

¿Por qué el *leasing* es poco desarrollado en Colombia? Aproximación desde el costo de intermediación de las Compañías de Financiamiento Comercial

Mauricio Alejandro Pinzón Latorre*

Asesor: Arturo Galindo

14 de junio de 2007

Resumen

El análisis de los determinantes del margen de intermediación es una herramienta utilizada para comprender el desempeño, eficiencia y principales limitaciones con que operan las entidades financieras. En este documento se realiza un estudio de los determinantes del margen de intermediación de las Compañías de Financiamiento Comercial (CFCs) con el fin de aproximarse al costo del *leasing* en Colombia y explicar el escaso desarrollo de este tipo de financiamiento. Se estima un panel de datos mensual desbalanceado para el período 2000:1 – 2007:3 el cual reporta una relación positiva entre la proporción de CDTs en los depósitos y el margen de intermediación. La explicación de este comportamiento se fundamenta en la regulación existente que limita las posibilidades de captación de las CFCs y que por tanto aumenta el costo de captación de recursos. Adicionalmente se realiza un ejercicio de descomposición de los depósitos por término de maduración el cual muestra una relación positiva decreciente entre el margen de intermediación y el plazo del título.

JEL: E43, G21, L11

Palabras Claves: Tasas de interés, estructura de mercado, *leasing*

* **A mi familia.** Documento presentado como tesis de Maestría en Economía de la Universidad de los Andes. Agradezco a Arturo Galindo por sus valiosos comentarios y su continuo apoyo y dedicación en el desarrollo de este trabajo. Los comentarios y discusiones con Juan Pablo Zárate y Jorge Valencia contribuyeron considerablemente a mejorar la calidad del documento. Finalmente agradezco la colaboración y aportes de María Isabel Caballero, Andrea Velásquez, Pablo Enciso y Carlos Hernández. Comentarios favor dirigirse a: mau-pinz@uniandes.edu.co

I. INTRODUCCION

Con la liberalización financiera implementada en Colombia a principios de los años 90s y pese al revés económico ocurrido a finales de esta década, el sector financiero colombiano ha venido desarrollando una dinámica favorable que ha permitido avances notables en los índices de profundización y represión financiera (Villar et al., 2005). Sin embargo, al interior del sistema financiero no todos los sectores han presentado la misma dinámica y por el contrario algunos continúan siendo “pequeños” actores pese al potencial de negocio que estos pueden presentar. Este es el caso de las Compañías de Financiamiento Comercial (CFCs), entidades encargadas del arrendamiento financiero o *leasing* en Colombia¹, que pese al crecimiento de 79% en su cartera bruta en los últimos 8 años, su peso relativo medido en términos de los activos dentro del sistema sigue en niveles cercanos al 10%.²

El objetivo de este documento consiste en explicar desde la perspectiva de los determinantes del margen de intermediación *ex post* de las CFCs, el escaso desarrollo de la industria *leasing* en Colombia. Las mediciones muestran que la regulación de captación de las CFCs medido en términos de la estructura del pasivo tiene un efecto positivo sobre el margen de intermediación lo que se refleja en una brecha más amplia entre las tasa de colocación y captación y por ende un costo mayor del financiamiento *leasing*, esto como resultado de las restricciones legales a captar recursos del público específicamente a través de Certificados de Depósito a Término Fijo (CDTs).

La relevancia de este estudio, al igual que de todos los relacionados con el sector financiero, radica en la importancia que tiene el análisis de este sector cuyo rol en la economía se fundamenta en canalizar los recursos entre los agentes, generar efectos positivos sobre la productividad y beneficiar el crecimiento económico de largo plazo (Levine, 1997; King y Levine, 1993; Levine y Zervos, 1998, Beck et al, 1999). En particular, el desarrollo de las entidades crediticias encargadas de las actividades de arrendamiento financiero (en Colombia las CFCs) y por ende el desarrollo del *leasing*, beneficia al sector real a través de la inversión en bienes de capital debido al esquema

¹ En este documento al mencionar al *leasing* estaremos refiriéndonos al arrendamiento financiero más que al operativo. El *leasing* habitacional no está contemplado en este documento debido a sus características especiales que lo diferencian de los otros dos.

² Incluye bancos comerciales, corporaciones de ahorro y vivienda, compañías de financiamiento comercial y corporaciones financieras.

de financiamiento el cual se caracteriza por relajar las restricciones de liquidez que enfrentan las empresas y facilitar el financiamiento para nuevos proyectos de inversión.^{3 4}

Esta característica permite a las personas naturales y jurídicas de menores recursos y/o de insuficientes o inexistentes colaterales financieros emprender proyectos de creación, ampliación o modernización de las empresas y llevar a cabo el desarrollo de inversiones en el hogar. Las cifras internacionales muestran que son las empresas medianas y pequeñas las que más hacen uso de este mecanismo, resultado esperado dada la naturaleza de estos establecimientos los cuales tienen un precario historial crediticio, no poseen activos colaterales aceptables que respalden sus créditos y porque operan principalmente con el flujo de caja.

Particularmente en países como Corea y Tailandia, la experiencia muestra que la figura *leasing* ha contribuido con el desarrollo de sectores mediante el financiamiento en la adquisición de bienes de capital y ha permitido suavizar las restricciones de acceso al financiamiento de largo plazo presentes en países de mediano o bajo ingreso como consecuencia del limitado desarrollo del mercado de capitales. Aún más, la evidencia muestra que los países con mayor utilización de *leasing* reflejan en sus cuentas nacionales un monto más grande de inversión como porcentaje del PIB que las de aquellos con mercados *leasing* poco desarrollados (Arbeláez et al., 2004).

Esta tendencia de crecimiento del *leasing* a nivel mundial no se ha presentado en Colombia y la figura del arrendamiento financiero no se ha desarrollado masivamente manteniéndose como una alternativa poco utilizada por los empresarios para financiar sus proyectos. Según cifras de ANIF (2006), solamente el 0.4% de las Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs) se financia con *leasing* mientras que el 95% lo hace mediante crédito bancario. Paradójicamente, los métodos de crédito más sencillos como la financiación mediante proveedores son más populares entre los microempresarios que

³ DeLong y Summers (1991) desarrollan un estudio para Estados Unidos donde encuentran que las máquinas y el equipo de producción tienen una fuerte relación con el crecimiento vía mayor inversión y mejoras en la productividad. El mismo resultado encuentran para los países en desarrollo (DeLong y Summers, 1993).

⁴ En el Anexo 1 se presenta un cuadro resumen de las diferencias del *leasing* y el crédito y se mencionan las principales ventajas comparativas que tiene el *leasing* sobre el crédito.

el arrendamiento financiero lo que evidencia una baja utilización del financiamiento de largo plazo y en la misma medida de desarrollo de inversiones de largo plazo.

La anterior evidencia complementada con la poca participación y crecimiento relativo de las CFCs en el negocio financiero formula el interrogante del por qué para el caso colombiano la financiación mediante el mecanismo del *leasing* no ha tenido una evolución satisfactoria. La explicación a este fenómeno se compone de dos partes: una desde la perspectiva de la demanda, es decir de las empresas y agentes en la economía que utilizan o que potencialmente tienen el perfil para recurrir a este tipo de financiamiento y otro análisis que fundamenta la explicación desde la perspectiva de la oferta, es decir de la evolución y estructura de las Compañías de Financiamiento Comercial (CFCs), únicas entidades del sistema financiero colombiano autorizadas para realizar operaciones de *leasing* financiero⁵.

Un estudio del *leasing* en Colombia realizado desde la perspectiva de las empresas por Arbeláez et al. (2004) encuentra que las ventajas tributarias del arrendamiento financiero (deducción de impuesto de la renta y del IVA a las importaciones de maquinaria y equipo) son las razones principales por las cuales las empresas se inclinan a utilizar el *leasing*. Paradójicamente, los autores encuentran que los elevados costos relacionados a la operación *leasing* frente a las otras opciones de financiación hicieron que una porción de aquellos empresarios que utilizaban el *leasing* dejarán de hacerlo siendo esta razón la más importante por encima inclusive de los cambios en los incentivos tributarios.

El presente documento por tanto desarrolla una investigación desde la perspectiva de la oferta del *leasing* haciendo uso del estudio de las características microeconómicas de las CFCs y su impacto sobre el margen de intermediación, el cual utilizaremos como señal de eficiencia de operación de estas entidades financieras y en el mismo sentido como una *proxy* al costo de financiamiento *leasing* en Colombia. Nuestra hipótesis de trabajo consiste en explicar el alto margen de intermediación y por ende el alto costo del *leasing* en Colombia debido a las restricciones en la regulación de captación que tienen las CFCs y a los altos costos operacionales derivados del esquema de vehículos

⁵ Decreto 663 de 1993 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero.

financieros especializados que no permite el desarrollo completo de la multibanca y desaprovecha los beneficios de la asociación de las prácticas de intermediación en un mismo establecimiento financiero.

Es importante tener presente que este documento se escribe *ad-portas* de un proyecto de Reforma Financiera el cual busca liberalizar la práctica del *leasing* financiero y operativo para que no solo sean las entidades especializadas las encargadas de prestar este tipo de financiamiento sino en general el sistema bancario. Según De La Cruz y Stephanou (2006), el potencial impacto sobre el sistema financiero de esta medida será mínimo pues las medidas prudenciales a las cuales están sometidos los bancos son similares a las que están sujetas las CFCs⁶ y por tanto tan solo será un cambio de un vehículo legal a otro. La motivación para desarrollar este trabajo reside en la búsqueda por cuantificar de manera particular al sector de las compañías de financiamiento comercial y mediante el análisis comparativo con el sector bancario, demostrar que realmente las restricciones de captación y los costos operacionales que enfrentan las CFCs, permite pensar que el cambio en la regulación dará un impulso al *leasing*, por lo menos desde la perspectiva de la oferta, vía menor margen de intermediación.

Este documento se divide en cinco secciones contando esta introducción. En la segunda se hace un breve recuento de los antecedentes de la figura *leasing* en Colombia enfocado desde la perspectiva de la oferta. En la tercera parte se realiza una breve descripción de la literatura teórica sobre el margen de intermediación y de sus aplicaciones para el caso colombiano. En la cuarta sección se expone el modelo teórico y empírico que analiza el costo de intermediación de las entidades financieras que ofrecen *leasing* y finalmente en la quinta, se presentan las principales conclusiones y las recomendaciones de política.

⁶ Según Ley 795 del 2003.

II. LA OFERTA DEL *LEASING* EN COLOMBIA

Marco regulatorio

Antes de desarrollar el marco jurídico y económico en el cual se ha desarrollado el leasing en Colombia a lo largo de los últimos 35 años, conviene precisar lo que se entiende legalmente como un contrato *leasing* en Colombia. Según la Ley este se define como un acuerdo entre dos partes en la cual el propietario del activo cede su uso a la otra parte a cambio de pagos periódicos según se establezca en el contrato. Dada la naturaleza de este tipo de contratos se pueden dividir en dos tipos de *leasing*: el financiero y el operativo los cuales se diferencian básicamente en que en el contrato financiero la CFC adquiere el activo, se lo entrega al cliente y este último tiene la opción de compra mientras que en el *leasing* operativo la opción de compra no siempre existe y en caso de existir se hace al valor comercial del bien.

En Colombia este tipo de contratos se empezó a implementar a principios de los años setentas, se estableció como una actividad comercial sin vigilancia alguna de los entes gubernamentales y siguiendo los principios de servir a la comercialización de los bienes más que de funcionar como un servicio financiero.⁷

Una década más adelante, el *leasing* dejó el estatus de práctica comercial no regulada y se convirtió en una actividad financiera comercial para años más tarde convertirse en una actividad financiera. A continuación se presenta un breve listado de los acontecimientos jurídicos y regulatorios más significativos en la evolución del *leasing* en Colombia seleccionados bajo el criterio que estos tuvieron un impacto directo sobre las entidades prestadoras del *leasing*. Se dejan de lado aquellos

⁷ El uso de los bienes sin la necesidad de adquirirlos o tener completamente derechos sobre estos, no es un invento moderno y por el contrario data de épocas antiguas (i.e. egipcios, griegos y romanos establecían contratos de este tipo con sus barcos). En los siglos XIX y XX, los fabricantes de industrias tradicionales y nacientes en Estados Unidos como la aeronáutica y la automotriz, hicieron uso del leasing para comercializar sus productos. Sin embargo en 1952, esta práctica conocida hasta ese entonces como una figura comercial vendría a convertirse en un servicio financiero especializado con la constitución de la primera compañía de leasing independiente en Estados Unidos, la "United States Leasing Corp." principiando así la expansión posterior en Europa y Japón en los sesentas y en varios de los países en desarrollo a mediados de los setentas (CFI, 1996).

relacionados directamente con la demanda *leasing* (i.e. las ventajas tributarias) pues el efecto de estas medidas sobre nuestro objeto de estudio es indirecto:

- En 1981, la Superintendencia de Sociedades asumió el control de las sociedades prestadoras del *leasing* y reglamentó la actividad como un producto comercial financiero. Un año más tarde (Decreto 2920, Artículo 26), se prohibió a las entidades dedicadas al *leasing* captar recursos masivamente y en una decisión conjunta con la Superintendencia Bancaria se le permitió a las Corporaciones Financieras otorgar préstamos a estas sociedades.
- En 1989 la vigilancia y control es asumida por la Superintendencia Bancaria y con la Reforma Financiera presentada en 1990 por el gobierno nacional se reconoce a las sociedades de *leasing* como sociedad de servicios financieros y se permite a los bancos comerciales, a las corporaciones financieras y a las compañías de financiamiento comercial tener capital en estas sociedades de *leasing*.
- En 1993, mediante la Ley 35 las sociedades de *leasing* se convirtieron en Compañías de Financiamiento Comercial (CFCs), adquiriendo de esta manera la categoría de entidades de crédito, lo cual les permitió captar recursos por parte del público a través de Certificados de Depósito a Término Fijo (CDTs) y la emisión de bonos ordinarios. Esta determinación generó un aumento en el número de entidades autorizadas para realizar operaciones de arrendamiento financiero y creó una división al interior de las CFCs que respondió al objetivo de cada uno de los tipos de establecimiento: las compañías tradicionales de financiamiento comercial y las especializadas en *leasing*. La diferencia entre una y otra radicó principalmente en el hecho que las *tradicionales* podían ofrecer *leasing* hasta un tope máximo fijado por el gobierno mientras que las *especializadas* podían ofrecer créditos hasta este mismo tope. Adicionalmente, las antiguas sociedades *leasing* pudieron ampliar sus opciones de consecución de recursos a través del uso de préstamos por parte de las corporaciones financieras, redescuentos ante el Instituto de Fomento Industrial-IFI y Bancoldex.

- En 1993 con la modificación al Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (Decreto 663) se estableció que las operaciones de *leasing* financiero solo podían ser ejecutadas por las CFCs y que el *leasing* operativo podía ser desarrollado por cualquier persona natural o jurídica (incluyendo por supuesto a las CFCs). El *leasing* habitacional por su parte, no presentó ninguna exclusividad para las CFCs y se permitió su realización a los bancos comerciales.

En resumen, la evolución de la regulación del *leasing* pasó de reconocer la naturaleza de esta actividad como netamente comercial y se estableció como un servicio financiero. Así mismo las entidades que a lo largo de los últimos 35 años han ofrecido *leasing* en Colombia han participado en una continua evolución que ha convertido a las primarias sociedades financieras comerciales en establecimientos crediticios con capacidad de captación y con un objetivo de colocación de recursos concentrado en el arrendamiento financiero más que en los otros tipos de crédito.

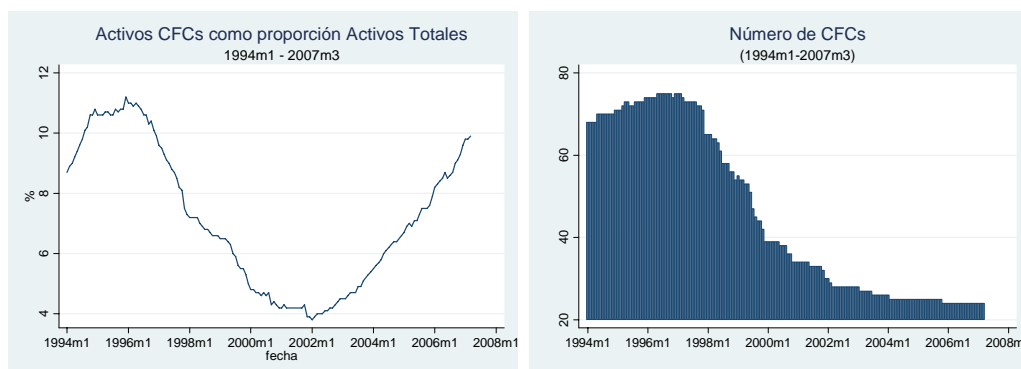
Hechos estilizados

Desde la perspectiva de las cifras contables del Plan Único de Cuentas (PUC) y teniendo el esquema legal anteriormente mencionado como uno de los pilares de la evolución del *leasing* en Colombia, se observa que la participación de las CFCs en el porcentaje total de activos del sistema financiero⁸ describe una “U” con valle en el 2002 y una leve recuperación que en la actualidad no alcanza los niveles presentados en la mitad de la década de los noventas, lo cual evidencia la limitada participación de las CFCs en el negocio financiero. Así mismo se encuentra que tras la liberalización financiera de principios de los noventas y con la Ley 35 de 1993, el número de CFCs aumentó sostenidamente, tendencia que se reversó fuertemente a partir de 1996 cuando la cantidad de entidades *leasing* tradicional y especializadas disminuyeron notoriamente pasando de 76 entidades en 1996 a tan solo las 22 entidades que operan actualmente. Las anteriores dinámicas se explican principalmente por el debilitamiento del *boom* de la liberalización de los noventas, la profundización de la crisis financiera a finales de los noventas y el proceso natural de concentración de capitales mediante fusiones y

⁸ Incluye bancos comerciales, compañías de financiamiento comercial, corporaciones financieras corporaciones de ahorro y vivienda.

adquisiciones entre entidades que ha caracterizado al sistema financiero en los últimos años.

Gráfico 1



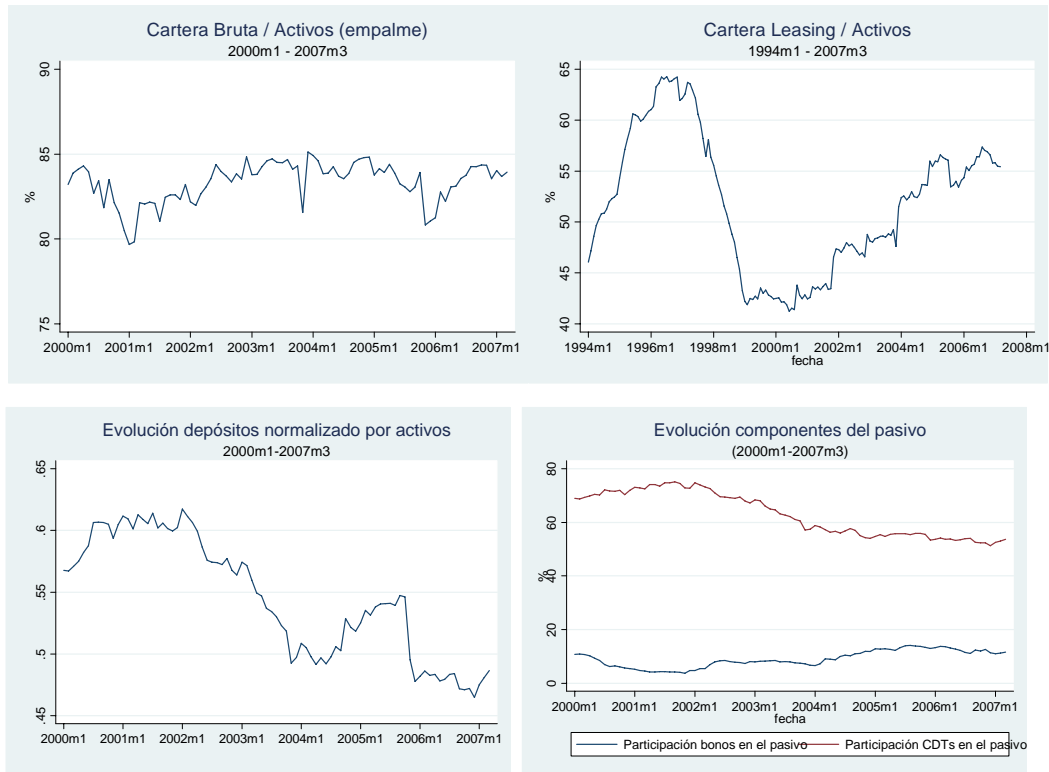
Fuente: PUC – Cálculos propios

En términos de colocación de recursos, la tendencia de la cartera bruta como porcentaje de los activos en los últimos siete años ha oscilado alrededor de niveles cercanos al 83.3% para 2007⁹. Sin embargo, si se clasifica la cartera teniendo en cuenta solamente la cartera *leasing* como porcentaje de los activos se encuentra que esta se deteriora a partir de 1997, alcanzando un mínimo cercano al 42% en el 2001 y empieza a recuperarse sin alcanzar aún los niveles presentados en la época previa a la crisis financiera impulsado por el mejoramiento de las condiciones económicas (actualmente la cartera *leasing* como porcentaje de los activos representa un 55%).

La captación de recursos por su parte presenta una tendencia decreciente al observar la participación de los depósitos y exigibilidades normalizados por los activos de la entidad financiera. En cuanto a la composición de los depósitos, los Certificados de Depósitos a Término Fijo (CDTs) son su principal herramienta de captación con un promedio de participación de los depósitos de 99.7% en los últimos siete años y con una tendencia decreciente como porcentaje del pasivo reforzada posiblemente por factores endógenos como el bajo rendimiento de los CDTs y exógenos como el Gravamen a los Movimientos Financieros (GMF).

⁹ Para enero de 2004 la Superintendencia Financiera modifica el PUC de tal manera que los bienes dados en *leasing* financiero dejan de ser contabilizados en el grupo “Propiedades y Equipo” (Cuenta 18) y pasan a ser parte de la cuenta 14 “Cartera de créditos y operaciones *leasing* financiero”. Los cálculos de cartera bruta utilizados en este ejercicio toman en cuenta ambas cuentas bajo el principio que el cambio es una reclasificación de las cuentas. En el Anexo 2 se presenta la dinámica de las cuentas que constituyen la cartera bruta.

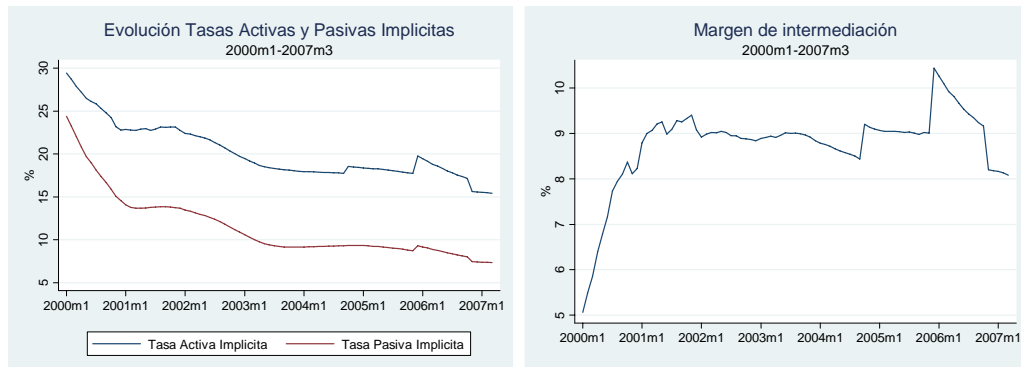
Gráfico 2



Fuente: PUC – Cálculos propios

Estas dinámicas en las operaciones de colocación y captación al ser complementadas con los ingresos y gastos que generan estas actividades respectivamente, generan una dinámica de tasas implícitas decrecientes menos suavizada en las tasas pasivas lo que genera una tendencia relativamente estable del margen de intermediación alrededor del 10% con algunos aumentos como los presentados a partir de mediados del 2004.

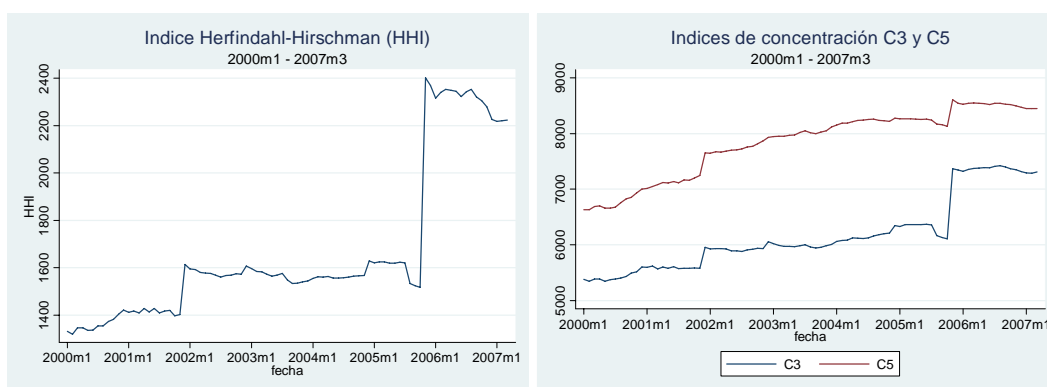
Gráfico 3



Fuente: PUC – Cálculos propios

Finalmente los índices de concentración de mercado muestran diferentes apreciaciones¹⁰. Particularmente el indicador Herfindahl-Hirschman (HHI) muestra moderada concentración lo cual se refleja en un nivel promedio de 1669 para los últimos siete años, sin embargo los niveles actuales superiores a 1800 lo ubican al mercado en la categoría de altamente concentrado^{11 12}. Por su parte los índices C3 y C5 muestran que más del 50% de la cartera de la industria se encuentra en las tres entidades principales bajo este criterio y el 66% cuando se toman los cinco principales establecimientos lo que se resume en una alta concentración del mercado. Así mismo los tres indicadores presentan una tendencia creciente a la concentración en los últimos siete años lo cual es natural dado los recientes procesos de fusiones y adquisiciones de los establecimientos financieros lo que conlleva a que exista menor número de agentes en el mercado.

Gráfico 4



Fuente: PUC – Cálculos propios

En conclusión la actividad *leasing* en Colombia se empieza a reglamentar hacia la década de los ochentas como una actividad financiera y actualmente es desarrollada exclusivamente por las CFCs quienes a su vez enfrentan restrictivas reglamentaciones producto del esquema de conglomerado financiero segmentado en filiales establecido

¹⁰ El índice de Herfindahl-Hirschman (HHI) se calcula como la suma de los cuadrados de las participaciones de las entidades en la industria. El C3 y C5 se calcula como la sumatoria de las participaciones de los tres y los cinco establecimientos más grandes de la industria. En este estudio se utilizó para el cálculo de los índices la cartera *leasing* de los establecimientos.

¹¹ Según la Comisión Federal de Comercio de Estados Unidos si el índice es menor a 1000 el mercado no está concentrado, si es mayor estrictamente a 1000 y menor a 1800 es moderadamente concentrado y si es mayor estrictamente a 1800 el mercado es altamente concentrado.

¹² El fuerte aumento en los índices de concentración presentado a principios de 2006 se explica por la adquisición de Suleasing S.A. por parte de Leasing Colombia.

por la Ley 45 de 1990. Estas restricciones se enfocan principalmente en las posibilidades de captación de recursos, que como plantea el esquema los CTDs son el principal instrumento de captación. Así mismo la dinámica de la cartera *leasing* como proporción de los activos presenta un comportamiento influenciado por el ciclo económico mientras que los depósitos exhiben una tendencia decreciente. Ambos resultados reflejan una tendencia decreciente en ambas tasas implícitas lo cual genera un margen de intermediación estable pero con ligeros aumentos en los últimos meses de estudio.

III. MARGEN DE INTERMEDIACION: TEORÍA Y ESTUDIOS EMPIRICOS PARA COLOMBIA

Con el fin de analizar el costo de financiamiento de las CFCs y utilizar este resultado como una aproximación para explicar el escaso desarrollo del *leasing* en Colombia, se realizará una medición de los determinantes del margen de intermediación de estos establecimientos crediticios. En Colombia, los estudios empíricos principalmente se han concentrado en explicar los márgenes de intermediación y sus determinantes en el sector bancario y en el sector financiero como un todo (excluyendo en algunos estudios las CFCs). A continuación se presenta una corta descripción de la teoría sobre la medición del margen de intermediación seguido de un análisis de los principales estudios para Colombia.

La medición del margen de intermediación se realiza mediante dos tipos de indicadores: *a la ex ante* (tasas marginales) y *a la ex post* (tasas implícitas). La primera consiste en restarle a la tasa activa, asociada a los créditos, la tasa pasiva con la que se remunera los depósitos. El indicador *ex post* por su parte es la diferencia entre los ingresos por intereses asociados a los préstamos menos los gastos en intereses por concepto de captar dinero, ambas magnitudes como proporción de la cartera y los depósitos, respectivamente.

La literatura plantea que la medición *ex post* es la más confiable porque a diferencia de la *ex ante* captura todas las operaciones y no solo las marginales. Así mismo, la medición *ex post* tiene en cuenta en sus cálculos la dificultad que tienen las entidades

financieras para recuperar toda su cartera y reconoce además la diferencia entre los montos y plazos que existen entre los recursos captados y los colocados al público evitando el error de comparar dos tasas construidas sobre fundamentos distintos (Urrutia, 2000).¹³

Respecto al tamaño del margen de intermediación con que opera una institución financiera este depende de muchos factores entre los que se encuentran costos, riesgo y estructura del mercado. Si estos se encuentran en niveles muy altos reflejan como indica la literatura prácticas no competitivas, altos costos operativos no financieros, deterioro en la calidad de la cartera o caída en los beneficios del banco (Steiner et al, 2000),

En Colombia, la medición del margen de intermediación *ex post* se ha concentrado principalmente en el sector bancario. Steneir et al (2000), mediante el desarrollo de un modelo de determinantes de la tasa de colocación para 22 bancos en el período comprendido entre mayo de 1992 y agosto de 1996, encuentra que la cartera vencida explica un 34% del *spread* observado entre las tasas activa y pasiva, seguido de los requerimientos de reserva y de los gastos no financiero los cuales explican el 22% y el 20% del margen de intermediación, respectivamente. Finalmente los autores encuentran que estas participaciones en el margen han permanecido relativamente constantes a través del tiempo a diferencia del poder de mercado el cual aumentó para el período de estudio contribuyendo con un 16% del *spread*. Sobre esta última variable, los autores encuentran que tanto los bancos privados como los públicos de esa época coexistían en mercados no competitivos pese a la privatización y la entrada de flujos de capital extranjero en ese entonces.

Por su parte, Janna et al (2001) desarrollan diferentes medidas del margen de intermediación para la totalidad del sistema financiero¹⁴ en el período comprendido entre abril de 1996 y abril de 2001. El objetivo del estudio se centra en ampliar el análisis de la actividad incluyendo ingresos y egresos no tenidos en cuenta por la literatura hasta ese entonces como aquellos provenientes de la actividad interbancaria, los repos y las inversiones en renta fija. Conceptualmente los autores clasifican las siete

¹³ La medición *ex ante* sin embargo es muy útil en cuanto a que permite saber la ganancia esperada de las entidades financieras y además sirve para modelar adecuadamente el proceso de fijación de precios.

¹⁴ Se excluyen las entidades de leasing y las entidades especiales como Fondo Nacional del Ahorro, Bancoldex, Findeter, Finagro, Fonade, Fogafín, Icetex, Fogacoop y Fen.

técnicas de medición en dos clases: las que los beneficios se derivan únicamente de los negocios rentables y las que tiene en cuenta la cartera improductiva que genera pérdidas. Los resultados muestran que las mediciones de este último grupo presentan una tendencia creciente a partir de 2000 lo cual contrasta con las realizadas utilizando la cartera productiva en la que se presenta un comportamiento estable. Los autores explican este comportamiento por la reducción en el costo de obtener los recursos para respaldar los créditos y no por la reducción de cartera improductiva que se presentó durante este año.

Un estudio de Martínez (2005) desarrolla un análisis sobre los determinantes del margen de intermediación para cada uno de los tipos de establecimientos durante el período 1989-2003 enfatizando en las cargas tributarias implícitas y explícitas¹⁵. Los resultados encontrados muestran que el impuesto de renta es uno de los factores más importantes para explicar los altos costos de intermediación y en menor medida el impuesto a las transacciones financieras. Las otras variables determinantes como las inversiones forzosas, el encaje y las provisiones presentan para después de 1999 relaciones nula, positiva y nula respectivamente con el margen de intermediación salvo en el caso de las CFCs en donde las provisiones y las inversiones forzosas sí afectan al margen de intermediación de manera positiva.

Finalmente, un estudio más reciente de Galindo y Majnoni (2006) desarrollan una medición del impacto que tienen las inversiones forzosas y el gravamen a las transacciones financieras (GMF) en el margen de intermediación y en el costo del crédito para el sector bancario entre los años 1995 y 2005. Los autores encuentran que al analizar el impacto del GMF aisladamente este explica por lo menos 2 puntos del margen de intermediación mientras que el mismo ejercicio para las inversiones forzosas estas explican 1.5 puntos del margen; en conjunto ambas cargas impositivas explican 3.5 puntos del margen de intermediación. Los otros determinantes utilizados para explicar el margen de intermediación muestran un impacto positivo de la cartera vencida como proporción de la cartera total, los gastos administrativos y las reservas

¹⁵ Los impuestos explícitos son los que el establecimiento financiero paga directamente al gobierno (i.e. impuesto de renta, impuesto a las transacciones financieras) mientras que los implícitos no son en sí un recaudo para el gobierno pero sí afectan la disponibilidad de recursos y los costos operativos (i.e. reservas requeridas, inversiones obligatorias, entre otras).

como proporción de los depósitos mientras que el capital como proporción de los activos muestra un impacto negativo sobre el margen de intermediación.

El siguiente cuadro resume los estudios reseñados y los signos presentados para cada uno de los determinantes.

Cuadro 1

Autor(es) / Período de estudio	Tipo entidad	Determinantes	Efecto
Steiner (2000) ¹ Mayo 1992 - Agosto 1998	Bancos (incluye público y privado)	Cartera vencida Reserva legal Gastos no financieros Tasa pasiva	Positivo Positivo Positivo Positivo
Janna et al (2001) Diciembre 1996 - Diciembre 1999	Totalidad del sistema (no incluye entidades leasing ni entidades especiales)	Cartera productiva Ingreso por inversiones Grado de apalancamiento de la cartera Materialización del riesgo crediticio Evolución otros activos	Negativo Positivo Negativo Negativo Positivo
Diciembre 1999 - Abril 2001		Cartera productiva Ingreso por inversiones Grado de apalancamiento de la cartera Materialización del riesgo crediticio Evolución otros activos	Negativo Positivo Positivo Positivo Positivo
Diciembre 1996 - Abril 2001		Cartera productiva Ingreso por inversiones Grado de apalancamiento de la cartera Materialización del riesgo crediticio Evolución otros activos	Negativo Positivo Positivo Negativo Positivo
Martínez (2005) 1989 - 2003 (dividido en subperíodos 1989-1993, 1994-1998 & 1999-2003)	Bancos y Corporaciones de ahorro y vivienda. Compañías de Financiamiento Comercial	Cartera Total Cartera Vencida Gastos no operacionales Impuesto a la renta Impuesto a las transacciones financieras Inversiones Obligatorias Reservas requeridas Provisiones Créditos Dirigidos Índice de concentración	Positivo Positivo Positivo Positivo Positivo Positivo Positivo Positivo Positivo Negativo
Galindo & Majnoni (2006) Enero 1995 - Noviembre 2005	Bancos comerciales	Cartera Vencida / Cartera Total Gastos administrativos / activos Reservas / depósitos Capital / activos CDT / depósitos totales CDTs / depósitos totales * Imp. Trans. Fin Inversiones forzosas / depósitos	Positivo Positivo Positivo Negativo Negativo Positivo Positivo

¹ Medición sobre la tasa de interés activa. Mismos resultados para todos los bancos y para la desagregación público y privado

IV. MARGEN DE INTERMEDIACION DE LAS CFCs

Con el fin de analizar el margen de intermediación de las CFCs, se desarrolla un modelo microeconómico de determinantes del margen de intermediación enfatizando en las restricciones de captación de las CFCs y posteriormente se realizan las pruebas empíricas.

Modelo Teórico

Las entidades financieras cumplen la condición de balance cuando la suma de los préstamos y las reservas es igual a la suma de los depósitos:

$$(1) \quad L_j + R_j = D_j$$

En particular para una CFC, los préstamos otorgados corresponden a las operaciones de *leasing* (L_j), sus captaciones (D_j) son en gran proporción Certificados de Depósito a Término Fijo (CDTs) y las reservas (R_j) provienen principalmente del encaje de los CDTs del público.

Al igual que los otros tipos de entidades financieras, las CFCs deben mantener en caja o en el banco central un porcentaje de sus exigibilidades el cual denominaremos encaje (e) expresado de la siguiente forma:

$$(2) \quad R_j = eD_j$$

Reemplazando (1) en (2) obtenemos la restricción de balance de las CFCs expresado en términos de sus principales instrumentos de captación y colocación:

$$(3) \quad L_j - D_j(1 - e) = 0$$

De otro lado, la entidad financiera con el fin de cumplir un proceso de maximización de sus beneficios tiene una función de utilidad en donde sus ingresos

proviene de colocar recursos mediante operaciones *leasing* (L_j) a una tasa de interés activa (i_L). Del mismo modo, la CFC incurre en costos financieros derivados de la remuneración que debe pagar a los ahorradores por sus depósitos (D_j) a una tasa de interés pasiva (i_D). Otro tipo de costos que asume la entidad son los de naturaleza operativa y están determinados por el tamaño de la cartera de la entidad (L_j), y otros componentes relacionados con la parte operativa a los cuales nos referiremos más adelante.

Nuestra función de utilidad es entonces:

$$(4) \quad U_j = i_L L_j - i_D D_j - C(L_j)$$

De lo anterior tenemos que el problema microeconómico a resolver consiste en maximizar la función de utilidad (4) sujeto a la condición de balance (3). En este caso maximizaremos manteniendo la variable de depósitos endógena con el fin de no complicar innecesariamente nuestro modelo y concentrarnos particularmente en la intuición de la variable que acompaña a la colocación de recursos.

$$\begin{aligned} \text{Max} \quad & U_j = i_L L_j - i_D D_j - C(L_j) \\ \text{s.a.} \quad & L_j - D_j(1-e) = 0 \end{aligned}$$

La condición de primer orden es:

$$(5) \quad \frac{\partial U_j}{\partial L_j} = i_L + \frac{\partial i_L}{\partial L_j} L_j - \frac{\partial i_D}{\partial L_j} D_j - C_L = 0$$

Despejando los préstamos en (3) y reemplazándolos en (5) obtenemos:

$$\begin{aligned} i_L + \frac{\partial i_L}{\partial L_j} D_j(1-e) - \frac{\partial i_D}{\partial L_j} D_j - C_L &= 0 \\ (6) \quad i_L - D_j \left(\frac{\partial i_D}{\partial L_j} - \frac{\partial i_L}{\partial L_j} (1-e) \right) - C_L &= 0 \end{aligned}$$

Se define la elasticidad interés demanda de los depósitos como η_D y la elasticidad interés demanda de los préstamos como η_L (las cuales presentan signo positivo y negativo respectivamente) y también el cambio en los depósitos totales dado un cambio en los depósitos en la entidad financiera j como $\theta_D = \frac{\partial D}{\partial D_j} \frac{D_j}{D}$ y el cambio en

los préstamos totales ante cambios en los préstamos en la CFC_j ($\theta_L = \frac{\partial L}{\partial L_j} \frac{L_j}{L}$).

Adicionalmente para simplificar la notación se expresa $\phi_D = 1 + \frac{\theta_D}{\eta_D}$ y $\phi_L = 1 + \frac{\theta_L}{\eta_L}$ en la

ecuación (7) y se despeja para i_L de tal manera que se obtiene una expresión que relaciona la tasa de interés activa con los costos marginales, la tasa de interés pasiva, el encaje bancario y las elasticidades anteriormente descritas:

$$(7) \quad i_L = \frac{i_D}{1-e} \frac{\phi_D}{\phi_L} - \frac{C_L}{\phi_L} = 0$$

Suponiendo la no existencia de poder de mercado en ninguno de los dos mercados tanto θ_D y θ_L son iguales a cero, es decir $\phi_L = \phi_D = 1$, y entonces la ecuación (7) se simplifica a una expresión donde el precio de los préstamos es igual al costo marginal más la remuneración de los depósitos y su encaje:

$$(8) \quad i_L = \frac{i_D}{(1-e)} + C_L$$

Intuitivamente el modelo teórico muestra que la tasa de interese activa depende positivamente de la tasa de interés pasiva, del encaje bancario y de los costos relacionados a la actividad de intermediación.

Modelo Empírico

El planteamiento empírico utilizado para comprobar estas relaciones y cuantificar su magnitud se realiza mediante una ecuación lineal para un panel de

datos mensual entre enero de 2001 y marzo de 2007. La forma empírica de la tasa activa y del margen de intermediación es respectivamente:

$$(9) \quad i_{L,j,t} = \alpha_1 i_{D,j,t} + \alpha_2 \chi_{j,t} + \alpha_3 e_t + \alpha_4 C_{L,j,t} + \alpha_5 z_{j,t} + \mu_t + \mathcal{G}_j + \varepsilon_{j,t}$$

$$(10) \quad m_{j,t} = \alpha_1 \chi_{j,t} + \alpha_3 e_t + \alpha_4 C_{L,j,t} + \alpha_5 z_{j,t} + \mu_t + \mathcal{G}_j + \varepsilon_{j,t}$$

La proporción de CDTs en el pasivo (χ) de la entidad cuantifica el impacto que tiene la regulación financiera al restringir a las CFCs captar recursos principalmente a través de estos papeles, el signo esperado para este coeficiente es positivo dado el caso de las CFCs en donde la proporción de CDTs en los depósitos es muy grande y por tanto su captación es costosa pese a la disminución de riesgo de liquidez que aporten los CDTs. Por su parte la medición del impacto del encaje toma el encaje ordinario que recae sobre los CDTs y se espera que el signo sea positivo dado que mayores requerimientos de reserva, disminuye la oferta de fondos prestables con que cuenta la entidad y por tanto su tasa activa y su margen sean más altos. De igual forma, para los costos operacionales ($C_{j,t}$) se espera un signo positivo debido a que mayores costos reflejan ineficiencia de la CFC lo cual puede ser transmitido vía precios a los clientes de la entidad.

Adicionalmente se incluyen controles de costos de intermediación (z_j) como cartera morosa como porcentaje de la cartera bruta y la proporción de capital sobre activos. En el primero de estos controles se espera que la relación con el margen de intermediación sea positivo explicado principalmente debido a que las pérdidas en que debe incurrir la entidad financiera como consecuencia del incumplimiento en las obligaciones por parte de sus clientes debe ser asumida en una proporción por el establecimiento y en otra parte por los clientes a través de mayores tasas activas. Respecto al signo que acompaña a la razón capital-activos se puede esperar que sea negativo si esta razón garantiza menor riesgo de operación del banco con lo que se esperan mejores tasas para sus clientes. Sin embargo si para garantizar un cierto nivel de activos el banco debe mantener un elevado acervo de capital esto se puede traducir en mayores costos con eventuales efectos sobre las tasas de interés, por lo cual el signo que acompañaría a este coeficiente sería positivo.

Para la regresión se incluyen efectos fijos tanto para la entidad (\mathcal{G}_j) como en el tiempo (μ_t) con el propósito de controlar características de las entidades que no cambian temporalmente y aquellos eventos comunes para todas las entidades que sucedan a través del tiempo. Para evitar la endogeneidad presente en los datos se rezagan las variables independientes un período y adicional a esto se controlan los posibles problemas de correlación contemporánea y heterocedasticidad calculando errores robustos. Con esta transformación la ecuación a estimar es:

(11)

$$i_{L,j,t} = \alpha_1 i_{D,j,t-1} + \alpha_2 \chi_{j,t-1} + \alpha_4 e_{t-1} + \alpha_5 C_{L,j,t-1} + \alpha_6 z_{j,t-1} + \mu_t + \mathcal{G}_j + \varepsilon_{j,t}$$

(12)

$$m_{j,t} = \alpha_1 \chi_{j,t-1} + \alpha_2 e_{t-1} + \alpha_3 C_{L,j,t-1} + \alpha_4 z_{j,t-1} + \mu_t + \mathcal{G}_j + \varepsilon_{j,t}$$

El Cuadro 2 presenta los resultados tomando como variable dependiente el margen de intermediación y el Cuadro 3 muestra los mismos cálculos para la tasa de interés activa.^{16 17} Ambas mediciones muestran los mismos signos y significancia estadística por lo que se desarrolla la intuición del resultado en conjunto.

La primera columna en ambos cuadros presenta el efecto que tiene la composición del pasivo y particularmente la proporción de CDTs en los depósitos de la entidad, la cual afecta positivamente al margen de intermediación y a la tasa activa. Los resultados reportan que el efecto de un aumento de 1% en la proporción de CDTs a depósitos genera un incremento cercano a 0.14% del margen de intermediación con lo cual se muestra que las CFCs tienen un costo de captación considerable dado su alto volumen de CDTs. De la misma manera, al descomponer los CDTs en los diferentes plazos de maduración (columna 2) se encuentra que todos los coeficientes tienen el signo positivo esperado y a medida que aumenta el plazo de maduración estos reducen su magnitud. La explicación de este resultado se

¹⁶ En ambas mediciones se retiraron con 12 meses de anticipación las entidades liquidadas de la muestra con el fin de evitar las distorsiones en los balances que suelen presentar este tipo de procesos.

¹⁷ En el Anexo 3 se incluye un ejercicio del impacto de la tasa de interés pasiva sobre el margen de intermediación con el fin de reforzar la evidencia de la relación positiva de la estructura de los depósitos de las CFCs sobre el margen de intermediación.

fundamenta en la interacción de los efectos que tiene la captación de CDTs a diferentes plazos de maduración sobre el margen de intermediación y la tasa de interés activa. Por un lado el costo de remuneración de los papeles es mayor a medida que el término de maduración aumenta sin embargo se espera también que los títulos a largo plazo presenten reducciones en el margen vía menor riesgo de liquidez y menor rotación de los pasivos. Esto último se relaciona con la interacción de los CDTs y el Gravamen a los Movimientos Financieros (GMF), dado que entre menor sea el plazo del título, se tiene una mayor rotación de pasivos y por ende un mayor pago del impuesto.¹⁸ Los resultados muestran que la disminución en el efecto asociado al riesgo de liquidez y el pago del GMF cobran mayor importancia en los títulos con menores plazos de maduración.

Por su parte, en la tercera columna el coeficiente de los encajes a depósitos (CDTs) es positivo y muestra el impacto de un aumento en las reservas por encaje que genera un efecto negativo sobre la oferta de fondos prestables, aumentando las tasas de interés activas en 0.73% y el margen de intermediación en 1.065%.

Las demás variables y controles incluidos presentan los signos y significancia estadística esperada. Los gastos operacionales muestran evidencia de tener un impacto positivo sobre el margen, lo cual es coherente con el modelo teórico planteado y captura en parte la ineficiencia de las entidades; así mismo la cartera morosa como proporción de la cartera bruta presenta un efecto positivo sobre el margen y la tasa activa con lo cual evidencia que las pérdidas ocasionadas por el no pago del financiamiento son compartidas por la entidad financiera y los clientes vía mayores tasas. En la relación capital activo se encuentra un impacto negativo sobre el margen y la tasa activa con lo que concluimos que el efecto de reducción del riesgo que proporciona un indicador promedio de 4% es suficiente y no genera costos innecesarios en las entidades financieras.

¹⁸ El pago de este impuesto ha sido asumido desde de 2003 por las entidades emisoras de CDTs. Antes de este año el tomador del título asumía el pago en el momento de retirar su dinero.

Cuadro 1

Variable dependiente: Margen de intermediación			
Muestra: 2000:01 - 2007:03			
	1	2	3
(Gastos operacionales / activos) t-1	0.321 (0.057)**	0.35 (0.055)**	0.321 (0.057)**
(Proporción CDTs / depósitos) t-1	0.138 (0.017)**		
(Proporción CDTs / depósitos) t-1 (menores a 6 meses)		0.138 (0.020)**	
(Proporción CDTs / depósitos) t-1 (entre 6 y 12 meses)		0.128 (0.021)**	
(Proporción CDTs / depósitos) t-1 (igual o superior a 12 meses)		0.055 (0.020)**	
(CDTs encajados / depósitos)t-1			1.065 (0.130)**
(Capital / activos) t-1	-0.978 (0.030)**	-0.868 (0.033)**	-0.978 (0.030)**
(Cartera Vencida / Cartera Bruta) t-1	0.002 0.002	0.008 (0.002)**	0.002 0.002
Observaciones	2041	2041	2041
Número de CFCs	29	29	29
R2 Within	0.64	0.68	0.64
R2 Between	0.77	0.67	0.77
R2 Overall	0.58	0.59	0.58
Errores robustos entre paréntesis			
* Significativo al 5%; ** Significativo al 1%			

Cuadro 2

Variable dependiente: Tasa Activa			
Muestra: 2000:01 - 2007:03			
	1	2	3
(Tasa Pasiva) t-1	1.517 (0.037)**	1.485 (0.041)**	1.517 (0.037)**
(Gastos operacionales / activos) t-1	0.265 (0.052)**	0.298 (0.049)**	0.265 (0.052)**
(Proporción CDTs / depósitos) t-1	0.095 (0.014)**		
(Proporción CDTs / depósitos) t-1 (menores a 6 meses)		0.093 (0.016)**	
(Proporción CDTs / depósitos) t-1 (entre 6 y 12 meses)		0.105 (0.016)**	
(Proporción CDTs / depósitos) t-1 (igual o superior a 18 meses)		0.026 0.016	
(CDTs encajados / depósitos)t-1			0.728 (0.108)**
(Capital / activos) t-1	-1.062 (0.031)**	-0.984 (0.035)**	-1.062 (0.031)**
(Cartera Vencida / Cartera Bruta) t-1	-0.001 0.002	0.007 (0.003)**	-0.001 0.002
Observaciones	2041	2041	2041
Número de CFCs	29	29	29
R2 Within	0.67	0.69	0.67
R2 Between	0.81	0.69	0.81
R2 Overall	0.64	0.63	0.64
Errores robustos entre paréntesis			
* Significativo al 5%; ** Significativo al 1%			

En conclusión los resultados reportan que los determinantes del margen de intermediación y la tasa de interés activa de las CFCs se comportan de manera similar a lo reseñado por la literatura presentada aunque guarda diferencias en lo relacionado a la estructura del pasivo. Como se mostró, los CDTs como proporción de los depósitos presentan un efecto positivo sobre el margen y la tasa activa a diferencia del sector bancario en donde esta misma variable afecta de manera negativa al margen de intermediación (Galindo y Majnoni, 2006). Esto se puede explicar porque las CFCs presentan una proporción de CDTs en sus depósitos tres veces mayor que la presentada en los bancos, consecuencia de las restricciones legales para captar con algún instrumento distinto a los CDTs, lo cual redundaba en un costo de captación más alto.

Al efectuar el ejercicio desagregando los CDTs en plazos de maduración encontramos que se tiene el mismo efecto positivo sobre el margen de intermediación pero que los efectos de disminución del riesgo de liquidez y del pago del GMF hacen que a mayor plazo de maduración el efecto sobre el margen de intermediación y la tasa de interés activa sea menor.

V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES DE POLITICA

Si bien es cierto que el esquema de filiales financieras creado por la Ley 45 de 1990 ha permitido un desarrollo más prudencial y controlado de las prácticas financieras en comparación con un esquema de multibanca total, la evidencia muestra que este modelo ha resultado costoso desde el punto de vista operativo (Clavijo, 2000). La especialización financiera no solo no ha permitido el aprovechamiento de las economías a escala sino que ha impuesto una serie de restricciones sobre los intermediarios financieros que se ha traducido en mayores márgenes de intermediación para el sistema.

En particular la regulación financiera de las CFCs en Colombia y más precisamente las normas relacionadas a la captación de recursos imponen como principal instrumento a los CDTs, lo cual ha generado un mayor margen de intermediación. La evidencia empírica muestra que a diferencia del sector bancario,

la proporción de CDTs en los pasivos de las CFCs reporta un mayor costo de captación para estas entidades financieras. De igual forma se encuentra que entre menor es el plazo de maduración del título, mayor es su contribución sobre el margen de intermediación derivado del menor efecto del impacto positivo de los CDTs en el riesgo de liquidez y de la carga impositiva del Gravamen a los Movimientos Financieros.

Pese a ser un cálculo indirecto, esta evidencia ilustra el efecto negativo que tiene este impuesto sobre la actividad de intermediación de las entidades financieras y sugiere un replanteamiento de este gravamen. Es clara la importancia fiscal que tiene el GMF para el Gobierno pero los costos que asume el sistema financiero y sus usuarios además de la desintermediación que ha causado, exige pensar en soluciones que disminuyan las distorsiones que genera. En la pasada Reforma Tributaria¹⁹ el Gobierno Nacional adoptó una deducción del 25% del GMF en el impuesto de renta con lo cual busca favorecer a los ahorradores del sistema. Sin embargo es necesario pensar en medidas de fondo como las presentadas en los estudios del proyecto de Reforma Financiera en los que se propone adoptar un esquema como las “Cuentas corrientes de investimento” que opera en Brasil²⁰ el cual mejoraría la reasignación de portafolio y optimizaría la utilización de los recursos. (Galindo & Majnoni, 2006).

De otra parte, la evidencia presentada en este trabajo es coherente con el escaso desarrollo del *leasing* en Colombia y ofrece una explicación desde la perspectiva de las CFCs. Al tener estas entidades mayores costos en su actividad de intermediación, vía precios transmiten esta carga a los clientes que demandan *leasing*. De acuerdo con los resultados se puede intuir que el proyecto de Reforma Financiera que busca permitir a los bancos operar *leasing* tendrá efectos positivos sobre la oferta de arrendamiento financiero no solo porque al sector bancario no le corresponde restricciones como las mencionadas a la captación de recursos sino porque permitirá el aprovechamiento de las economías de escala y aumentará el número de oferentes en el mercado.

¹⁹ Ley 1111 de 2006.

²⁰ Las cuentas de inversión gravan el ingreso de nuevos recursos al portafolio de inversión de las entidades financieras manteniendo exentos los movimientos de reasignación de portafolio y la salida de los recursos del sistema (en el caso que la cuenta corriente sea del mismo titular)

Este potencial impulso a la industria *leasing* resulta importante para Colombia en un momento donde el financiamiento de largo plazo al sector real cobra mayor importancia en una coyuntura de expansión económica y de exploración de mercados internacionales como lo son los tratados de libre comercio y la internacionalización de las compañías.

En general el desarrollo del *leasing* beneficia a todas las empresas que planean emprender proyectos de inversión en bienes de capital y equipo pero en especial a aquellas que no cuentan con los requisitos mínimos para aplicar a una financiación de largo plazo, como en el caso de las PyMEs. La naturaleza del *leasing* les permite relajar las restricciones financieras, considerada como una de las principales causas que restringe el desarrollo de las empresas (Beck et al, 2002) porque este tipo de financiamiento disminuye los requisitos necesarios para acceder a la financiación.

Finalmente, un eventual fortalecimiento del desarrollo de la industria *leasing* proveniente de la disminución del costo de intermediación, traerá consigo beneficios en el sector real pues al aumentar las posibilidades de financiamiento de las PyMEs se beneficiará de manera directa a un sector que contrata al 48% de los trabajadores de la industria y que aporta el 38% de la producción industrial colombiana. Con estas consideraciones, los interrogantes alrededor de las fuentes de financiamiento de las empresas motivan no solo el seguimiento de los indicadores de financiamiento en los años posteriores sino también al desarrollo de estudios que indaguen sobre el impacto de las ventajas tributarias del *leasing* y los demás determinantes de la demanda del *leasing* en Colombia.

BIBLIOGRAFIA

- Arbeláez, M., Villegas F. y N. Salazar (2004). “El leasing en Colombia: Diagnóstico e Impacto sobre la inversión y el crecimiento”. Cuadernos de Fedesarrollo Número 13.
- ANIF, 2006. “La gran encuesta PyME”. Informe de resultados.
- Beck, T. Levine, R. & Loayza, N., 1999. “Finance and the sources of growth” *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, pp. 261-300
- Beck, T., Demirgüç-Kunt A., & V. Maksimovic, 2002. “Financial and legal constraints to firm growth: does size matter?. The World Bank, Policy Research Working Paper 2784.
- Clavijo, S., 2000. “Hacia la Multibanca en Colombia: Retos y “Retazos” Financieros”. Borradores de Economía, Banco de la República, Número 150.
- Corporación Financiera Internacional (CFI), 1996. “El leasing en los mercados emergentes” Serie Experiencias de la CFI
- De La Cruz, J. & C. Stephanou, 2006. “Financial System Structure in Colombia: Reform Options”. Documento Reforma Financiera Colombia. Banco Mundial
- DeLong, J. & L. Summers, 1991. “Equipment Investment and Economic Growth” *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, No. 2, pp. 445-502
- _____, 1993. “How strongly do developing economies benefit from equipment investment?”. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32, Issue 3 pp. 395-415
- Galindo, A. & G. Majnoni, 2006. “Represión financiera y el costo de financiamiento en Colombia”. Documento Reforma Financiera. Banco Mundial.
- Janna, M., Loboguerrero, A., López, A. & S. Muñoz., 2001. “Medición y evolución de los márgenes de intermediación financiera para el caso colombiano, 1996-2001” Banco de la República.
- King, R. & R. Levine, 1993. “Finance and Growth: Schumpeter might be right” *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 108, No. 3, pp. 717-737
- Levine, R. 1999. “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda” *Journal of Economic Literature*. Vol. XXXV, pp. 688-726
- Levine, R. & S. Zervos, 1998. “Stock markets, banks and economic growth” *American Economic Review*, 88, pp. 537-58

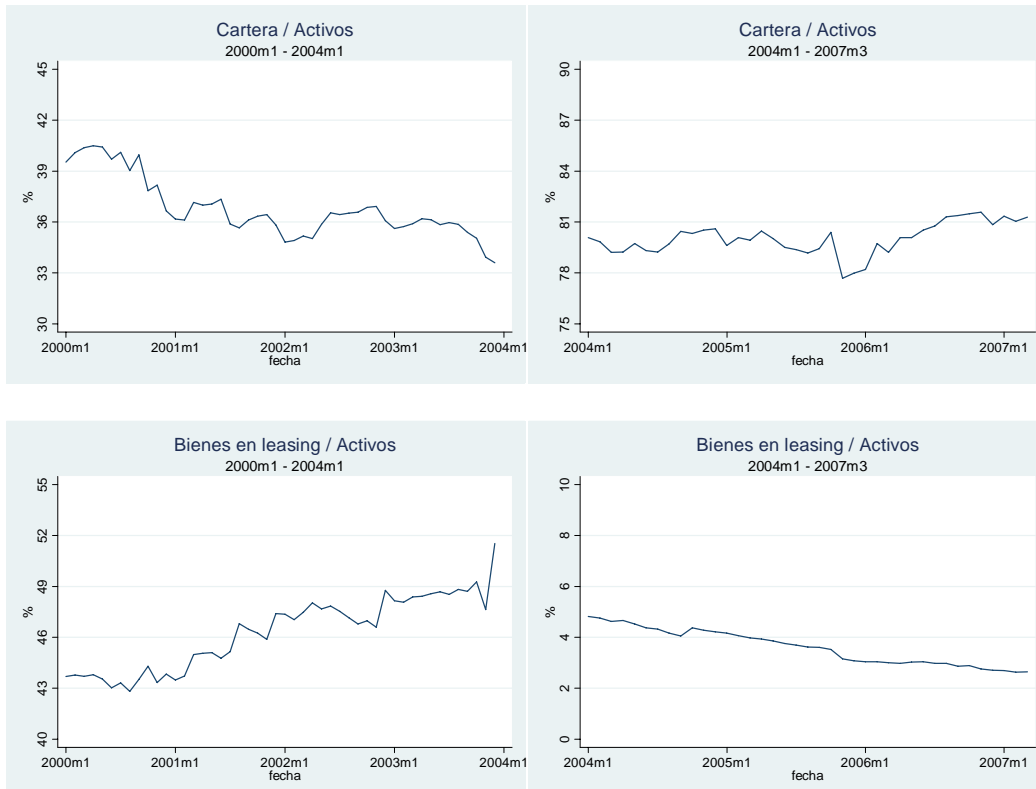
- Martínez, C., 2005 “Una revisión empírica sobre los determinantes del margen de intermediación en Colombia. 1989-2003” *Revista Ensayos sobre Política Económica*, Banco de la República. Número. 48, pp. 118-183.
- Rodríguez, O & G. Velasco, 2000. “Novedades recientes del leasing en Colombia” *Revista de Derecho Privado*. Universidad de los Andes, Número. 24 (Abril)
- Steiner, R., Barajas, A. & N. Salazar, 2000. “Structural Reform and Bank Spreads in the Colombian Banking System”. Why so high? Understanding Interest Rate Spreads in Latin America. Inter-American Development Bank.
- Urrutia, M., 2000, “El Margen de Intermediación y la Importancia de su Medición”, Nota Editorial de la Revista del Banco de la República, Volumen 73 (Abril), Número 870, pp. 5-17.
- Villar, L., Salamanca D., y A. Murcia, 2005. “Crédito, Represión Financiera y Flujos de Capitales en Colombia: 1974-2003” *Borradores de Economía*, Banco de la República, 322.

Anexo 1

CARACTERÍSTICAS GENERALES		
	<i>Leasing</i>	<i>Crédito</i>
¿Qué le entrega la entidad al solicitante de financiamiento?	Un activo de propiedad para su uso	Dinero
¿Qué se intermedia en la operación?	Bienes	Dinero
¿Cuál es el pago periódico?	Un canon que puede o no contener amortización	Una cuota o un pago al vencimiento del plazo más los intereses
Existe traslado de propiedad?	Durante todo el contrato el bien pertenece a la entidad financiera	Al aceptar el dinero entregado el deudor toma posesión
Es necesario un colateral?	El mismo activo puede funcionar como colateral	Si es necesario algún respaldo de la operación
¿Cuáles son los elementos analizados por la entidad financiera para otorgar el financiamiento?	Principalmente la capacidad que tenga el activo para generar ingresos	Se analiza la capacidad del activo para generar recursos, la historia crediticia y los colaterales
Tiempo y costo de estudio para la aprobación del financiamiento	Toma menos tiempo elaborar el contrato dado que analiza principalmente la capacidad de generación de ingresos del equipo	El historial crediticio y el análisis de los colaterales es más dispendioso y conlleva a mayores costos para la entidad financiera
Existe cuota inicial?	No es necesario que el solicitante tenga un capital inicial	Se toma una financiación menor pues se requiere cuota inicial
¿Cómo se afecta el activo del solicitante de financiación?	No se incrementa	Se incrementa en el mismo valor del equipo comprado
¿Qué efectos tiene sobre el P y G del solicitante?	Todo el canon puede ir a gastos	Solo los intereses y la depreciación del activo puede ir a gastos

Fuente: Fedeleasing y Red Global de Aprendizaje para el Desarrollo

Anexo 2



Anexo 3

En el siguiente cálculo se incluye la tasa de interés pasiva rezagada un período para ilustrar el impacto que tiene esta variable sobre el margen de intermediación. Esta tasa asociada a los depósitos en la entidad, principalmente a los CDTs en el caso de las CFCs, tiene un efecto positivo y significativo sobre el margen el cual al ser relacionado con la restricción de captación de las CFCs, muestra como la estructura del pasivo de las entidades tiene repercusiones sobre el margen de intermediación.

Variable dependiente: Margen de intermediación		
	1	2
(Gastos operacionales / activos) t-1	0.325 (0.061)**	0.357 (0.056)**
(Proporción CDTs / depósitos) t-1	0.113 (0.016)**	
(Proporción CDTs / depósitos) t-1 (menores a 6 meses)		0.109 (0.019)**
(Proporción CDTs / depósitos) t-1 (entre 6 y 12 meses)		0.121 (0.018)**
(Proporción CDTs / depósitos) t-1 (igual o superior a 12 meses)		0.033 0.019
(CDTs encajados / depósitos)t-1		
(Capital / activos) t-1	-1.105 (0.035)**	-1.019 (0.038)**
(Cartera Vencida / Cartera Bruta) t-1	-0.002 0.002	0.006 (0.002)**
(Tasa Pasiva) t-1	0.684 (0.036)**	0.643 (0.039)**
Observaciones	2041	2041
Número de CFCs	29	29
R2 Within	0.66	0.70
R2 Between	0.79	0.65
R2 Overall	0.61	0.60
Errores robustos entre paréntesis		
* Significativo al 10% ** Significativo al 5%; *** Significativo al 1%		