector privado, se optó por una postura fiscal contraccionista pro-cíclica para los meses venideros.

Si por Estados Unidos llueve, en Europa no escampa. Lo que en un principio se entendió como problemas de sostenibilidad de la deuda en Irlanda, Grecia y Portugal ha terminado por involucrar a España y a Italia, y en las últimas semanas a Francia. La



DAVIVIENDA

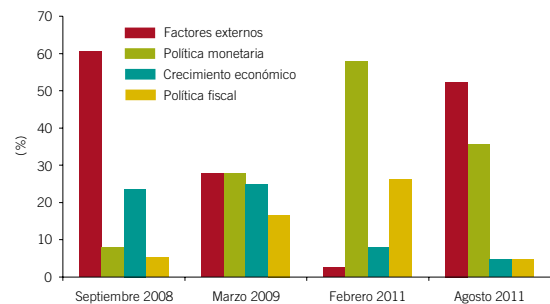
falta de voluntad política de los países de la zona del euro no ha permitido darle solución definitiva a problemas relativamente pequeños -la economía griega representa apenas el 2,5% de la economía de la zona y su deuda pública alcanza el 5,6% de la deuda total- y, por el contrario, ha acrecentado el contagio hacia países de mayor tamaño, con desbalances fiscales importantes, pero lejos de encontrarse en situación de insolvencia. Los eventos recientes reflejan las limitantes de una unión monetaria entre países estructuralmente disímiles en un contexto en el que políticamente no parece viable la adopción de una política fiscal para la zona del euro en su conjunto.

Este cúmulo de malas noticias ha afectado, casi sin distingo, los mercados accionarios de todo el mundo. Así por ejemplo, en agosto el índice Dow Jones retrocedió 4,3%, el S&P 500 se redujo 5,7%, la Bolsa de Frankfurt retrocedió 16,8%, la de Tokio 10,1% y la de Sao Paulo 3,5%. Un buen indicador de la volatilidad de los mercados es el índice VIX que toma el promedio ponderado de la volatilidad implícita de ocho opciones "call" y "put" del S&P 500. Entre abril de 2007 y hasta justo antes de la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008, dicho índice se ubicó en 21,5 puntos. Tras la quiebra de Lehman alcanzó 62,3 puntos en octubre de 2008, pero ya para noviembre de 2010 se había reducido a 20,1. Preocupa muchísimo su aumento reciente, promediando 35,5 en agosto. Durante dicho mes también se dio un retroceso importante en el precio de varios *commodities*, (incluido el petróleo, que tuvo una baja de 6,5%). En virtud de su atributo como refugio de valor, el oro, por el contrario, se valorizó 12,8% durante el mes.

En concordancia con lo anterior, recientes resultados de la Encuesta de Opinión Financiera BVC-Fedesarrollo revelaron una creciente preocupación de los administradores de portafolio por los factores externos a la hora de invertir. Dichos factores figuraron como la mayor preocupación entre fines de 2008 y principios de 2009, pero perdieron

importancia desde marzo de 2009 y hasta febrero de 2011, cuando ocuparon el cuarto lugar después de la política monetaria, la política fiscal y el crecimiento económico (Gráfico 1).

Gráfico 1
FACTORES DE PREOCUPACIÓN A LA HORA DE
INVERTIR EN PESOS



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera BVC-Fedesarrollo.

No obstante las justificadas preocupaciones que se reflejan en la EOF, por ahora la frágil situación externa ha tenido un efecto limitado sobre los principales indicadores financieros del país. El único movimiento importante se ha dado en el precio de las acciones, con el IGBC retrocediendo 4,8% en agosto, recuperándose alrededor de 0,5% en lo corrido de septiembre. Hay razones para pensar que se trata en gran medida de una normalización de un mercado que pudo haber estado sobrevalorado hasta no hace mucho. En noviembre del año pasado anotábamos que un múltiplo de precio a ganancias de 26 hacía que, por lo menos bajo esa métrica, la BVC fuese quizás la bolsa más costosa del mundo. Por no mencionar que entre mayo de 2009 y marzo de 2011 la percepción de los propios administradores de portafolio expresada en la EOF era que el mercado de valores local estaba sobrevalorado. Hoy día la relación precio a ganancias se ubica en 18, un nivel bastante más acorde con los múltiplos de otros mercados como el chileno (16) y el mexicano (18).

Contrario a lo sucedido en el mercado accionario, la tasa de cambio, el spread de la deuda soberana y la cotización de los TES han mostrado notable estabilidad, no obstante la turbulencia externa. Así por ejemplo, entre principios de agosto y el 14 de septiembre el peso se depreció 2%, pero sigue estando cerca de 1,5% más apreciado que un año atrás. Por otra parte, el spread de la deuda soberana pasó de 128 pbs el 1 de agosto a 184 pbs el 26 del mismo mes, cambio modesto y similar al observado, entre otros, en Brasil, México y Perú. Las cifras recientes contrastan con lo sucedido luego de la caída de Lehman, cuando el spread de la deuda colombiana superó los 530 pbs. Por su parte, desde los primeros días de agosto y hasta el 9 de septiembre los TES tasa fija de más largo plazo se valorizaron y su rendimiento disminuyó entre 0,4% y 0,5% para los diferentes plazos.

Este comportamiento de importantes indicadores financieros ratifica que nuestro país cuenta con sólidos macro fundamentales y que, como en 2008 y 2009, el principal efecto proveniente de la desfavorable situación externa se daría a través del canal comercial y no a través del componente financiero. Valga decir, la demanda agregada se resentiría en razón a la desaceleración de importantes socios comerciales como Estados Unidos y la Unión Europea y a su concomitante efecto sobre las exportaciones colombianas, pero no se espera un efecto significativo proveniente de que los sectores privado y público colombianos vean reducido su acceso al financiamiento. De cualquier manera, el canal comercial es importante ya que más de la mitad de nuestras exportaciones durante el primer semestre del año estuvieron dirigidas a Estados

Unidos (38,6%) y a la Unión Europea (13,9%). Ello contrasta con la relativamente baja dependencia respecto del ciclo americano de países como Brasil, Chile y Perú, que comercian masivamente con Asia.

La solidez de los fundamentales macroeconómicos de Colombia hacen referencia a una deuda pública moderada y sostenible, con importantes reformas fiscales recientemente aprobadas en el Congreso; baja exposición corporativa a descálces cambiarios; un sector financiero con excelentes indicadores de calidad de cartera, rentabilidad y solvencia; ahorro de los hogares que ha aumentado como proporción de su ingreso disponible; y flexibilidad cambiaria con alta credibilidad en la meta de inflación establecida por el Banco de la República. Como adecuado complemento a estas fortalezas, Colombia tiene disponibles importantes recursos de emergencia en el FMI gracias a haber renovado la Facilidad de Crédito Flexible.

Esta percepción de que la transmisión hacia Colombia de la fragilidad externa se limitará al canal comercial y a menores precios de los *commodities*, sin repercusiones importantes en el frente financiero, nos ratifican en que es perfectamente factible que este año y el siguiente la economía colombiana se expanda alrededor de 5%. Para el año que viene la proyección está naturalmente sujeta a más incertidumbre, asociada a la magnitud de la desaceleración económica en Estados Unidos y Europa. En un escenario tremendamente adverso, la economía colombiana podría expandirse apenas 3,9%; en el otro extremo, si la economía norteamericana lograra expandirse 2,5% en 2012, no se podría descartar una expansión en Colombia cercana al 5,5%.

El impacto del leasing financiero sobre la inversión

Recientemente Fedesarrollo adelantó una evaluación del leasing financiero¹ como mecanismo de financiación de las empresas, buscando medir su impacto en la inversión de las firmas y su efecto en el grado de restricción financiera que éstas enfrentan². El trabajo analizó además el impacto sobre la inversión de las firmas de la ventaja tributaria otorgada al uso del leasing financiero, evaluando el costo fiscal de dicho beneficio³. En este informe resumimos los principales resultados de dicho estudio.

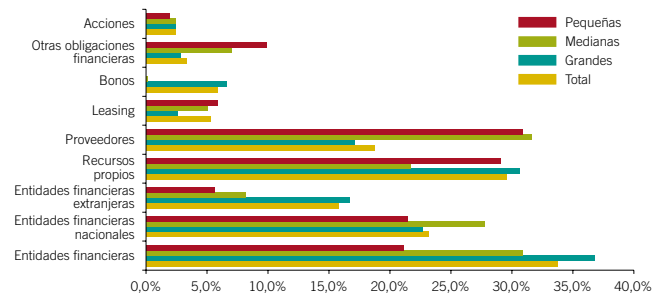
Estructura de financiamiento empresarial e importancia del leasing financiero

La estructura de financiamiento de las empresas para el período 1998-2008 se construyó con base en la información de los balances y anexos reportados por las firmas a la Superintendencia de Sociedades. Dentro de las fuentes de financiamiento se consideraron las siguientes: i) proveedores nacionales y extranjeros y otros proveedores; ii) obligaciones con entidades financieras nacionales y extranjeras diferentes a leasing financiero; iii) leasing financiero; iv) recursos propios, que corresponden al capital para invertir suscrito y pagado y las reservas patrimoniales excedentes (es decir, las reservas diferentes a las exigidas por la ley) más los resultados de ejercicios anteriores; v) emisión de bonos; vi) emisión de acciones; y vi) demás obligaciones financieras.

Para el período 1998-2008 las obligaciones con entidades financieras (excluyendo el leasing), los proveedores y los recursos propios representaron cerca del 90% de la financiación de las firmas (Gráfico 1). Las obligaciones con entidades financieras fueron la fuente más importante (34,1%), seguidas de los recursos propios (29,9%) y los recursos de proveedores (19%). Las empresas acudieron poco al mercado de capitales: la emisión de bonos y acciones participaron con 5,9% y 2,4% de la financiación total. El leasing representó cerca del 5,3% de la financiación de las empresas durante el período de análisis.

En comparación con las empresas medianas y grandes⁴, las pequeñas acudieron en menor medida al sector

Gráfico 1
ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS
EN COLOMBIA



Fuente: Salazar et al. (2011).

¹ El leasing financiero o leasing con opción de compra es diferente al leasing operativo, que no es otra cosa que una operación de arrendamiento puro (en la que no media opción de compra). Este escrito se refiere exclusivamente al leasing financiero.

² Salazar, N., Cabrera, P., y Becerra, A (2011), "El impacto del leasing financiero sobre la inversión y el empleo en las firmas colombianas", *Cuadernos de Fedesarrollo*, No. 35.

³ También se estudió la relación entre leasing y generación de empleo, ejercicio que acá no se reporta.

⁴ Las empresas son clasificadas por tamaño de acuerdo con los criterios de la Ley 905 de 2004.

financiero y utilizaron en mayor proporción recursos propios. De otra parte, las pequeñas y medianas empresas utilizaron el leasing financiero más que las grandes. Para el período 1998-2008, el leasing representó el 10% y el 7,1% de la financiación de las pequeñas y medianas firmas, respectivamente.

El leasing financiero ha ganado participación en la estructura de financiamiento de las empresas, especialmente en el segmento de medianas y pequeñas. El peso del leasing en el total de financiamiento pasó de 3,1% en el período 1998-2001 a 7,9% durante 2006-2008 en el caso de las firmas medianas y de 3,9% a 8,9% en el caso de las pequeñas. Para las grandes empresas este porcentaje pasó de 2% a 3,3%. Como porcentaje del financiamiento externo a la firma, el leasing prácticamente se dobló en el caso de las medianas empresas y se triplicó para las pequeñas. El análisis por sector económico indica que, a pesar de que el leasing financiero es especialmente importante en transporte, minería y construcción (infraestructura), los sectores en donde esta alternativa de financiamiento muestra una mayor dinámica son industria, agricultura y comercio. El estudio muestra que las empresas que utilizan leasing registran un peso del crédito de los intermediarios financieros dentro de su estructura de financiamiento igual o mayor que aquellas que no recurren a éste, lo cual sugeriría que ambos instrumentos parecen ser complementos más que sustitutos.

Varios factores pueden explicar el creciente interés de las empresas, especialmente las de menor tamaño, en utilizar el leasing financiero como mecanismo de financiación. En una operación de leasing financiero la compañía de leasing adquiere el equipo escogido por la empresa para que ésta lo utilice durante su vida útil. Los pagos de la

empresa a la compañía de leasing amortizan el costo del equipo más los intereses asociados. La empresa retiene la opción de comprar el equipo al final del contrato, por un valor residual determinado. A diferencia de un crédito, el leasing no requiere colateral puesto que la compañía de leasing preserva la propiedad del activo hasta el final del contrato, cuando se ejerce la opción de compra y la propiedad pasa a ser del arrendatario⁵. De otra parte, los costos asociados al análisis financiero de la empresa por parte de la compañía de leasing se reducen; si la empresa es negligente en el uso del activo, la recuperación de éste se hace más fácil pues generalmente no requiere de acciones judiciales dado que la propiedad se mantiene en la compañía de leasing. De esta manera, el análisis crediticio se centra en estudiar la capacidad de la empresa de generar el flujo de caja requerido para cumplir con los pagos, reduciéndose la dependencia de la historia crediticia y de la existencia de colateral, aspectos fundamentales en la asignación de un crédito. Por último, las operaciones de leasing financiero no hacen parte del cupo que las entidades financieras asignan a las empresas, una razón que podría explicar la aparente complementariedad entre el crédito del sector financiero y el leasing.

El leasing financiero y las restricciones financieras que enfrentan las firmas

La teoría establece que en un modelo con información perfecta, la estructura de capital de las empresas es irrelevante para las decisiones de inversión pues el financiamiento interno y externo a la firma son sustitutos perfectos. Dicho de otra manera, la disponibilidad de recursos generados internamente no es un factor que limita la inversión. Por el contrario, en un modelo con información asimétrica, el financiamiento externo a la firma es más costoso que el

⁵ Si el arrendatario decide no ejercer la opción de compra, deben efectuarse los ajustes en su renta y patrimonio, deduciendo en la declaración de renta del año en que haya finalizado el contrato la totalidad del saldo por depreciar del activo no monetario registrado por el arrendatario.

financiamiento con recursos internos. En este contexto, la inversión depende de la generación de recursos internos y las firmas enfrentan restricciones financieras. La volatilidad macroeconómica, las deficiencias legales e institucionales asociadas con el sector financiero (ausencia de esquemas de garantías eficientes, precarios esquemas de información crediticia y baja protección de los derechos de los acreedores), pueden exacerbar estas restricciones. No sorprende que la evidencia empírica sugiera que las empresas de menor tamaño suelen enfrentar mayores restricciones financieras. Para el caso colombiano diversos trabajos han analizado la incidencia de las restricciones financieras en las decisiones de inversión, utilizando diferentes enfoques teóricos y empíricos. En general, estos estudios corroboran que la disponibilidad de fondos internos es una variable relevante en las decisiones de inversión, especialmente en las firmas de menor tamaño⁶.

El objetivo del reciente estudio de Fedesarrollo consistió en analizar si el uso del leasing estaba relacionado con mayores niveles de inversión de las empresas y si su utilización aliviaba las restricciones que ellas enfrentan. La especificación tradicional plantea una regresión en donde la variable dependiente es la inversión y donde las variables explicativas incluyen, además de la inversión rezagada para capturar el hecho de que la inversión no se ajusta instantáneamente a cambios en sus determinantes, el nivel de producción (donde a mayor producción, mayor inversión), el nivel de endeudamiento (con efecto incierto)⁷

y la variable de particular interés, la situación de caja de la firma, aproximado por sus utilidades. Bajo la hipótesis de existencia de restricciones financieras, el signo esperado de esta última variable es positivo, lo que implica que la inversión de la empresa depende positivamente de su capacidad de generar recursos internos. Los resultados reportados en la columna 1 del Cuadro 1 sugieren que en Colombia las empresas están financieramente restringidas en tanto dependen de la generación de recursos internos para financiar su inversión. Asimismo se encuentra que la inversión de las firmas depende positivamente de la inversión rezagada y de la relación entre ventas y el stock de capital.

A renglón seguido se analizó el efecto del leasing financiero sobre la inversión de las empresas (columnas 2-4 del Cuadro 1). A la especificación anterior se le incorporaron otras dos variables: i) una *dummy* que toma el valor de 1 si las firmas tienen contratos de leasing financiero, 0 de lo contrario. Si el signo de esta variable es positivo, se puede afirmar que las firmas que usan el leasing financiero registran mayores niveles de inversión; y ii) una variable que es el producto cruzado del flujo de caja de las empresas con la variable *dummy* de uso del leasing para capturar el efecto del leasing sobre las restricciones financieras. Si el uso del leasing alivia dichas restricciones, se espera un signo negativo para el coeficiente de la variable interactuada⁸. Los resultados de las estimaciones econométricas sugieren que el uso del leasing tiene un efecto positivo

⁶ Para una revisión detallada de la literatura sobre restricciones financieras y sobre el leasing como mecanismo de financiación para las empresas de menor tamaño ver Salazar et al. (2011).

⁷ Un signo negativo del coeficiente que acompaña a esta variable indicaría que la firma alcanzó su límite de endeudamiento, en donde una unidad adicional de deuda resulta altamente costosa. Un signo positivo sugiere que se trata de una empresa en crecimiento, percibida como un buen riesgo por potenciales prestamistas.

⁸ Un estudio previo sobre el leasing es el de Arbeláez, M.A., Villegas, F. y N. Salazar (2004), "El leasing en Colombia: diagnóstico e impacto sobre la inversión y el crecimiento", Cuadernos de Fedesarrollo, 13. En dicho trabajo se reportan los efectos del leasing sobre la inversión pero no sobre las restricciones financieras.

sobre la inversión de las empresas. Sin embargo, al tomar en conjunto todas las empresas independientemente de su tamaño, no se encuentra evidencia de que las que utilizan leasing estén menos restringidas financieramente que las que no lo hacen. En cambio, al utilizar la sub-muestra de pequeñas y medianas empresas los resultados evidencian que para este segmento el uso del leasing no sólo impacta positivamente el nivel de inversión sino que además disminuye las restricciones financieras para aquellas firmas que lo utilizan. Para la sub-muestra de grandes empresas no hay evidencia de que el leasing financiero alivie las restricciones financieras.

Un tercer ejercicio consistió en medir el impacto sobre la inversión de la ventaja tributaria que existe para algunas operaciones de leasing. Dicha ventaja consiste en que, bajo ciertas condiciones, las micro, pequeñas y medianas empresas (mipymes) que adquieren activos productivos a través de operaciones de leasing financiero pueden descontar de la base gravable del impuesto de renta todo el canon de arrendamiento, a diferencia de la adquisición de un activo a través de un crédito, caso en el cual sólo pueden descontar los intereses pagados⁹. Medir el impacto del tratamiento tributario especial para las mipymes es complejo en la medida en que éste estuvo vigente a lo

Cuadro 1
EJERCICIOS ECONÓMICOS SOBRE RESTRICCIONES FINANCIERAS

Ecuación básica				
	Total empresas	Total empresas	Grandes	Pyme
	Inversión	Inversión	Inversión	Inversión
Flujo de caja (t-1)	(+) Significativo	(+) Significativo	(+) Significativo	(+) Significativo
Leasing		(+) Significativo	(+) Significativo	(+) Significativo
Flujo de caja (t-1)* leasing		(-) No significativo	(-) No significativo	(-) Significativo
Evidencia econométrica	Las empresas están restringidas financieramente	1). Las empresas están restringidas 2). Para toda la muestra, el uso del leasing está asociado con mayor inversión 3). El leasing no alivia la restricción financiera	1). Las grandes empresas están restringidas financieramente 2). Es débil la evidencia de que en las grandes empresas, el leasing está asociado con mayor inversión 3). No hay evidencia de que el leasing alivie la restricción financiera de las grandes empresas	1). Las mipyme están restringidas financieramente 2). El uso del leasing por las mipymes está asociado con mayor inversión 3). El leasing alivia las restricciones financieras que enfrenta

Fuente: Salazar et al. (2011).

⁹ El detalle de las condiciones se puede consultar en Salazar et. al (2011).

largo del período de estudio, sin modificaciones. Para este grupo de empresas es muy difícil aislar el efecto del leasing sobre la inversión proveniente del alivio de las restricciones financieras del que se sucede en virtud de la ventaja tributaria. La base de datos disponible permitió resolver parcialmente esta complejidad a través de un ejercicio comúnmente utilizado en el área de evaluación de impacto de las políticas públicas. El ejercicio adelantado permite evaluar si alrededor del umbral que divide a las empresas entre mipymes y grandes (criterio ad-hoc establecido por la ley) hay diferencias significativas en el nivel de inversión de las firmas, siendo la principal (sino la única) distinción entre ambos grupos el que el primero accede a la ventaja tributaria, el segundo no. El ejercicio adelantado aporta evidencia de que las firmas que pertenecen al grupo que accede a la ventaja invierten en promedio 5% más, como porcentaje del stock de capital, que las pertenecientes al grupo que no puede acceder. Este porcentaje no es despreciable si se tiene en cuenta que para el promedio de empresas en la muestra la relación entre su inversión y su stock de capital fue de 17%.

Los anteriores resultados resaltan los beneficios del desarrollo del leasing para la financiación de las pequeñas y medianas empresas¹⁰. Por supuesto, cualquier beneficio asociado a una favorabilidad en el tratamiento tributario debe ser balanceado tanto con el costo fiscal que dicho tratamiento conlleva como con los méritos de introducir consideraciones especiales dentro del código tributario que, al generalizarse, terminan en el agregado por producir un esquema tributario que puede no ser ni equitativo ni eficiente en términos de recaudo.

La ventaja tributaria al leasing no genera como tal un costo en términos de ingresos tributarios sino un costo de financiamiento o un costo de oportunidad, cuando este beneficio se otorga temporalmente. Quizás la mejor manera de explicar esta afirmación es mediante un sencillo ejemplo numérico en donde por simplicidad se supone que no existe costo de oportunidad del dinero (es decir, la tasas de interés es cero). Cuando una empresa adquiere un bien por \$100, puede depreciar dicho valor (el costo de adquisición) durante su vida útil. Esta depreciación puede ser llevada al gasto, constituyendo una deducción de la base del impuesto de renta. La cuantía en que el bien se deprecia cada año, depende del método de depreciación utilizado. De acuerdo con la normatividad, las empresas pueden utilizar el método de línea recta, de reducción de saldos (acelerada) o cualquier otro de reconocido valor técnico aprobado por la DIAN.

En el caso de los contratos de leasing que pueden acceder al tratamiento tributario especial, la empresa adquiere un bien por los mismos \$100 a través de leasing financiero y paga los cánones durante la vida del contrato. Este costo puede ser llevado al gasto, lo que no es otra cosa que depreciar el bien de manera acelerada, pues de acuerdo con la normatividad dicha depreciación no se hará sobre la vida útil del bien sino sobre el plazo del contrato de leasing financiero, que por lo establecido en el Artículo 127-1 puede ser menor¹¹. De esta manera, se puede afirmar que la ventaja tributaria otorgada a los contratos de leasing consiste en permitir una depreciación más acelerada del equipo, haciendo que el costo fiscal sea percibido por la Nación de manera más rápida.

¹⁰ Un análisis detallado del tema tributario se encuentra en la nota complementaria al estudio. Ver Salazar (2011) "El impacto del leasing financiero sobre la inversión y el empleo de las empresas colombianas: complemento sobre aspectos contables y tributarios", informe preliminar, Fedesarrollo.

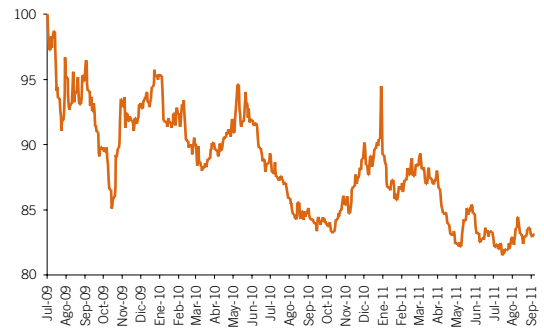
¹¹ Debe anotarse que como el equipo no hace parte del activo de la empresa, ésta no lo deprecia. En la compañía de leasing se registra como un activo monetario, no sujeto a depreciación.

TASA TES



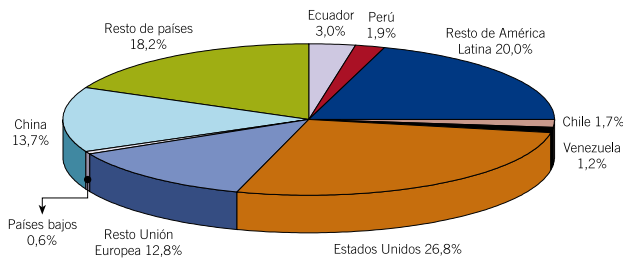
Fuente: Bloomberg.

TASA DE CAMBIO NOMINAL (1 DE JULIO 2009 = 100)



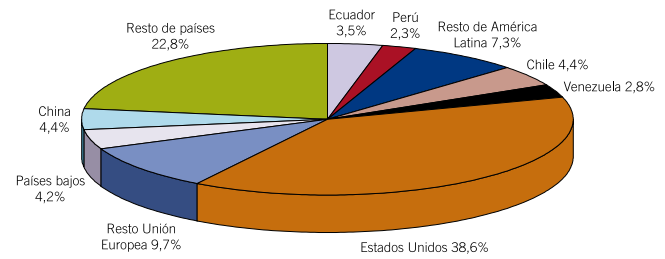
Fuente: Banco de la República.

IMPORTACIONES POR DESTINO (ENERO-JULIO 2011)



Fuente: DANE.

EXPORTACIONES POR DESTINO (ENERO-JULIO 2011)

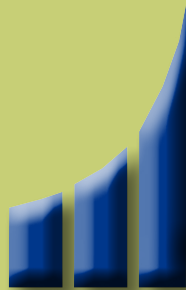


Fuente: DANE.

PROYECCIONES PIB COLOMBIA (CRECIMIENTO REAL ANUAL, %)

Institución	Proyección PIB (%)	
	2011	2012
Fedesarrollo	5,0	4,9
Consensus (promedio)	5,0	5,0
Más alto	5,7	6,0
Más bajo	4,1	4,0

Fuente: Latin Focus Consensus Forecast.



FEDESARROLLO

Centro de Investigación Económica y Social