



Titularizadora
COLOMBIANA

Informe Económico Trimestral

Marzo de 2018

Riesgos y Organización Industrial en el Sector de las Edificaciones Residenciales: ¿El Tamaño Importa?

Durante 2017, el subsector de construcción de edificaciones registró una contracción de -10.4% en términos reales. Esta lectura representó un quiebre de la tendencia que se venía observando durante los seis años anteriores, 2011 a 2016, en los que el subsector presentó tasas positivas de crecimiento que en la mayoría de casos superaron el ritmo de crecimiento de la economía colombiana.

El mercado de vivienda nueva también experimentó un cambio de entorno importante. Después de registrar máximos históricos en ventas y crecimientos anualizados de precios de más de dos dígitos en términos reales en el período 2011-2014, estas variables se moderaron considerablemente en años posteriores.

Lo anterior implica una serie de retos para las empresas del subsector que deben enfrentar la contracción de la demanda desde la administración comercial y financiera de proyectos cuya viabilidad fue examinada en condiciones muy distintas de mercado. Este Informe Económico analiza el comportamiento del subsector durante este ciclo, destacando sus consecuencias para la entrada y salida de firmas del mercado. Así mismo, se evalúan brevemente la exposición de las empresas al riesgo financiero e inmobiliario, y su capacidad para administrar estas contingencias.

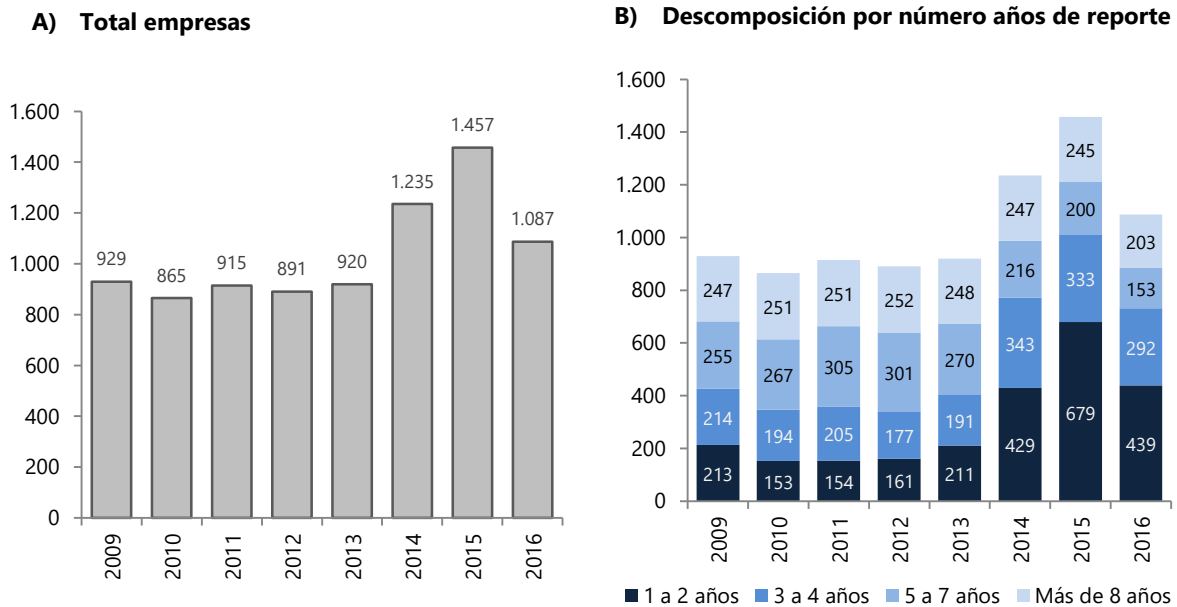
Grandes expectativas

A lo largo de los últimos años, el número de firmas operando en el sector ha variado de forma considerable. En particular, la cantidad de sociedades con reporte de estados financieros a la Superintendencia de Sociedades se incrementó rápidamente entre 2013 y 2015 desde 920 a 1.457 firmas. Posteriormente, este número se redujo a cerca de 1.000 empresas en 2016 (Gráfico 1, Panel A).

Ahora bien, al descomponer el número total de firmas de acuerdo al número de períodos de reporte consecutivos asociados a su Número de Identificación Tributaria (NIT), es posible determinar que estos movimiento de alza y caída se deben principalmente a las empresas que entraron a operar en 2013 (Gráfico 1, Panel B). Así pues, en 2015 las firmas

con períodos de reporte de no más de 2 años representaron el 47% de las empresas del sector, proporción que se mantuvo por debajo de 25% en años anteriores.

Gráfico 1. Número de firmas con reportes financieros, subsector de construcción de edificaciones



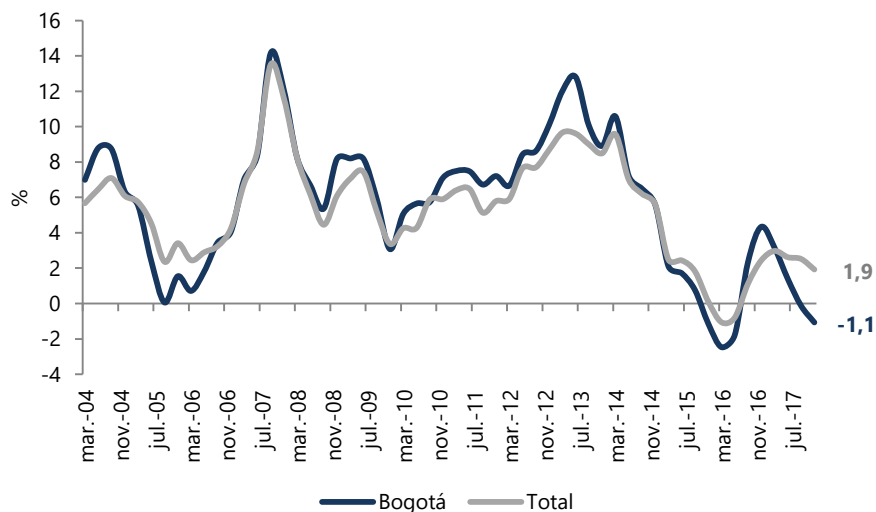
Fuente: Superintendencia de Sociedades, cálculos Titularizadora Colombiana.

Varios factores pueden explicar el incremento en la entrada de firmas al sector de construcción de edificaciones. En lo que respecta al segmento residencial, el período que inició en 2011 se proyectaba como un momento especialmente favorable para el mercado de vivienda nueva.

De un lado, el crecimiento de los precios ganó fuerza, volviendo al terreno de variación real de dos dígitos que se había registrado en 2007-2009. Así pues, entre 2011 y 2014 el Índice de Precios de Vivienda Nueva (IPVN) calculado por el DANE promedió una tasa anual de crecimiento de 10.5% real para el total nacional y de 11.6% para Bogotá (Gráfico 2).

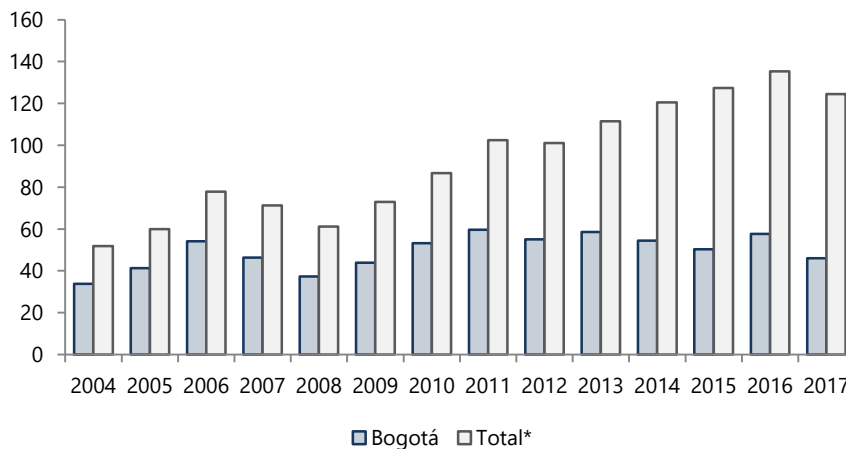
Por otra parte, en este mismo período (2011-2014) las ventas de vivienda nueva censadas por La Galería Inmobiliaria se expandieron 38.9% a nivel nacional, desde 87 mil hasta 120 mil unidades año. En períodos similares de tiempo (2007-2010 y 2014-2017), esta expansión de las ventas no llegó a superar el 12% anual (Gráfico 3).

Gráfico 2. Crecimiento anual del Índice de Precios de Vivienda Nueva (IPVN) en términos reales



Fuente: DANE, cálculos Titularizadora Colombiana.

Gráfico 3. Número de unidades de vivienda nueva vendidas por año



Fuente: La Galería Inmobiliaria.

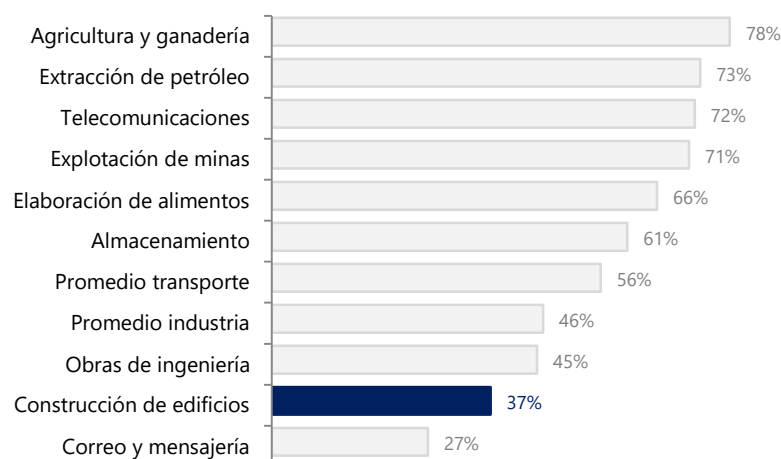
*Incluye Bogotá, Medellín, Cali, Cartagena (2008), Barranquilla (2008), Santa Marta (2008), Villavicencio (2008) y Bucaramanga (2011).

Esta solidez de la demanda se vio reflejada en bajos indicadores de rotación de inventarios (acervo de oferta/ventas promedio) que a 2011 se ubican en cerca de 3 meses para el segmento de vivienda de interés social (VIS) y 6 meses para los rangos superiores de precio.

Todos estos factores permitieron generar grandes expectativas sobre las condiciones del mercado de vivienda nueva. Adicionalmente, cabe destacar que las restricciones a la entrada asociadas a la inversión en capital fijo en el subsector son bajas en comparación a

otros sectores dedicados a actividades reales (Gráfico 4). En conjunto, todos estos factores explica en buena medida la entrada de nuevos participantes a la industria entre 2014 y 2015.

Gráfico 4. Activos no-corrientes según sector productivo en 2016 (% de activos totales)



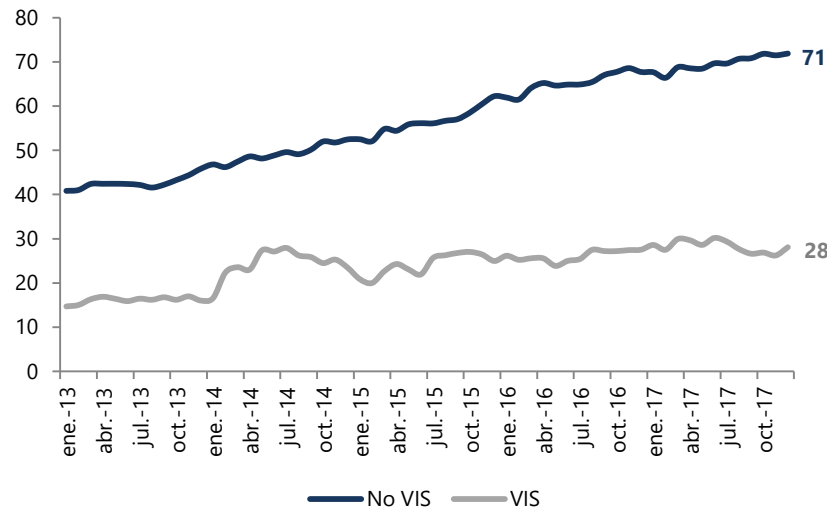
Fuente: Superintendencia de Sociedades, cálculos Titularizadora Colombiana.

No obstante, el entorno de mercado cambió de manera importante a partir de 2015. Con el choque macroeconómico resultante del desplome de los precios del petróleo, las condiciones menos laxas de política monetaria y las restricciones en materia fiscal, la demanda por vivienda se vio afectada en línea con la moderación del consumo de los hogares.

En conjunto, el mercado de vivienda nueva enfrentó una reversión de las ventas desde niveles que representaron máximos históricos, lo que también contribuyó a una disminución en el ritmo de crecimiento de los precios. Esto coincidió con el incremento sostenido de la oferta de vivienda nueva (sobre todo en el segmento de precios superior a VIS), que también obedeció a la construcción adicional de unidades por parte de las nuevas firmas (Gráfico 5).

Como resultado, los indicadores de rotación de inventarios se dispararon hacia los 15 meses en promedio para el rango de mayor precio. Esta situación configura el panorama actual del sector y ha llevado incluso a algunos analistas a referirse a una crisis en el mercado de vivienda. Lo cierto es que este proceso es consistente con un contexto de auge de oferta y moderación de demanda, en un mercado que se ajusta en ventanas amplias de tiempo, por lo que el término "crisis" resulta bastante alejado de la realidad.

Gráfico 5. Total de unidades en oferta (miles)



Fuente: La Galería Inmobiliaria.

Incluye Bogotá, Medellín, Cali, Cartagena, Barranquilla, Santa Marta, Villavicencio y Bucaramanga. Excluye lotes.

Riesgos vs. expectativas

A pesar de que la industria de construcción de edificaciones puede parecer muy atractiva en ciertos momentos de mercado debido a sus bajas restricciones relativas de entrada, el proceso de construcción implica volatilidades considerables en la medida en que sus productos son bienes durables susceptibles a una demanda que puede aplazarse en el tiempo. En particular, dado que las edificaciones son bienes que no pueden transportarse ni almacenarse, son especialmente sensibles a los cambios de tendencia del ciclo económico (Bosch y Philips, 2003).

Lo anterior implica riesgos considerables para las empresas de construcción de edificaciones que pueden llegar a materializarse en períodos en los que la demanda se contrae. Al respecto, conviene preguntarse qué tan preparadas están las firmas para enfrentar estas contingencias y qué diferencias existen entre los nuevos competidores respecto a las empresas con mayores tiempos de operación en lo que respecta a su capacidad para soportar estos riesgos.

En principio, y como resulta intuitivo, las empresas entrantes reportan en promedio menores niveles de ingreso operacional, activo y patrimonio (Cuadro 1). En sí mismos, estos menores tamaños no implican directamente mayores niveles de riesgo en comparación de las firmas con mayor trayectoria.

Cuadro 1. Características de las empresas de construcción según persistencia de reportes financieros en 2016 (miles de millones de pesos)

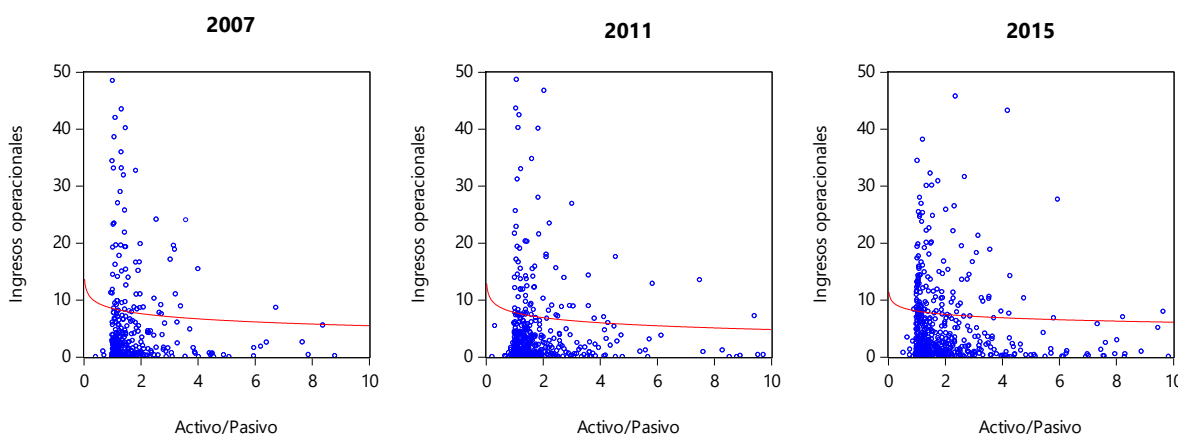
Años de reporte	Ingresos operacionales	Activo total	Patrimonio total	Apalancamiento
1 a 2	6.2	17.2	4.4	3.90
3 a 4	7.6	27.0	9.1	2.97
5 a 7	16.2	42.9	13.5	3.18
8 o más	21.5	68.7	23.0	2.99
Total	10.8	32.2	10.1	3.18

Fuente: Superintendencia de Sociedades, cálculos Titularizadora Colombiana.

Una medida preliminar del riesgo financiero al que están expuestas las empresas es su relación de apalancamiento financiero (activo total/patrimonio). En promedio, la relación de apalancamiento del subsector de construcción de edificaciones en 2016 se ubicó en 3.18 veces. Las firmas con menor trayectoria (1 a 2 años de reporte) aparecen por encima de la media con un indicador de 3.90 veces, siendo la relación más alta dada esa clasificación (Cuadro 1).

Respecto a la relación entre los activos y los pasivos de las empresas, al analizar la dispersión firma a firma, es posible observar una relación inversa entre el nivel de ingresos y la relación de apalancamiento. El Gráfico 6 presenta estas dispersiones para varios años. Allí es posible observar que la mayoría de empresas muestran una relación de apalancamiento de entre 1 y 3 veces. No obstante, existen varias firmas con razones de apalancamiento de más de 5 veces, que suelen generar ingresos inferiores a \$10 mil millones.

Gráfico 6. Relación entre los ingresos operacionales y la razón de activos/pasivos en el subsector de construcción de edificaciones



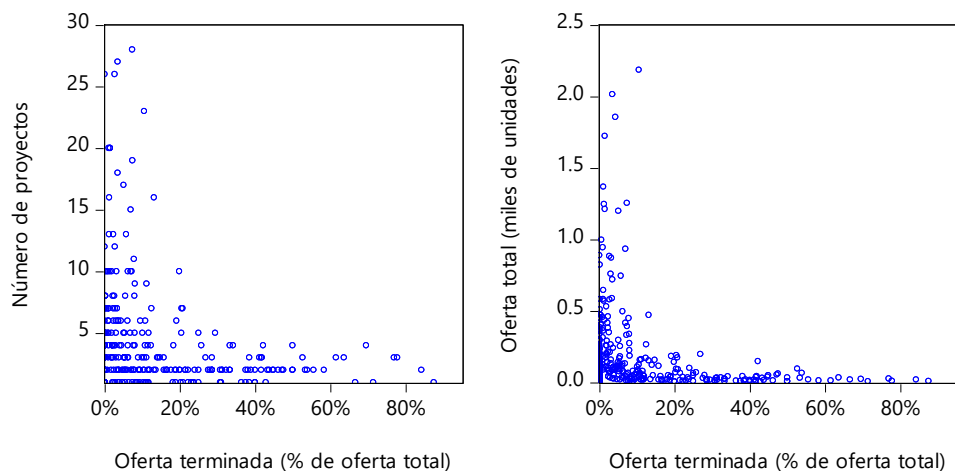
Fuente: Superintendencia de Sociedades, cálculos Titularizadora Colombiana.

Lo anterior sugiere mayores vulnerabilidades financieras a nivel corporativo para un grupo de empresas de bajo tamaño que, en general, tienen menor trayectoria en el mercado. Aun así, los efectos que la materialización de estos riesgos puede conllevar se ven acotados por la forma en que opera el modelo comercial de preventas. En particular, la práctica de llevar los recursos a un vehículo fiduciario hasta alcanzar cierto punto de equilibrio para dar inicio a la construcción de los proyectos reduce el riesgo de insolvencia que puede ocurrir cuando la demanda no logra absorber la oferta ya construida en los plazos adecuados.

Dado lo anterior, la proporción de unidades disponibles para la venta construidas da cuenta de este riesgo inmobiliario o de construcción que puede alterar seriamente los flujos de caja de las empresas y su capacidad para cumplir sus obligaciones.

En promedio, 6.1% de la oferta total al cierre de 2017 se encontraba en estado terminado de acuerdo a las cifras de La Galería Inmobiliaria. El Gráfico 7 relaciona esta medición de riesgo con el tamaño de las empresas, aproximado tanto por el número de proyectos por constructor, como por la cantidad de unidades disponibles para la venta (oferta total). Nuevamente, la relación observada es inversa, con indicadores superiores a 30% asociados en mayor medida a empresas con 2 proyectos o menos y un total de unidades ofertadas inferior a 100 aproximadamente.

Gráfico 7. Oferta terminada según número de proyectos y volumen de unidades disponibles en 2017



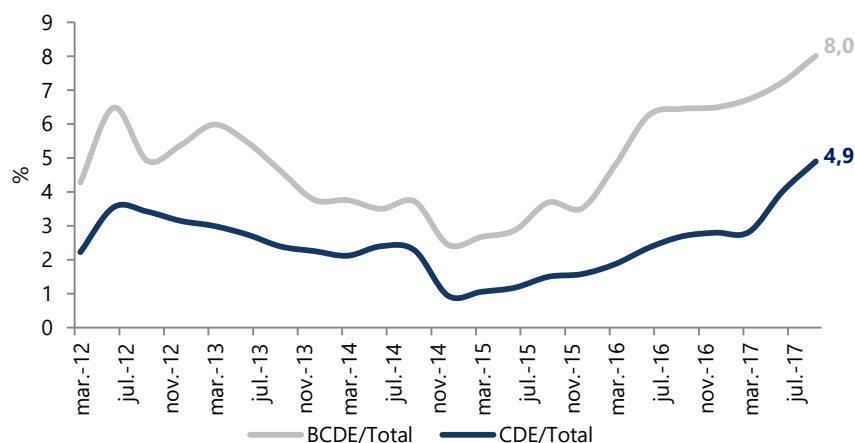
Fuente: La Galería Inmobiliaria, cálculos Titularizadora Colombiana.

Consideraciones finales

En la actualidad, las condiciones de mercado han presionado al alza los riesgos financieros e inmobiliarios, lo que se ve reflejado en el incremento de los indicadores de calidad de la cartera del subsector (Gráfico 8). Mientras todos los participantes del mercado están expuestos a estas contingencias, existe evidencia de que varias mediciones de riesgo son

mucho más elevadas para las empresas de menor tamaño que por lo general se han constituido recientemente. Estos factores dan luces sobre la estructura interna del subsector en términos de vulnerabilidades, que muchas veces quedan ocultos en la evolución del promedio de los indicadores de desempeño.

Gráfico 8. Indicador de calidad de la cartera comercial según calificaciones de riesgo, subsector de construcción de edificaciones



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

Lo anterior da cuenta de otras barreras de entrada que pueden no ser consideradas en principio por las firmas, pero que adquieren importancia en momentos de estrés de mercado. Al respecto, existe evidencia de que las barreras provenientes de las economías de escala y las cadenas de suministros pueden ser menos restrictivas que aquellas relacionadas con las condiciones de mercado, los cambios en las tasas de crecimiento de la demanda, el acceso a la financiación y la intensidad de la competencia en estos períodos (de Valence, 2012).

En este sentido, es importante desarrollar iniciativas que fortalezcan la institucionalidad del subsector y permitan idear mecanismos mediante los que las firmas entrantes puedan acceder a certificaciones de buenas prácticas. Estas medidas permitirían sentar bases sobre el manejo financiero e inmobiliario de los proyectos, lo que incrementaría el nivel de profesionalización de las empresas y beneficiaría el entorno corporativo en su conjunto.

Al respecto, la participación de asociaciones profesionales y gremiales es crucial, puesto que estos organismos han desempeñado un rol importante para conceptualizar las oportunidades de mejora del sector, respaldar las innovaciones y contribuir a la difusión de las nuevas prácticas (Greenwood, Suddaby y Hinings, 2002). En esa dirección, varias asociaciones profesionales en Estados Unidos y Reino Unido han flexibilizado sus

modalidades de afiliación con el fin de avanzar en la institucionalización del sector. Por ejemplo, la Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS), que cuenta con presencia internacional, ofrece seis grados de afiliación que incluye fases de adaptación en los procesos de certificación.

Lejos de desincentivar la competencia, la creación de estas instituciones debe orientarse a obtener ganancias en términos de la solidez organizacional, protección a los consumidores y administración de los riesgos sectoriales. De materializarse, estos riesgos no solo afectan el desempeño de ciertos participantes de mercado, sino que pueden llegar a comprometer las condiciones del mercado y el sector de forma más estructural.

Referencias

Bosch, G. y P. Philips. (2003). *Bulding Chaos: An International Comparison of Deregulation in the Construction Industry*. Routledge.

de Valence, G. (2012). The Significance of Barriers to Entry in the Construction Industry. *The Australian Journal of Construction Economics and Building*, 7(1): 29-36.

Greenwood, R., R. Suddaby y R. Hinings. (2002). Theorizing Change: The Role of Professional Associations in the Transformation of Institutionalized Fields. *Academy of Management Journal*, 45(1): 58-80.