



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

CONTADOR PÚBLICO

TRABAJO DE INVESTIGACIÓN FINAL

TUTOR: FANO, DIEGO

**LA RENTABILIDAD DE LA CONSTRUCCIÓN Y LA INFLUENCIA DEL NIVEL DE CRÉDITOS
HIPOTECARIOS Y EXCEDENTES AGROPECUARIOS. UN ANÁLISIS A TRAVÉS DE LOS
ESTADOS CONTABLES PARA LOS AÑOS 2005-2016**

da COSTA, FÁTIMA

FONTANINI, FLORENCIA

MAZZOLA, CAMILA

MENDEZ, MACARENA

FECHA DE ENTREGA: 06/06/2017

ÍNDICE

Resumen Ejecutivo	3
Abstract.....	3
Introducción	4
Objetivo y Utilidad	5
Marco Teórico	
El sector construcción y los excedentes agropecuarios	6
El sector construcción y los créditos hipotecarios.....	7
Metodología de la Investigación.....	9
Indicadores utilizados	10
Observaciones	
Análisis: Rentabilidad de la Inversión Total.....	11
Análisis: Tasa de pago de dividendos.....	14
Análisis: Distribución de Créditos Hipotecarios.....	16
Conclusiones.....	18
Bibliografía.....	19
Anexos.....	20

Resumen Ejecutivo

El sector de la construcción es uno de los sectores más dinámicos de la economía argentina, sus actividades involucran a otras industrias relacionadas. Debido a la gran cantidad de insumos y servicios que son generados a partir de esta actividad, se podría decir que determina en gran medida el desarrollo económico de las demás. Es decir, contribuye al desarrollo del país y es considerado como uno de los motores de la economía provocando un impacto en el ámbito laboral y en la economía en general. La importancia del mismo, reside en el poder de recuperación que brinda en un marco de crisis económica. En consecuencia a las características antes mencionadas, y como resultado de la desconfianza generada en el sistema financiero del país, el sector es considerado como uno de los mejores destinos para las inversiones provenientes de aquellos sectores generadores de excedentes.

El presente trabajo tiene por objeto realizar una investigación descriptiva de la industria, para verificar la validez de los postulados bibliográficos acerca de los excedentes del sector agropecuario, los créditos hipotecarios y su relación con el sector de la construcción. Dicha investigación se focaliza en las empresas que hacen oferta pública de sus acciones en la República Argentina y abarca el período comprendido entre los años 2005 y 2016.

Abstract

The construction industry is one of the most dynamic sectors of the Argentine economy, its activities involve other related industries. Due to the large amount of inputs and services that are generated from this activity, it could be said that it determines to a great extent the economic development of the others. That is, it contributes to the development of the country and is considered as one of the driving forces of the economy, causing an impact as a work generator force and in the economy in general. The importance of this, lies in the power of recovery that provides in a context of economic crisis. As a result of the aforementioned characteristics, and as a result of the mistrust generated in the country's financial system, the sector is considered as one of the best destinations for investments coming from those sectors that generate surpluses.

This paper aims to conduct a descriptive research of the industry, to verify the validity of the bibliographic postulates about surpluses in the agricultural sector, mortgage loans and their relationship with the construction sector. This research focuses on companies that make public offerings of their shares in the Argentine Republic and covers the period between 2005 and 2016.

Introducción

La industria de la construcción -más precisamente en la última década- ha ido incrementando su contribución al Producto Bruto Interno de Argentina. Es así que ha logrado posicionarse como uno de los tres sectores productores de bienes que mayor aporte realiza al PBI.

La importancia del mencionado sector en la economía Argentina reside en el poder de recuperación que brinda en un marco de crisis económica. En otras palabras, es una actividad que, al constituirse como demandante de insumos de distintos sectores, integra y promueve la actividad en los mismos, alentando a la reactivación de la economía. Además, es una fuente generadora de empleo, ya que requiere una importante cantidad de mano de obra para ser llevada a cabo.

Así, el sector de la construcción es considerado como el mejor destino para las inversiones provenientes de los demás sectores de la economía. No sólo por el mencionado poder de recuperación, sino también, porque tras la crisis económica se ha generado una desconfianza en el sistema financiero que sumado a la inexistencia de alternativas de inversión más atractivas, convirtió al sector de la construcción en la opción más segura y rentable para la colocación de excedentes.

Objetivo y utilidad

El presente trabajo tiene por objeto verificar la validez de los postulados bibliográficos acerca de los excedentes del sector agropecuario, los créditos hipotecarios y la relación existente con la rentabilidad del sector de la construcción en la República Argentina, durante el período comprendido entre los años 2005 y 2016.

La utilidad de la investigación se encuentra en profundizar el conocimiento existente acerca de las decisiones de inversión en el sector así como, la influencia de los créditos hipotecarios en el mismo.

Marco Teórico

El sector construcción y los excedentes agropecuarios

Según un informe del Instituto de Estadística y Registro de la Industria de la Construcción (IERIC)¹, a partir del año 2002, el proceso inversor en la construcción se asienta en la necesidad de encontrar una alternativa de inversión a los excedentes financieros generados por los sectores ganadores de la devaluación, especialmente productores agropecuarios, y para quienes cuentan con ahorros. Dado el contexto antes mencionado, el sector de la construcción surgió como una alternativa interesante de inversión, debido a la rentabilidad que genera y la capacidad de mantener la riqueza de los agentes. Éstas características provocan la canalización de gran cantidad de fondos a su actividad.

Además, se destaca el cambio de orientación del sector de la construcción. Es decir, que previamente la demanda era impulsada por los sectores medios que tenían la necesidad de vivienda propia; mientras que en la actualidad, la demanda es liderada por los de mayores ingresos. Provocando el desvío de la demanda de viviendas, hacia la de inversiones.

Se destaca la importancia de la inversión en inmuebles como una cobertura contra la inflación en época de crisis. La misma se debe a que el valor de los inmuebles tiende a ser estable en el tiempo debido a que se trata de un activo físico con larga vida útil. Factor que ha sido reforzado, en los últimos años, por la pérdida de confianza en el sistema financiero del país.

Según la Bolsa de Comercio de Córdoba², se ha observado una recuperación del sector de la construcción a partir del año 2002, evidenciado en los niveles de los indicadores sectoriales.

Lo que ayudó al sector de la construcción a convertirse en uno de los pilares fundamentales de la recuperación económica del país en la década del '90 fue, según la Bolsa, su alto nivel de rentabilidad que impulsó la oferta, y la necesidad de mantener el valor de los ahorros en el tiempo, lo que no podía ser asegurado por el sector financiero. El alto nivel de rentabilidad de la construcción, venía dado por las buenas perspectivas de precios, en paralelo con la depresión de los costos con la devaluación, ya que estos eran medidos en dólares.

A estos factores mencionados, puede sumarse el hecho de que el sector agropecuario se encontró con excedentes, que no venían siendo habituales en el rubro, por multiplicarse sus ingresos en pesos, lo que generó una fuente de ahorro que derramó en parte en el sector de la construcción.

¹ "Situación actual y evolución reciente del sector de la construcción" (2005). IERIC, Instituto de Estadística y Registro de la Industria de la Construcción. [en línea]. Buenos Aires, Argentina.

² "Construcción: evolución, situación y perspectivas" (2014). Bolsa de Comercio de Córdoba. [en línea]. Córdoba, Argentina.

La entidad sostiene que la actividad sufrió una notable desaceleración a mediados del año 2006, momento a partir del cual no se retornó a los niveles anteriores, debido a que los costos comenzaron a crecer con mayor velocidad que los precios de los inmuebles.

El economista jefe de la Sociedad Rural Argentina, Ernesto Ambrosetti, autor del informe anual de la SRA³, sostiene que el sector agropecuario reinvertirá el 80% de sus ganancias en el proceso productivo de la propia industria durante el transcurso del año 2016.

Debido a la confianza de que mejore el horizonte de la Argentina y focalizándose en la recuperación de la competitividad, que había sido perdida en la última década, el sector agropecuario tomaría la decisión de invertir sus ganancias en su industria. Evidenciando así, que durante el año en cuestión, las ganancias del sector agropecuario no estarían vinculados con el rendimiento del sector construcción.

El sector construcción y los créditos hipotecarios

De acuerdo a Coterá Cerrón y Granados Sáenz⁴, la desaceleración económica en Perú afectó fuertemente al sector constructor-inmobiliario, provocando una disminución en la rentabilidad. Uno de los factores que estuvo presente, y que los autores afirman que contribuyó a dicha caída, fue la restricción por parte de las entidades financieras a otorgar créditos hipotecarios.

A partir de las semejanzas encontradas con la economía en Perú, se decide evaluar la participación de los créditos hipotecarios en el rendimiento en el Sector de la construcción de la República Argentina.

Los informes del IERIC⁵ sostienen que, en la etapa previa a la convertibilidad el sector de ingresos medios era aquel que movilizaba al sector de la construcción, debido a la posibilidad de acceso a los créditos hipotecarios. Luego de la convertibilidad, se ve afectado el acceso al crédito del sector mencionado, lo que tuvo una mínima incidencia en el sector construcción. Al mismo tiempo, el sector de mayor ingreso y los sectores de la economía generadores de ingresos se constituyeron como los principales aportantes a la industria de la construcción.

³ Ernesto Ambrosetti. (2016). Informe anual de la SRA.

⁴ Coterá Cerrón, Carla Karina y Granados Sáenz, Noel Alonso. (2016). "Propuesta de mejora de un proyecto inmobiliario a partir de su situación actual: Zafiro Barranco". Pontificia Universidad Católica del Perú.

⁵ "Informe Anual del de la Construcción año 2011" (2014). IERIC. [en línea]. Buenos Aires, Argentina.

Según el informe de la Bolsa de Negocios de Córdoba⁶, el sector de la construcción recibió en los últimos años, un gran flujo de capitales provenientes de diversas actividades económicas, especialmente de los excedentes del sector agropecuario. Ese movimiento se gestó con ahorro genuino sin la disposición de créditos hipotecarios para potenciales inquilinos.

“El comportamiento esbozado desde 2002 en adelante muestra como la vivienda se ha transformado mayoritariamente en un bien de inversión, donde los inversores persiguen la obtención de ganancias de capital o de una renta fija. Esto va en detrimento de los asalariados, que ven disminuir su poder de compra ante la caída en términos reales de sus salarios y el aumento en los precios de las viviendas; junto a ello no cuentan con instrumentos financieros que le otorguen el apalancamiento necesario para ser propietarios de las mismas”.

La institución considera que el crédito hipotecario es una herramienta fundamental para obtener un inmueble propio, y que durante el período bajo análisis de esta investigación se mantuvo casi nulo.

⁶ Informe anual de la Bolsa de Comercio de Córdoba (2009).

Metodología de la Investigación

Para la realización del presente trabajo y llevar adelante el objetivo propuesto, se realizó una recopilación de información sobre las empresas que componen el sector de la construcción de la República Argentina, para el período comprendido entre los años 2005 y 2016. Para ello se realizó el procedimiento que se detalla a continuación:

1. Se estableció el período de análisis delimitado por los años 2005 y 2016, considerando una extensión que arroje resultados representativos para el cumplimiento del objetivo de la investigación.
2. Definición del listado de empresas sujetas a análisis, compuesto por aquellas empresas dedicadas a la actividad de la construcción que hacen oferta pública de sus acciones en la República Argentina. Y se obtuvieron sus Estados Contables de la página de la Comisión Nacional de Valores.
3. Se armó una base de datos en Excel que clasifique a las empresas del sector de acuerdo a su actividad en: proveedora de insumos, constructora o prestadora de servicios inmobiliarios, y que contenga información de los siguientes estados contables: Estado de Situación Patrimonial, Estado de Resultados, Estado de Flujo de Efectivo , Anexo de Gastos y Anexo de Bienes de Uso.
4. Cálculo de los indicadores económicos y financieros por empresa y del sector para cada año, excluyendo aquellos estados contables que no tienen ventas en el ejercicio, por considerar distorsionador de los resultados. Siendo los del sector, la suma de todas las empresas.
5. Determinación de las variables a analizar: rentabilidad de la inversión total del sector construcción, excedentes financieros del sector agropecuario y distribución de los créditos hipotecarios respecto de la cartera activa de las Entidades Financieras.
6. Creación de un indicador que refleje los excedentes financieros del sector agropecuario, al que denominamos “Tasa de Pago de Dividendos”; a partir de la base de datos del Trabajo de Investigación Final Sectorial Agropecuarias del año 2017.
7. Obtención de un indicador que exprese el porcentaje de distribución de créditos hipotecarios respecto de la cartera activa de las entidades bancarias; a partir de la base de datos del Trabajo de Investigación Final Sectorial Entidades Financieras del año 2017.
8. Se analizaron las variables elegidas, estableciendo relaciones a través de las siguientes herramientas estadísticas: análisis de correlación y análisis de regresión lineal simple.
9. Resumen en gráficos de la información obtenida.

Indicadores utilizados

Se optó por la creación de un indicador denominado “Tasa de Pago de Dividendos”, que mida los excedentes generados por el sector agropecuario. El indicador surge de la relación porcentual entre los ingresos por ventas y el flujo de dividendos netos contenido en el Estado de Flujo de Efectivo, en la sección de flujos generados por las actividades de financiación (flujo de aportes menos flujo de dividendos).

De esta manera, los excedentes del sector agropecuario quedan representados como un flujo de efectivo de carácter financiero.

$$\text{Tasa de pago de Dividendos del sector agropecuario:} \quad \frac{\text{Dividendos - Aportes}}{\text{Ventas}}$$

Para el indicador relativo a los créditos hipotecarios, se obtuvo la relación porcentual entre la suma de créditos hipotecarios otorgados por las entidades financieras privadas cotizantes en la Comisión Nacional de Valores, y el total de créditos otorgados, segregado de forma anual.

$$\text{Distribución de Créditos Hipotecarios:} \quad \frac{\text{Créditos Hipotecarios}}{\text{Préstamos Totales}}$$

Observaciones

Análisis: Rentabilidad de la Inversión Total sector Construcción

A partir del análisis de los Estados Contables de las empresas cotizantes pertenecientes al sector de la construcción, surgen las siguientes observaciones en relación a la Rentabilidad de la Inversión Total del sector.

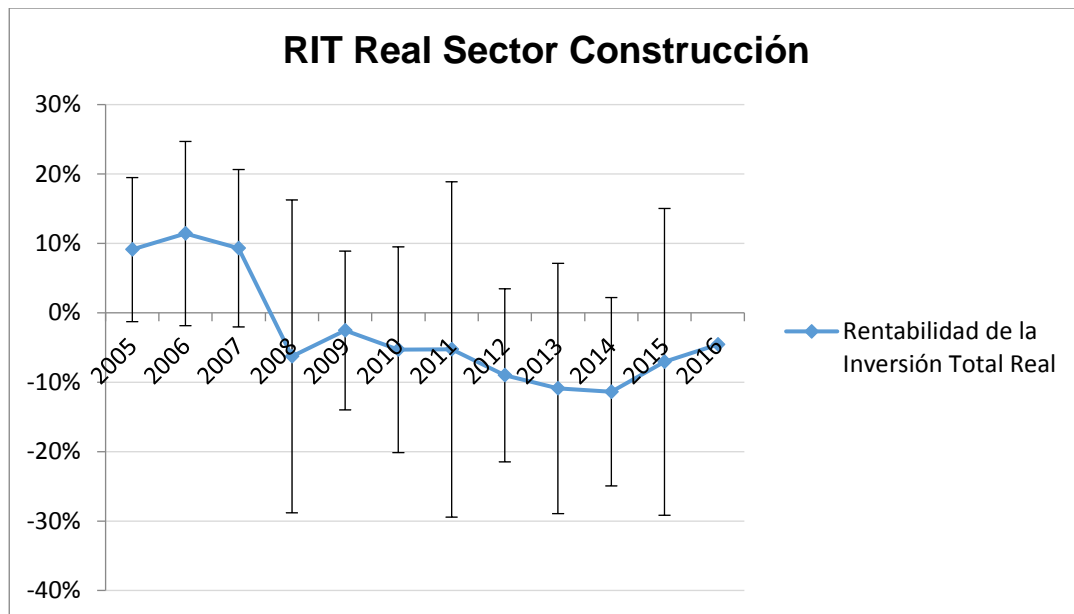


Gráfico 1 – Elaboración propia

El primer gráfico muestra la evolución de la rentabilidad de la inversión total del sector construcción en términos reales para el período comprendido entre 2005 y 2016.

Se puede observar que la RIT tiene hasta 2006 un desarrollo en ascenso hasta lograr su punto máximo en ese mismo año, lo que se atribuye a una disminución de los costos en pesos por ser medidos en dólares. A partir del año 2007, la RIT comienza a ser negativa por efecto de la inflación; ya que, la RIT Nominal siempre se mantuvo en valores positivos. Además, se observa su punto más bajo en los años 2013 y 2014, debido a que las variaciones en el resultado del activo no acompañaron el aumento del activo de las empresas, lo que viene dado por una disminución de los resultados por transacciones por el aumento de los costos por encima de la inflación.

A continuación, se demostrará como las variaciones de la RIT quedan explicadas por las variaciones en el Margen sobre Ventas.

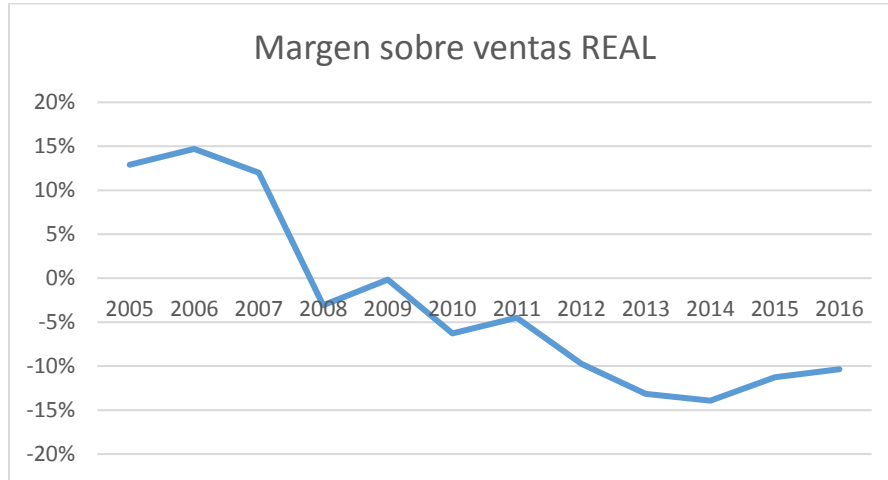


Gráfico 2 – Elaboración propia

En el gráfico 2 se puede observar la evolución del margen sobre ventas del sector de la economía bajo análisis, expresado en términos reales, el mismo comienza su descenso de forma notoria a partir del año 2006 hasta alcanzar el -3% en el año 2008, luego continúa su descenso en forma menos acentuada hasta el año 2014 donde reconoce su punto más bajo de todo el período, tocando el -14%. Las variaciones se atribuyen a las fluctuaciones que presentan los costos y gastos incurridos, que superan el nivel de las ventas en términos reales. Ver gráfico de los gastos ajustados a continuación.

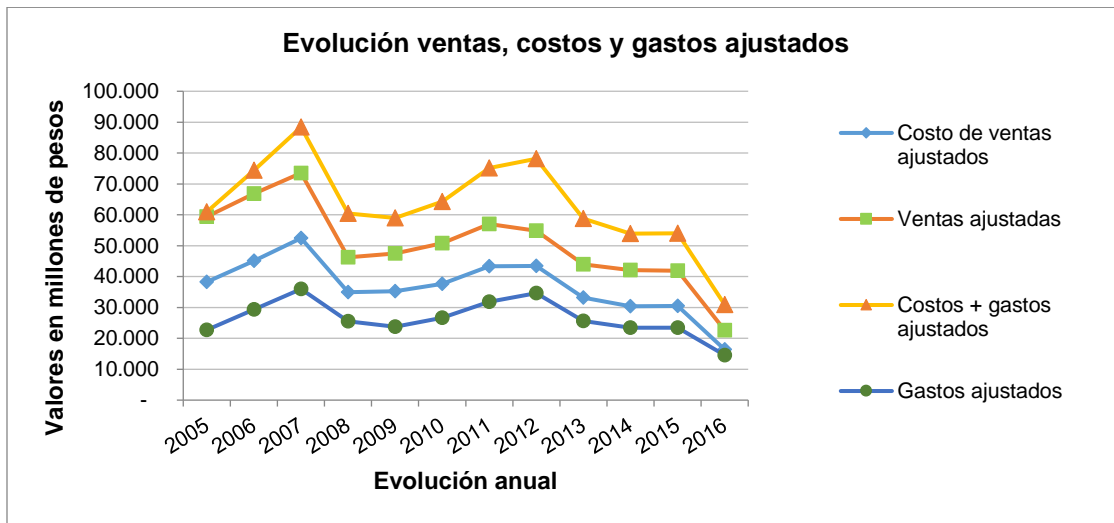


Gráfico 3 – Elaboración propia

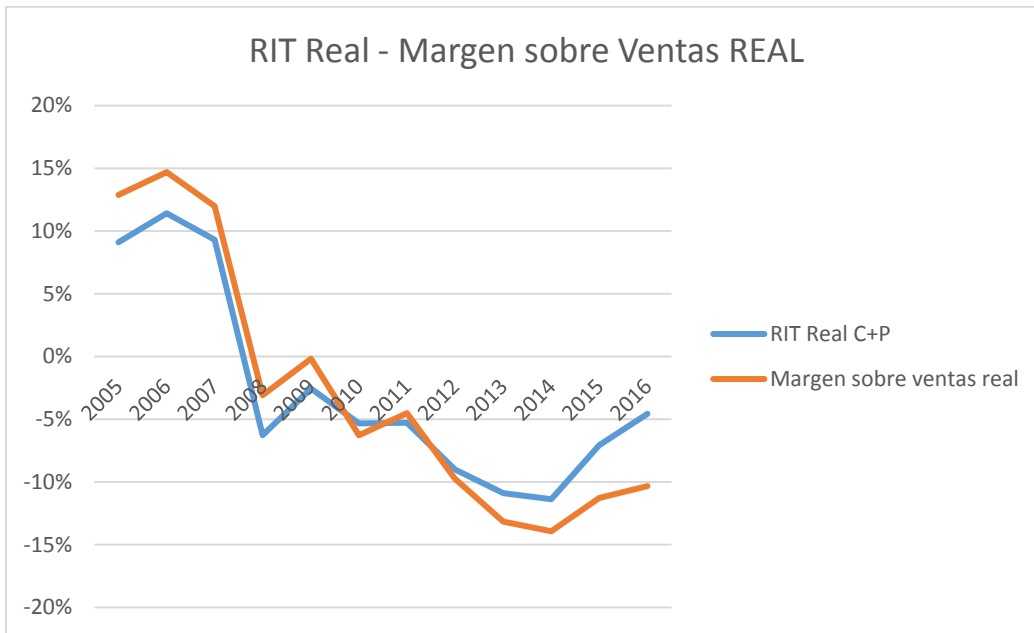


Gráfico 4 – Elaboración propia

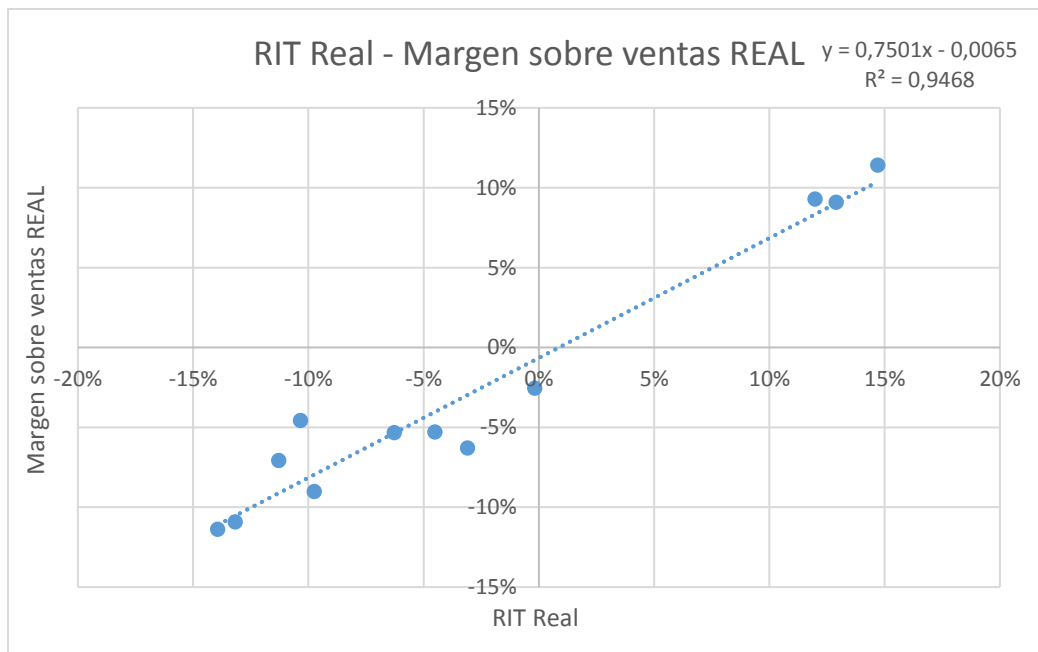


Gráfico 5 – Elaboración propia

En el gráfico 5 se puede observar que el 94,68% de la variabilidad del Rendimiento Total de la Inversión queda explicada por la variabilidad del Margen Sobre Ventas.

En adición a las observaciones realizadas sobre la RIT, se lleva adelante el análisis relacional de las siguientes variables: tasa de pago de dividendos sector agropecuario - rentabilidad de la inversión total sector construcción y tasa de distribución de créditos hipotecarios - rentabilidad de la inversión total.

Análisis: Tasa de pago de dividendos

A continuación se expone el análisis para determinar la relación entre la rentabilidad del sector construcción y los excedentes del sector agropecuario, a través de la RIT y la tasa de pago de dividendos, respectivamente.

Tasa de pago de Dividendos (Sector Agropecuario) - RIT Real (Sector Construcción)

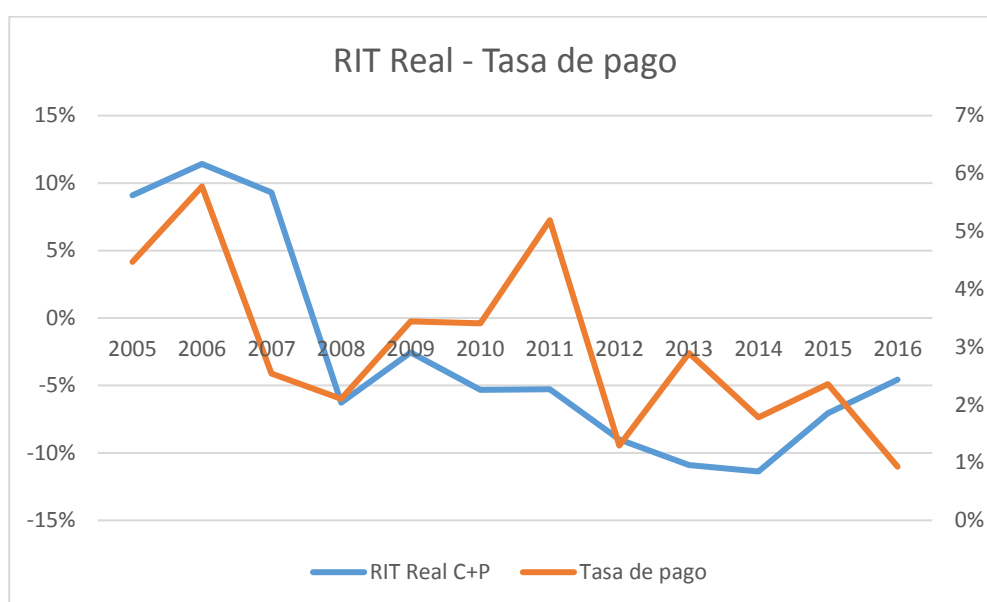


Gráfico 6 – Elaboración propia

El gráfico 6 muestra la evolución del Rendimiento de la Inversión Total y la Tasa de Pago de dividendos del sector agropecuario para los años 2005 a 2016. En el mismo, se puede observar que hasta el año 2008 cuando la RIT descendía, lo hacía de igual manera la Tasa de Pago.

Durante los años 2009 a 2011, la Tasa de Pagos se encontraba en aumento lo que no se relacionaba con el comportamiento de la RIT; lo mismo puede atribuirse, a que la inflación hacía descender la RIT a mayor escala, mientras que la RIT Nominal no estaba en descenso.

Se observa también que durante los años 2013-2014, mientras la Tasa de Pagos subía, la RIT del Sector de la Construcción descendía; lo que puede atribuirse a que la Intermediación Financiera

volvió a ser el sector más dinámico de la economía nacional y fue el único que alcanzó una tasa de incremento de dos dígitos, tratándose del período de mayor suba del nivel de actividad.⁷

En el año 2016, como se expuso en el marco teórico, el sector agropecuario tomó la decisión de reinvertir en la propia industria, lo que generó una disminución en la tasa de pago de dividendos.

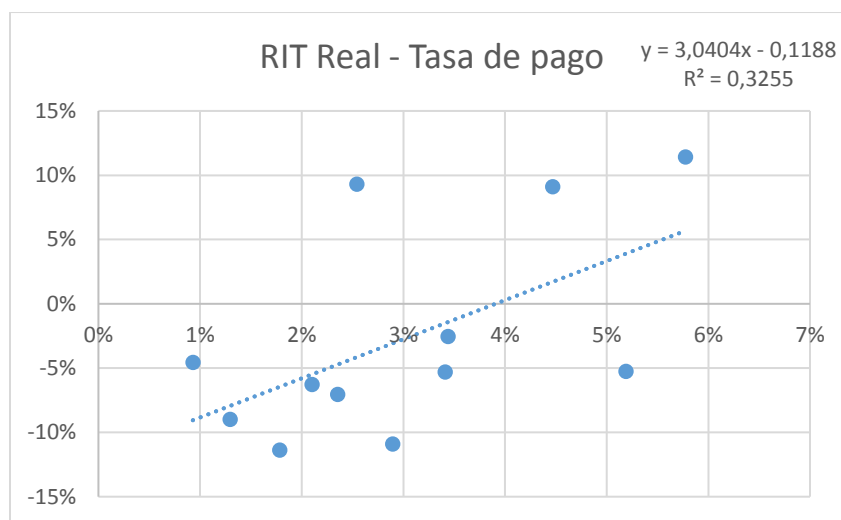


Gráfico 7 – Elaboración propia

Existe cierto grado de asociación entre la rentabilidad del sector construcción y la tasa de pago de dividendos del sector agropecuario, el coeficiente de relación es de 0,60. Sin embargo, sólo el 32,6% de la variabilidad de la rentabilidad del sector construcción queda explicada linealmente por la tasa de pago de dividendos del sector agropecuario. Las razones pueden verse expuestas en las observaciones realizadas al gráfico 6.

⁷ Sostiene el IERIC en su Informe Anual de la Construcción del año 2014.

Análisis: Distribución de Créditos Hipotecarios

A continuación se expone el análisis para determinar la relación entre la rentabilidad del sector construcción, a través de la RIT, y la distribución de créditos hipotecarios en la cartera activa de los bancos.

Distribución de Créditos Hipotecarios (Sector financiero) - RIT Real (Sector Construcción)

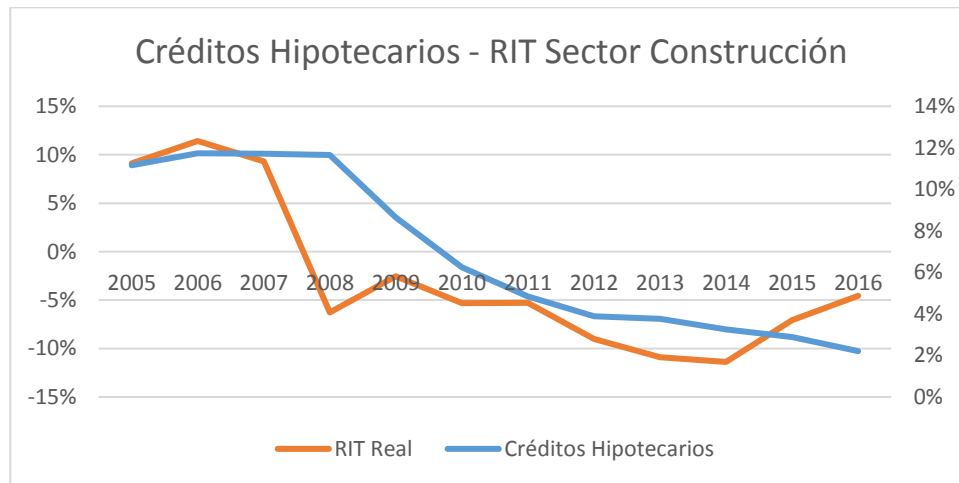


Gráfico 8 – Elaboración propia

En el gráfico 8 se observa que, durante el período analizado, tanto la Distribución de créditos hipotecarios como la RIT del sector construcción disminuyeron. Tal como fuese explicado en apartados anteriores, y como puede verse en el gráfico, el crédito hipotecario otorgado por los bancos fue perdiendo participación frente a otros tipos de préstamos a lo largo del tiempo.

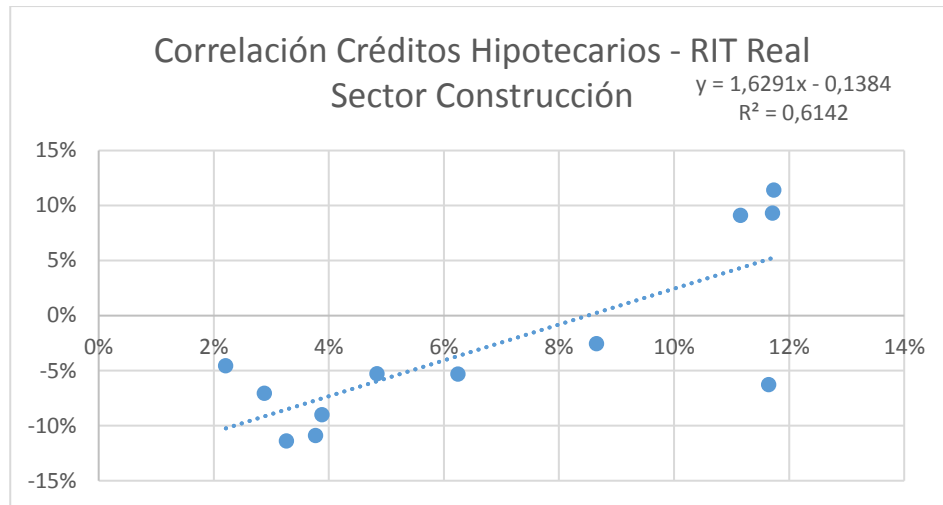


Gráfico 8 – Elaboración propia

Se observó una asociación lineal positiva y moderada entre las variables, tal que mientras el nivel de créditos hipotecarios disminuía, la rentabilidad del sector construcción también lo hacía. Además, teniendo en cuenta el R2 del modelo de regresión simple planteado, se observa que el 61,42% de la variabilidad de la Rentabilidad de la Inversión Total queda explicada por la distribución de los Créditos Hipotecarios.

Conclusiones

Luego de haber analizado los Estados Contables de las empresas que hacen oferta pública de sus acciones en Argentina, que desarrollan sus actividades en el sector de la construcción, se concluyó que existe una relación positiva fuerte entre los excedentes agropecuarios y la rentabilidad del sector construcción en el período 2005-2016. Se encontró que el 32,5% de la variabilidad de la rentabilidad del sector construcción queda explicada por la tasa de pago de dividendos, representante de los excedentes financieros del sector agropecuario. Además, se observó una relación positiva entre los excedentes agropecuarios y el margen sobre ventas del sector construcción.

Por otra parte, se observó que existe una relación positiva entre el nivel de créditos hipotecarios en la cartera activa de los bancos y la rentabilidad del sector construcción. Se observó que, a pesar de que el 61% de la variabilidad de la rentabilidad del sector construcción queda explicada por el nivel de créditos hipotecarios, se ha de tener presente que la participación de los créditos hipotecarios en las operaciones del sector construcción permaneció siempre en niveles muy bajos durante el período bajo análisis.

Bibliografía

- IERIC, Instituto de Estadística y Registro de la Industria de la Construcción. *“Situación actual y evolución reciente del sector de la construcción”*. (2005). [en línea]. Buenos Aires, Argentina.
- IERIC, Instituto de Estadística y Registro de la Industria de la Construcción. *“Informe Anual del de la Construcción año 2011”* (2014). [en línea]. Buenos Aires, Argentina.
- Página Oficial de la Sociedad Rural Argentina. <http://www.sra.org.ar/>
- Bolsa de Comercio de Córdoba. “Construcción: evolución, situación y perspectivas” (2007) <http://bolsacba.com.ar/buscador/?p=1370>. [En línea]. Buenos Aires, Argentina.
- Bolsa de Comercio de Córdoba. “el sector de la construcción y las inversiones en inmuebles”.(2008) <http://bolsacba.com.ar/buscador/?p=1784>. [En línea]. Buenos Aires, Argentina.
- <http://www.ieric.org.ar/publicaciones.asp>
- <http://www.estadistica.sanluis.gov.ar/estadisticaasp/Paginas/Pagina.asp?PaginaId=76>
- <http://www.estadisticaciudad.gob.ar/eyc/>;"<http://www.estadisticaciudad.gob.ar/eyc/>
- Cotera Cerrón, Carla Karina y Granados Sáenz, Noel Alonso (2016). *“Propuesta de mejora de un proyecto inmobiliario a partir de su situación actual: Zafiro Barranco”*. Pontificia Universidad Católica del Perú.