

## 2. Coyuntura

### 2.a Construcción cerrará 2016 creciendo

El sector ha estado avanzando durante la primera mitad del 2016 en contra de las expectativas basadas en una desaceleración de la edificación y un estancamiento de la obra civil. Aun así, el cierre de año para la construcción será difícil debido a una menor actividad de la edificación residencial y menos obras de infraestructura. Los recortes al presupuesto tanto a los subsidios a la vivienda como el presupuesto a infraestructura hacen poco probable que la tendencia descendente cambie. Por lo que **pudiéramos estar al final de la senda de crecimiento** del sector construcción.

#### Y la construcción crece a pesar de los factores en contra

##### La edificación crece a un ritmo de 4.5% anual

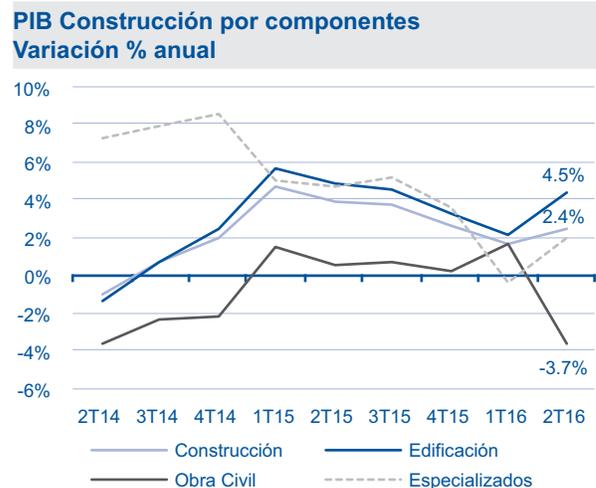
El PIB del sector de la construcción nuevamente presenta un desempeño por arriba del promedio de todos los sectores de la economía. A pesar de la caída en la obra civil, el sector continúa avanzando basado en la edificación. Al cierre del primer semestre de este 2016, la construcción crece a una tasa anual del 2.4%, muy arriba de lo que esperábamos hace un año. Este resultado se debe a que el PIB de la edificación acumula un crecimiento del 4.5% en términos anuales al segundo trimestre del año. El complemento que aporta la obra civil no ha sido favorable. En el mismo periodo, el PIB de este componente cae 3.7% en tasa anual a pesar de tener una base de comparación baja debido al pobre ejercicio de los últimos años.

Gráfica 2a.1



Fuente: BBVA Research con datos del SCNM, Inegi

Gráfica 2a.2

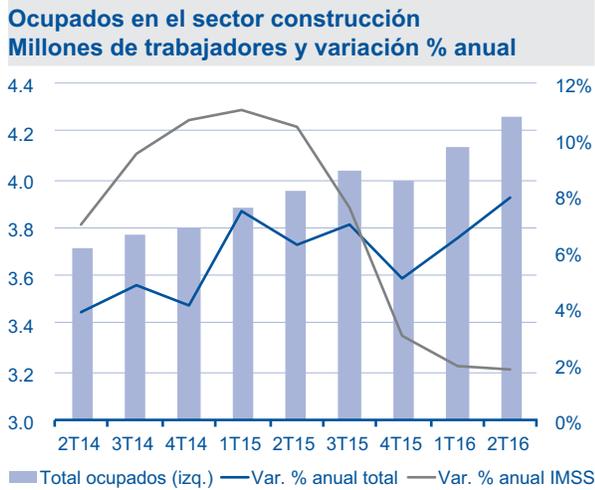


Fuente: BBVA Research con datos del SCNM, Inegi

La mayor actividad que observamos en este sector requiere de más fuerza laboral. El número de trabajadores dedicados a la construcción se ha incrementado significativamente con base en las cifras de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) que publica el Inegi. Durante los primeros dos trimestres de este 2016, el total de ocupados en el sector aumentó a un ritmo superior al 6% en promedio; mientras que el número de trabajadores registrados ante el IMSS también ha seguido aumentando pero a menor velocidad.

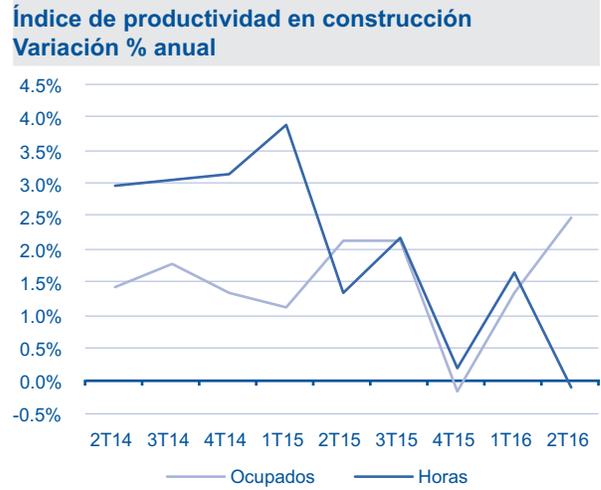
En un sentido similar, la productividad en la construcción mantiene el paso positivo, aunque baja el ritmo. El mercado laboral suele ajustarse rápidamente a la dinámica de la construcción.

Gráfica 2a.3



Fuente: BBVA Research con datos de la ENOE, Inegi

Gráfica 2a.4

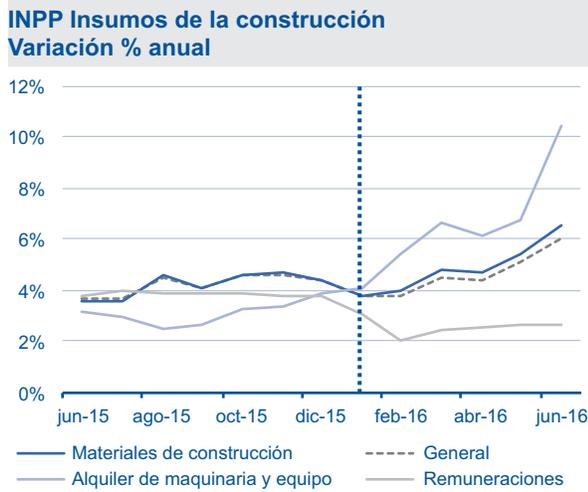


Fuente: BBVA Research con datos del Inegi

### El costo de los insumos para la construcción en senda ascendente

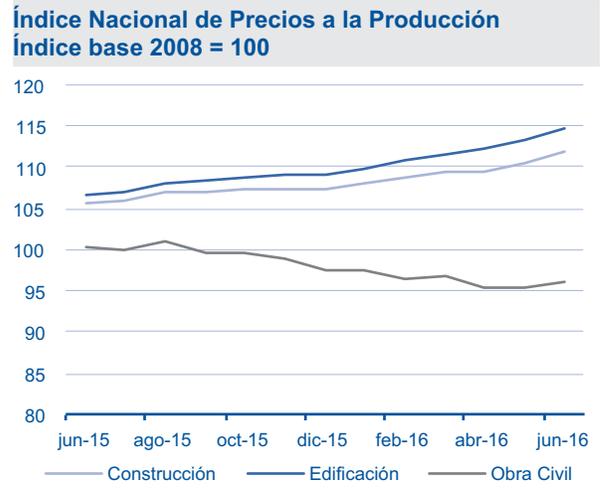
Por otro lado, los productos manufacturados así como los procesos previos de la construcción que sirven como insumos de la misma continúan con menor actividad. Otros como el crédito y el comercio siguen creciendo, pero desacelerando. Este resultado ya tiene efecto en los precios de los insumos a la construcción, cuyo índice asciende más rápido que la inflación general. Los costos de la maquinaria y equipo se incrementan de forma acelerada en el último trimestre seguidos por los materiales de construcción. El mayor efecto de esta alzas de precios se refleja en la edificación, cuyo índice supera al promedio del sector, mientras que los de la obra civil están en descenso en clara relación con la mayor actividad de la primera y el estancamiento de la segunda. El aumento en el costo de los insumos para la edificación presiona al alza los precios de la vivienda y de renta de los inmuebles comerciales. Con lo que se podría afectar la demanda en el mediano plazo.

Gráfica 2a.5



Fuente: BBVA Research con datos del Inegi

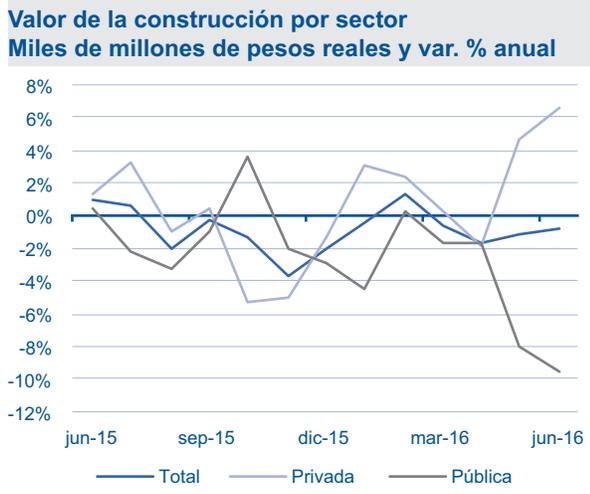
Gráfica 2a.6



Fuente: BBVA Research con datos del Inegi

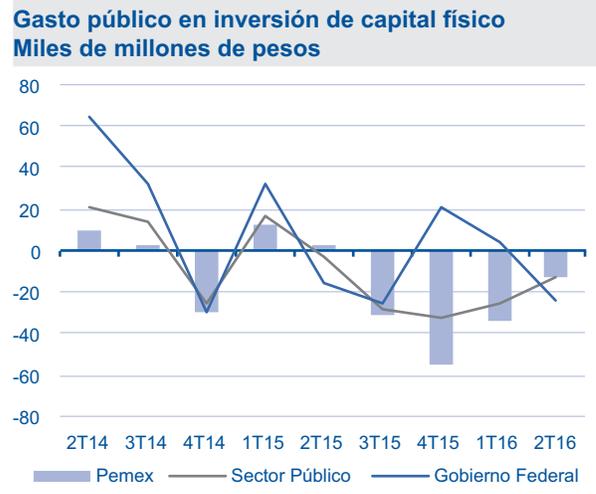
El desempeño tan diferenciado entre la edificación y la obra civil se extiende a la participación entre la construcción pública y privada. Esto se explica porque el sector privado incurre en mayor proporción dentro de la edificación, mientras que la actividad gubernamental suele tener mayor espacio en la obra civil a través de las obras de infraestructura. Por lo que el valor de la construcción de la iniciativa privada sigue aumentando durante lo que va de este año y el sector público presenta el comportamiento exactamente contrario. La caída del gasto en capital físico de los principales constructores públicos explica esta menor actividad en la construcción, como esperábamos desde el año anterior al destinar menos recursos para infraestructura en el Presupuesto de Egresos de la Federación.<sup>1</sup>

Gráfica 2a.7



Fuente: BBVA Research con datos del Inegi

Gráfica 2a.8

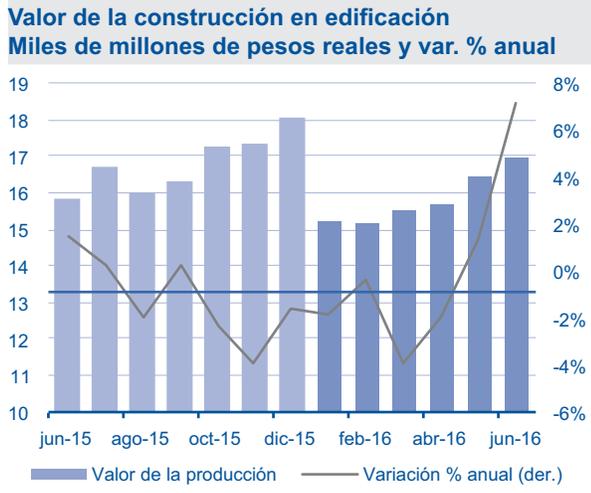


Fuente: BBVA Research con datos del Inegi

Como mencionamos, la edificación aumenta su actividad mientras la obra civil disminuye. Medido a través del valor bruto de la construcción en cada uno de estos subsectores, podemos observar como a la mitad del año actual el valor de la edificación alcanza los 17 mil millones de pesos que supera en casi 8% lo realizado al mismo periodo del año anterior. Además, de forma mensual dicho valor se ha incrementado constantemente. En contraste, el valor de la infraestructura ha caído de forma sostenida durante los primeros seis meses de este 2016. En el 2015, el valor de este tipo de obra rondaba los 20 mil millones de pesos, pero a la mitad del año actual apenas supera los 15 mmdp de acuerdo con lo que reportan las empresas constructoras.

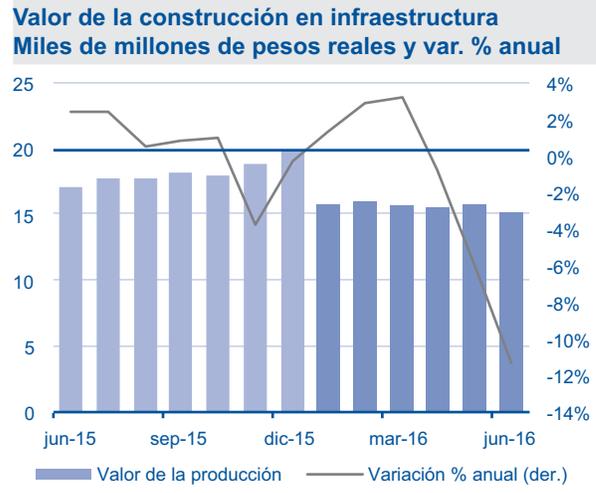
1: Si bien no todo el gasto en capital físico está dirigido a obra pública u obras de infraestructura, sí es la mayor participación y suele explicar las variaciones del subsector de obra civil.

Gráfica 2a.9



Fuente: BBVA Research con datos del Inegi

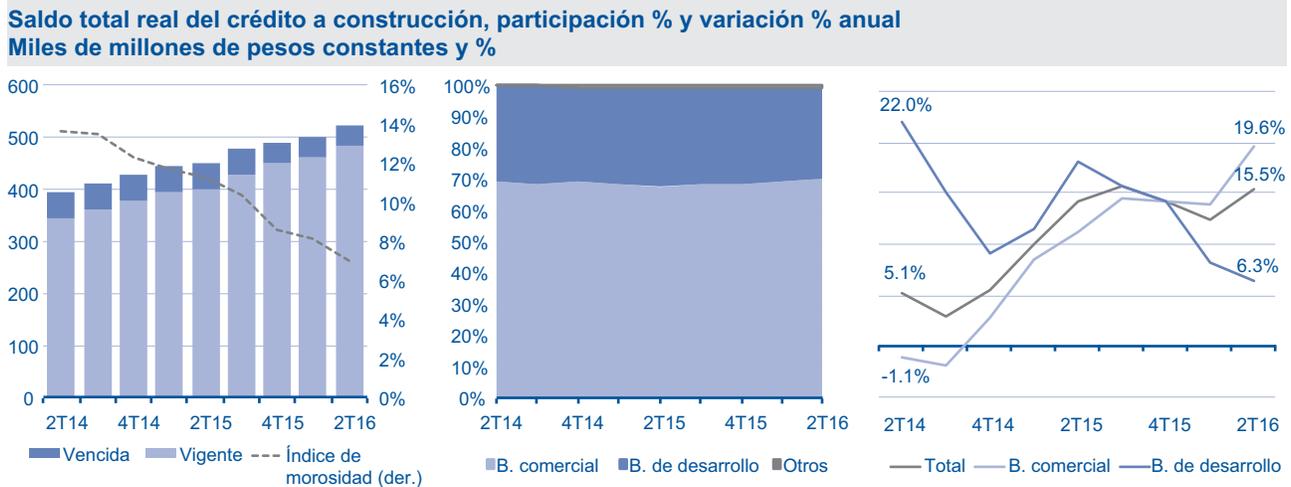
Gráfica 2a.10



Fuente: BBVA Research con datos del Inegi

Del lado del financiamiento, el crédito bancario a la construcción sigue creciendo y actualmente supera los 500 mmdp en términos reales con una mora descendente y que ya está por abajo del 8%. Este resultado se debe en gran medida a la alta originación de la banca comercial que mantiene el 70% de participación en el mercado de crédito. El índice de morosidad también ha disminuido gracias al mayor otorgamiento de crédito, pero también a una disminución de la cartera vencida en valores absolutos.

Gráfica 2a.11, 2a.12 y 2a.13



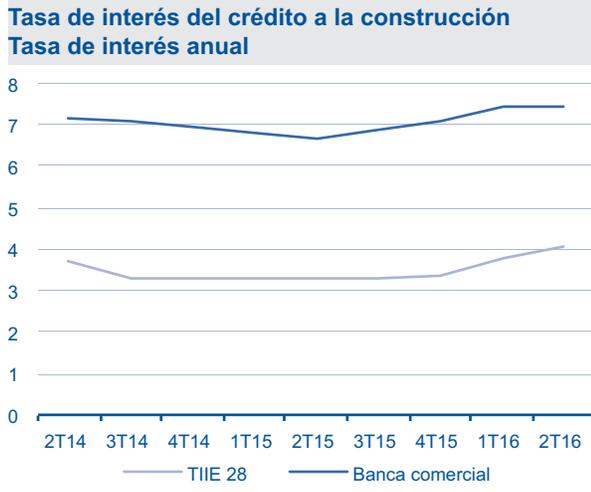
Fuente: BBVA Research con datos del Banco de México

Los ajustes a la política monetaria se han reflejado rápidamente en las tasas de interés para los créditos a los que acceden los constructores. Sin embargo no se han reflejado en su totalidad, lo que indica que parte de los incrementos la absorbe el sistema bancario, ya que de los 175 puntos base que ha aumentado la tasa de referencia,<sup>2</sup> solo 60 puntos se han trasladado al costo del crédito a la construcción en promedio. Estas mayores tasas sin duda tienen un efecto no favorable para la demanda de crédito, lo que parecía constatarse al primer

2: A la fecha de corte de cifras de esta edición.

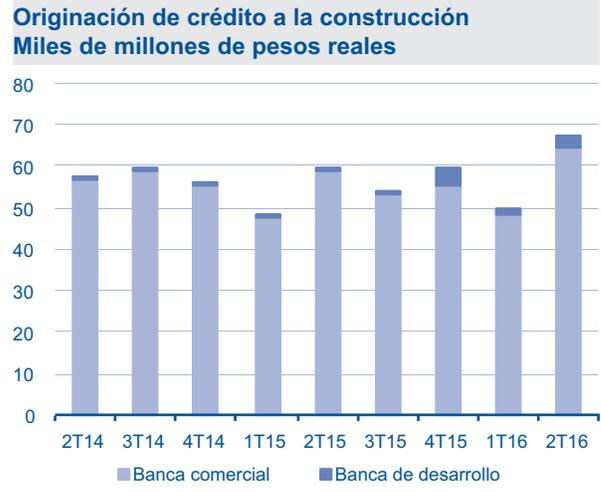
trimestre de este 2016, pero si lo comparamos con lo colocado en el mismo trimestre del año anterior se observa un ligero incremento, tendencia que se robustece al segundo trimestre del 2016. Este fenómeno lo asociamos a la mayor actividad del lado de la edificación y a que no ha sido trasladado totalmente el cambio de política monetaria por el apetito de los bancos a ganar más clientes al resto de los oferentes de crédito.

Gráfica 2a.14



Fuente: BBVA Research con datos de la CNBV

Gráfica 2a.15

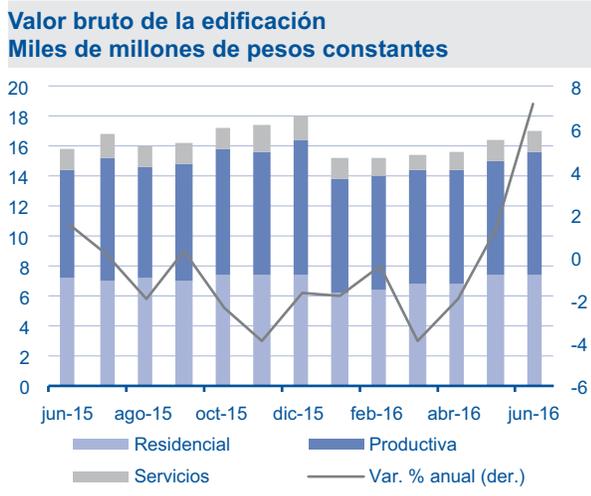


Fuente: BBVA Research con datos de la CNBV

### La edificación sigue como única estructura de la construcción

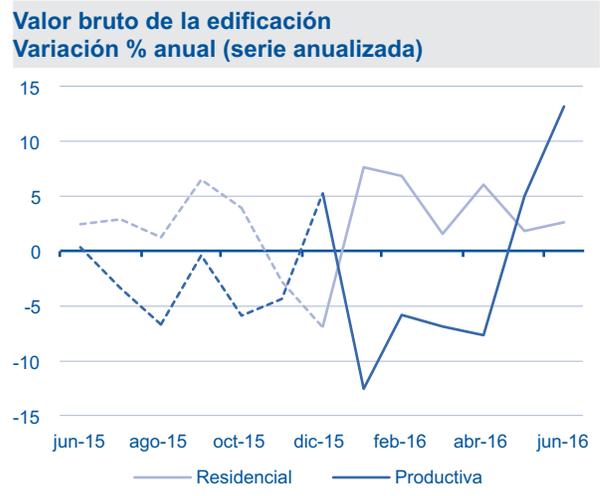
Aun deteniendo su velocidad, la edificación sigue siendo la estructura sobre la que se sostiene el resultado positivo de la construcción presentado hasta ahora. El PIB de la edificación crece por arriba del 4% en tasa anual. En términos del valor bruto de lo construido, la edificación sale del subsuelo para crecer hasta 7% en el mes de junio de 2016. Esto es el resultado de la recuperación de la edificación productiva hacia final del semestre, dado que el valor bruto de la construcción residencial ha mantenido un desempeño positivo durante los primeros seis meses del año.

Gráfica 2a.16



Fuente: BBVA Research con datos de la ENEC, Inegi

Gráfica 2a.17



Fuente: BBVA Research con datos de la ENEC, Inegi

Nuevamente enfatizamos que la serie del valor bruto de lo construido reportado por las empresas constructoras es un buen indicador del comportamiento tanto del sector como de sus componentes. En el caso de la edificación residencial, el valor bruto crece de forma sostenida durante el primer semestre de este año gracias en gran parte a los incrementos de los precios que superan a la inflación general.<sup>3</sup> Del lado la edificación productiva la historia difiere un poco, ya que el índice de precios de estos inmuebles no ha ascendido tan deprisa.<sup>4</sup> Ambos componentes han contribuido al crecimiento del subsector de la edificación, particularmente en estados como Jalisco y Chihuahua tanto por la parte de naves industriales como en el caso de la vivienda.

Gráfica 2a.18, 2a.19 y 2a.20

**Saldo total real del crédito a la edificación, participación % y variación % anual**  
Miles de millones de pesos constantes y %



Fuente: BBVA Research con datos del Banco de México

El saldo del crédito bancario a la edificación mantiene la trayectoria ascendente. Al cierre del segundo trimestre del 2016, este saldo crece por arriba del 12% en tasa anual, impulsado mayormente por la banca comercial, aunque la banca de desarrollo avanzó 9% respecto al mismo periodo del año previo. La mayor originación de crédito ha provocado que la morosidad siga cayendo y actualmente ha bajado hasta el 8%. Esta menor morosidad no solo se debe a más crédito originado sino también a una reducción de la cartera vencida al pasar de poco más de 20 hasta 16 mil millones de pesos. Desde la perspectiva del financiamiento, el crédito dirigido a la edificación productiva ha mostrado mejor desempeño que a la construcción residencial. En tasas anuales, el primero avanza al ritmo de 11.9% en términos reales mientras que su contraparte residencial lo hace al 8.1% de acuerdo a las cifras del Banco de México. Esto se lo atribuimos a la intención de los bancos por competir más en este segmento como un efecto expansivo de lo que se ha observado en el sector vivienda.

### Obra civil sin mejorar y sin horizonte favorable

#### El PIB de la obra civil cae 3.7% en tasa anual

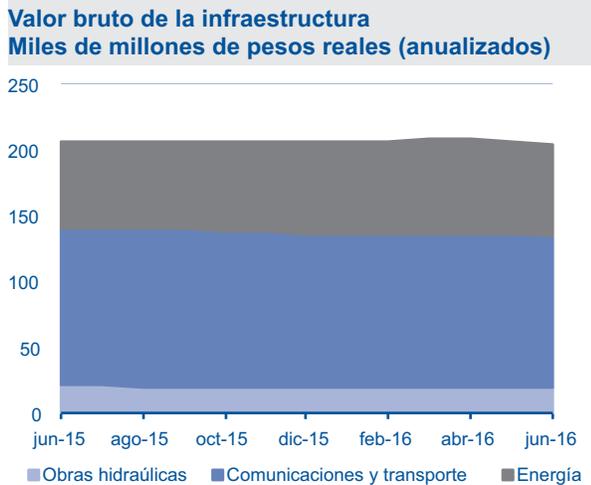
Como vimos en la sección inicial, el subsector de la obra civil continúa con una dinámica negativa. La cada vez menor inversión en obra pública es lo que explica el porqué de este retroceso. Usualmente el sector público construye más infraestructura que la iniciativa privada tanto por el tamaño de las inversiones, la incertidumbre del largo plazo y su carácter económico de bien público. Esto provoca que la inversión en infraestructura sea dependiente de los recursos disponibles que los distintos niveles de

3: Ver "Crédito hipotecario aún creciendo" en este número de *Situación Inmobiliaria México*. Segundo semestre 2016.

4: Ver "La edificación productiva y su ciclo productivo" en este número de *Situación Inmobiliaria México*. Segundo semestre 2016.

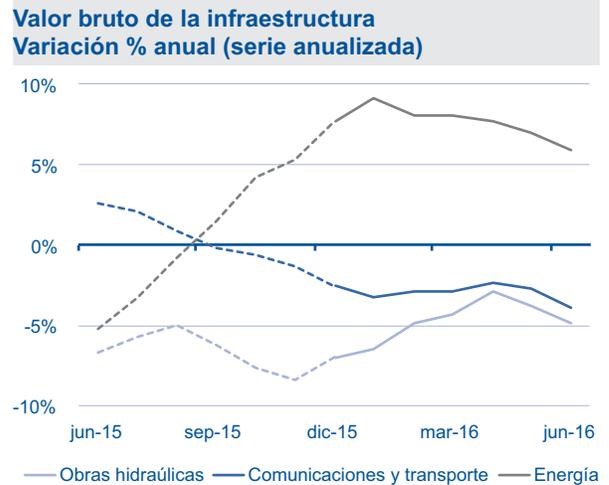
gobierno pueden disponer para este tipo de obra. En los últimos años, a pesar de que el gobierno cuenta con más ingresos, los recursos destinados a infraestructura incluso han ido disminuyendo. El resultado es una menor actividad en infraestructura como son las obras hidráulicas, así como en comunicaciones y transportes, las cuales desde fines del 2015 caen de forma sostenida hasta la mitad del año actual. Por otro lado, las obras asociadas al sector energético parecen tener una recuperación durante el mismo si observamos el crecimiento del valor bruto de la construcción; pero estas tasas de crecimiento se deben en una parte sustancial a un efecto base por los pobres resultados de periodos anteriores.

Gráfica 2a.21



Fuente: BBVA Research con datos de la ENEC, Inegi

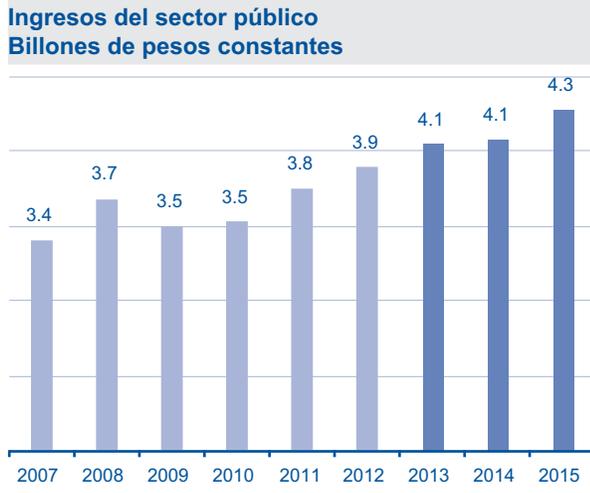
Gráfica 2a.22



Fuente: BBVA Research con datos de la ENEC, Inegi

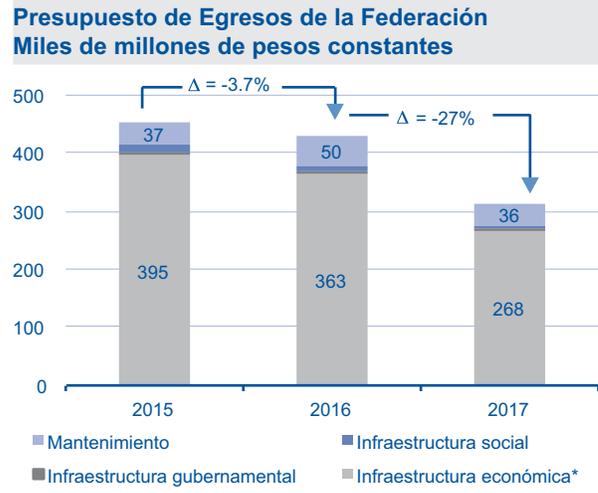
A pesar de contar con mayores recursos económicos, incluso a costo de un mayor endeudamiento, éstos no se han dirigido al sector de la construcción. Un mayor gasto en infraestructura, además de ayudar a generar las condiciones para aumentar el PIB potencial, ha sido instrumento para acelerar el crecimiento económico como se observó en el 2009 después de la crisis internacional. En ese año, el gasto público dirigido al sector construcción y en específico a la obra civil revirtió la tendencia negativa de este componente y de todo el sector. Los ingresos del sector público en 2009 fueron de 3.5 billones de pesos que pasaron hasta 4.3 billones en el 2015, un aumento de 22% en términos reales. No obstante la participación del sector público en la construcción, más aún en infraestructura, ha ido disminuyendo en años recientes pese a contar con más ingresos. En el Presupuesto de Egresos de la Federación (PEF) que el poder ejecutivo envía al Congreso podemos observar reducciones para la infraestructura. De 2015 al 2016 se redujo en 3.7% el monto presupuestado para infraestructura en general, pero solo para la económica pasó de 395 mil mdp a 363 mil mdp, un descenso de poco más de 8% en términos reales. De acuerdo al PEF 2017, la infraestructura sufrirá un ajuste aún mayor; alrededor de 27% será la disminución del presupuesto para este tipo de construcción con lo que será difícil pensar en una recuperación para el siguiente año.

Gráfica 2a.23



Fuente: BBVA Research con datos de la SHCP

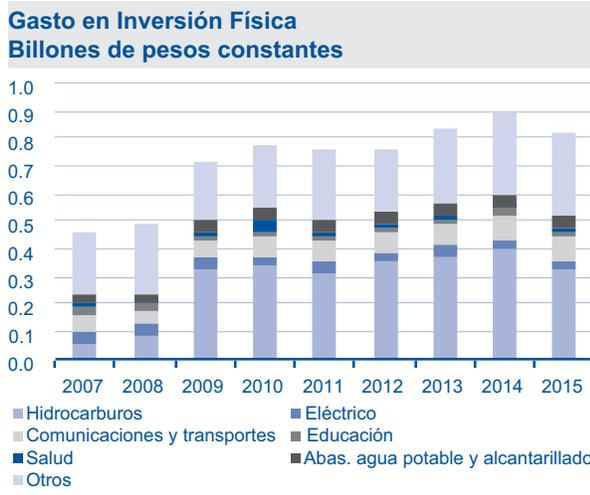
Gráfica 2a.24



Fuente: BBVA Research con datos de PEF a 2017, SHCP  
\*Incluye Pidiregas

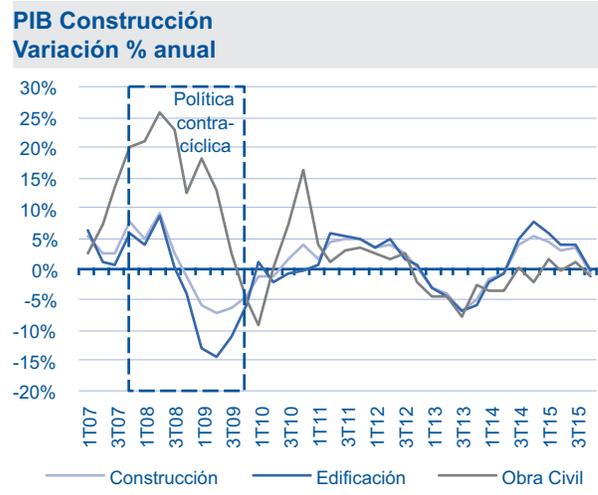
Por el contrario, el gasto en inversión física aumentó hasta el año 2014. En 2009, durante la crisis económica internacional se destinaron a este tipo de inversión alrededor de 700 mil mdp, mientras que para 2014 el monto alcanzó los 900 mil mdp. En 2015 se observó la primera reducción del orden de 9.4% en términos reales. Los recursos dirigidos hacia la obra civil en una clara política contra cíclica durante 2009 ayudaron a que el PIB de la construcción se recuperara y en específico el de la obra civil se mantuvo en terreno positivo pese a la crisis. Por el contrario, en años recientes, aun cuando se ha contado con mayores recursos, la infraestructura ha disminuido su efecto en el PIB de la construcción. Si bien no todo el gasto en inversión física se dirige a infraestructura sí la mayor parte de ese gasto se utiliza para este tipo de obra.

Gráfica 2a.25



Fuente: BBVA Research con datos de la SHCP

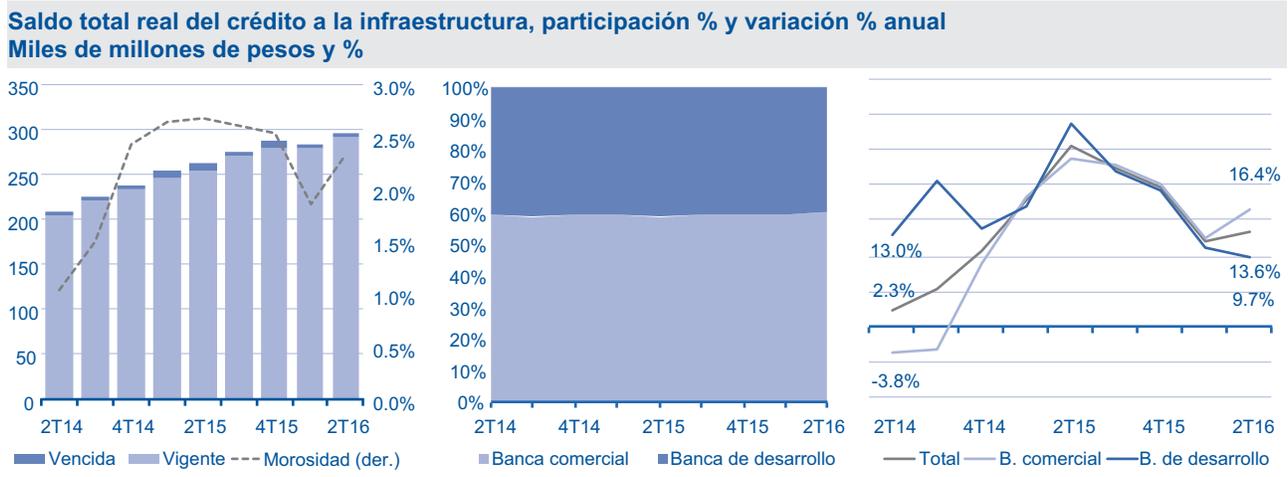
Gráfica 2a.26



Fuente: BBVA Research con datos del Inegi

El financiamiento al sector, medido con el saldo de crédito bancario, sigue aumentando en términos reales a un ritmo superior al 12%. En particular la banca comercial crece a una tasa anual del 16.4% mientras que la banca de desarrollo aumentó su portafolio en 9.7% anual al cierre del segundo trimestre de este 2016. En contraste con el crédito a la edificación, la participación de ambos es más equitativa, mucho se debe a los flujos de Banobras en particular. De esta forma, el saldo total prácticamente ha alcanzado los 300 millones de pesos, casi la mitad del total del crédito privado a la vivienda y casi 50% más que lo destinado a la edificación, pero con una morosidad mucho más baja, de solo 2.3%, lo que revela que se mantiene en excelentes condiciones este portafolio.

Gráfica 2a.27, 2a.28 y 2a.29

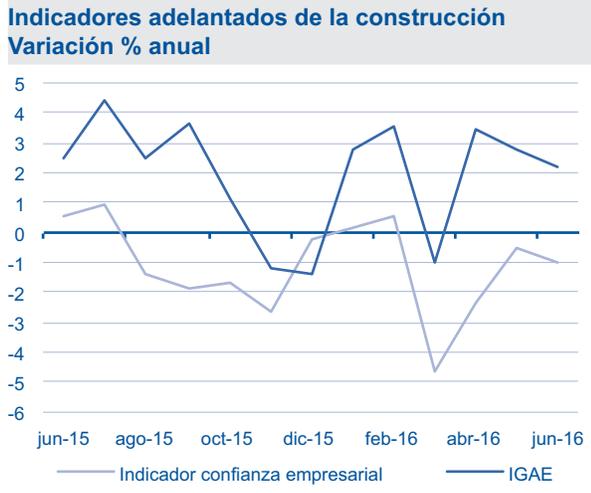


Fuente: BBVA Research con datos del Banco de México

## 2016 último año positivo para la construcción sin infraestructura

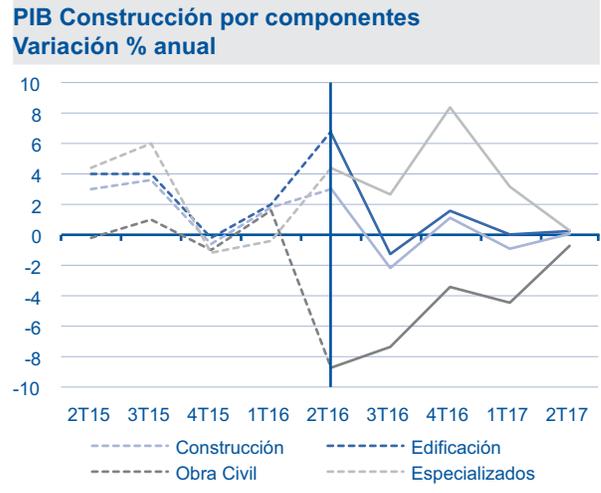
En el número anterior de **Situación Inmobiliaria México** estimamos que el 2016 sería un año complicado para la construcción, en especial para la obra civil. Con las cifras observadas a la mitad del año, el pronóstico parece cumplirse a medias. Ciertamente es que la obra civil y la infraestructura continúan con un desempeño negativo, pero los buenos resultados de la edificación han levantado al sector, aun cuando no era lo que esperábamos. No descartamos una revisión de cifras en lo que respecta al PIB de la construcción y sus componentes, pero incluso si no es el caso, el cierre del año apunta a un descenso. Aunado a la menor inversión en infraestructura, el número de proyectos registrados para vivienda ha disminuido al igual que la confianza empresarial asociado a la construcción. Por otro lado, solo el IGAE tiene una perspectiva favorable, aunque recordemos que se trata más de un indicador coincidente que adelantado.

Gráfica 2a.30



Fuente: BBVA Research con datos del Inegi

Gráfica 2a.31



Fuente: BBVA Research con datos del Inegi

Con un ajuste hacia abajo de la demanda por vivienda, por ejemplo por un menor monto de subsidios, que ya ajustaron los constructores residenciales; así como un menor presupuesto para obra pública y el aumento en el costo de algunos insumos, estimamos que hacia adelante la construcción seguirá con un panorama gris. En el 2017 podríamos observar incluso un crecimiento nulo o menor.

## 2.b Crédito hipotecario aun creciendo

En el número anterior de *Situación Inmobiliaria México* anticipamos que las condiciones económicas disminuirían el ritmo de avance del mercado hipotecario. Atribuimos un crecimiento a menor ritmo gracias a dos factores, a saber, la transmisión del aumento en las tasas de referencia hacia el crédito a la construcción residencial, así como un menor ritmo en la generación de empleo formal privado. Ambas situaciones se han cumplido, efecto que se observa ya en una desaceleración del mercado de vivienda.

Por un lado, a pesar de un paso más lento, **la demanda sigue creciendo por la generación de empleo y la accesibilidad que otorga el crédito hipotecario tanto público como privado. Por el lado de la oferta esperamos un mayor ajuste**, debido a la transmisión de la política monetaria, incremento en el costo de algunos insumos para la construcción y el recorte en el presupuesto destinado a subsidios para adquisición de vivienda, principalmente en aquellas regiones con mayor dependencia de estos recursos o enfocados al segmento de interés social.

Cuadro 2b.1

### Actividad hipotecaria: créditos y monto de financiamiento otorgados por organismo Miles de créditos y miles de millones de pesos de 2016

Origenación Hipotecaria	Número de créditos (Miles)			Monto de crédito (mmp)			Monto promedio (mp)		
	Jun-15	Jun-16	Var. % anual	Jun-15	Jun-16	Var. % anual real	Jun-15	Jun-16	Var. % anual real
Institutos Públicos	224.7	214.7	-4.4	86.3	77.5	-10.2	384	361	-6.0
Infonavit	188.9	181.6	-3.9	62.5	56.8	-9.1	331	313	-5.5
Fovissste	35.8	33.1	-7.4	23.8	20.7	-12.9	666	626	-5.9
Sector Privado <sup>1</sup>	66.2	64.8	-2.2	66.9	69.7	4.2	1,010	1,075	6.5
Bancos <sup>2</sup>	66.2	64.8	-2.2	66.9	69.7	4.2	1,010	1,075	6.5
<b>Subtotal</b>	<b>290.9</b>	<b>279.5</b>	<b>-3.9</b>	<b>153.1</b>	<b>147.2</b>	<b>-3.9</b>	<b>526</b>	<b>526</b>	<b>0.0</b>
Cofinanciamientos <sup>3</sup> (-)	27.0	23.4	-13.3						
<b>Total</b>	<b>263.9</b>	<b>256.1</b>	<b>-3.0</b>	<b>153.1</b>	<b>147.2</b>	<b>-3.9</b>	<b>580</b>	<b>575</b>	<b>-1.0</b>

1: Si bien existen otras instituciones de crédito privadas (como agentes no regulados), al no contar con información pública confiable no se incluyen.

2: Incluye: créditos para autoconstrucción, re-estructuras, adquisición, créditos para ex empleados de las instituciones financieras y créditos para pago de pasivos y liquidez.

3: Créditos otorgados con el Infonavit y Fovissste.

Nota: Es acumulado.

Fuente: BBVA Research con datos de Infonavit, Fovissste ABM, Banco de México, CNBV y SHF

### El crédito hipotecario de la banca crece 4.2% en términos reales

El resultado a la mitad de este año 2016 es una contracción del 3% en el número de hipotecas y de 3.9% en el monto de financiamiento en términos reales. Sólo la banca está creciendo en el monto del crédito otorgado en 4.2%. A pesar de este escenario, la banca terminará el año con un avance superior al que registrará la economía; mientras que los institutos colocarán menos créditos que el año anterior.

### Menor actividad de los institutos públicos por comparación con 2015

Al cierre del primer semestre, los institutos de vivienda han originado 4.4% menos créditos respecto al mismo período del año anterior; mientras que el monto de financiamiento se contrajo 10.2% en términos reales. Si bien en lo transcurrido del año ha disminuido el ritmo de la actividad económica, la menor originación de financiamiento es reflejo de un efecto base por una colocación mayor a la esperada durante 2015, en particular en unidades nuevas. En el caso del Infonavit, el número total de créditos (incluyendo hipotecarios y mejoramientos) sobrepasó en 37% el Programa Operativo Anual (POA); mientras que el número de créditos para adquisición superó en poco más del 13% lo presupuestado. El Fovissste colocó más de 127

mil financiamientos cuando se había planteado 114 mil. Aun así, la actividad del Infonavit está en línea con lo planteado a inicios de año, pues al mes de junio ha colocado más del 90% de lo establecido en su POA en términos de monto; en tanto que en número de préstamos se supera en 5 puntos lo estimado para este periodo.

Cuadro 2b.2

Programa Operativo Anual del Infonavit Miles de créditos y porcentaje				
Créditos	Prog. Jun-2016	Avances Jun-2016	% avance en meta	Var % anual con 2015
<b>Hipotecarios</b>	<b>174,065</b>	<b>183,598</b>	<b>105%</b>	<b>-3.5%</b>
Nueva	113,661	123,930	109%	-4.1%
Usada	60,404	59,668	99%	-2.0%
<b>Mejoramientos</b>	<b>83,835</b>	<b>46,063</b>	<b>55%</b>	<b>-64.1%</b>
<b>Total</b>	<b>257,900</b>	<b>229,661</b>	<b>89%</b>	<b>-27.9%</b>

Nota: Incluye "Apoyo Infonavit", por lo que no coinciden con el cuadro 2b.1.

Fuente: BBVA Research con datos del Infonavit

Cuadro 2b.3

Programa Operativo Anual del Infonavit Millones de pesos y porcentaje				
Millones de pesos	Prog. Jun-2016	Avances Jun-2016	% avance en meta	Var % anual con 2015
<b>Hipotecarios</b>	<b>60,697</b>	<b>55,925</b>	<b>92%</b>	<b>-1.8%</b>
Nueva	40,001	36,074	90%	-2.1%
Usada	20,696	19,851	96%	-1.2%
<b>Mejoramientos</b>	<b>2,533</b>	<b>1,360</b>	<b>54%</b>	<b>-63.4%</b>
<b>Total</b>	<b>63,230</b>	<b>57,285</b>	<b>91%</b>	<b>-5.6%</b>

Nota: Incluye "Apoyo Infonavit", por lo que no coinciden con el cuadro 2b.1.

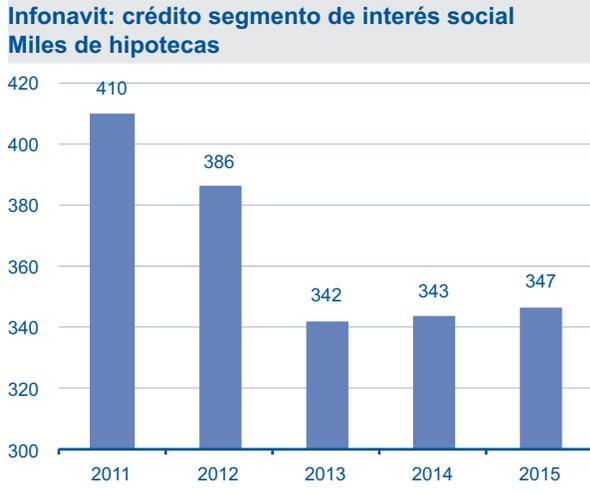
Fuente: BBVA Research con datos del Infonavit

El mismo Infonavit reconoció que difícilmente se podía alcanzar las cifras de colocación del año anterior al estimar que se demandarían 350 mil créditos hipotecarios para este 2016, lo que significa casi 50 mil menos créditos. Desde hace tiempo, los números confirman que el Instituto suele ser preciso en sus expectativas de originación, la excepción fue precisamente el año anterior, explicado por cambios que sus afiliados buscaron aprovechar. Comentado en ocasiones previas, el incremento en el monto máximo y el cambio de denominación de los créditos estimuló la demanda durante 2015 de forma excepcional. Por lo que ahora en el 2016, los números de otorgamiento de crédito presentan una contracción, pero se debe a que se compara con el resultado sobresaliente ya mencionado. Aun con esto, podemos observar que se está cumpliendo con el POA en lo que respecta a créditos para adquisición, y en particular, el crédito para vivienda nueva supera en 9 puntos porcentuales lo esperado al mes de junio.

Por el contrario, el número de financiamientos destinado a mejoramientos registró una contracción de 63.4% en el primer semestre, debido a una suspensión temporal en el flujo de este producto. Esto se debió a un relanzamiento de los créditos para mejoras y ampliaciones con el objetivo de evitar que los derechohabientes utilicen el crédito para otros fines distintos a los establecidos por el programa.

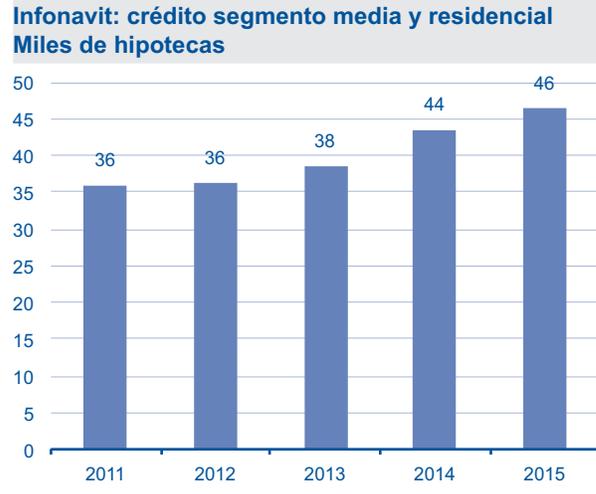
El aumento de la demanda no es el único efecto de la decisión de aumentar el monto máximo de crédito desde 483 mil pesos a 850 mil pesos (con plazos de hasta 30 años) y denominado en pesos. Otro resultado de este cambio es que los acreditados adquieren viviendas de mayor precio con lo que los inmuebles medios y residenciales han cobrado terreno al segmento de interés social. Incluso desde 2013 esta tendencia se hizo evidente.

Gráfica 2b.1



Fuente: BBVA Research con datos del Infonavit

Gráfica 2b.2



Fuente: BBVA Research con datos del Infonavit

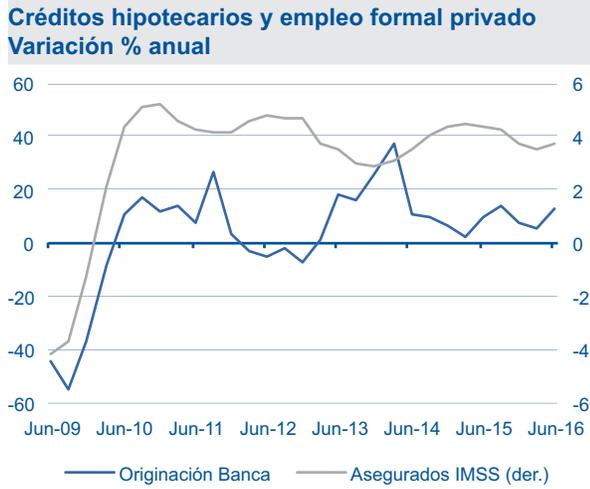
La serie de reformas por las que ha atravesado el Infonavit reflejan en gran medida las diferentes etapas hacia la madurez del mercado hipotecario. Pero también, como organismo público, éste fue creado para facilitar el acceso a los trabajadores de menores ingresos, lo que cada vez es más complicado en términos financieros. Al cambiar la denominación de créditos a pesos desde 2014, manteniendo la vigencia de la mayor parte de los créditos en VSM, se corre el riesgo de que los pasivos crezcan más que sus activos, desequilibrando el balance general, lo que se conoce como riesgo de descalce. Esto se debe a que el Infonavit debe asegurar rendimientos positivos a la Subcuenta de Vivienda a quienes no la usen para obtener un crédito, lo que se garantizaba con una tasa real positiva al cobrar los créditos en VSM; pero el cambio de denominación hace más difícil esta tarea.

Por otro lado, la vivienda nueva continúa siendo el eje rector de la Política Nacional de Vivienda, en donde los subsidios destinados a la adquisición cuentan un papel relevante, mismos que se han reducido en los últimos años. Al cierre del primer semestre de este año, el Infonavit había colocado 4,455 mdp en subsidios, equivalente al 59% de lo presupuestado para el año. Sin embargo, los 71 mil créditos otorgados bajo este esquema, representan solo 38% de todos los financiamientos en el período.

### Hipotecas bancarias cerrarán 2016 creciendo más que la economía

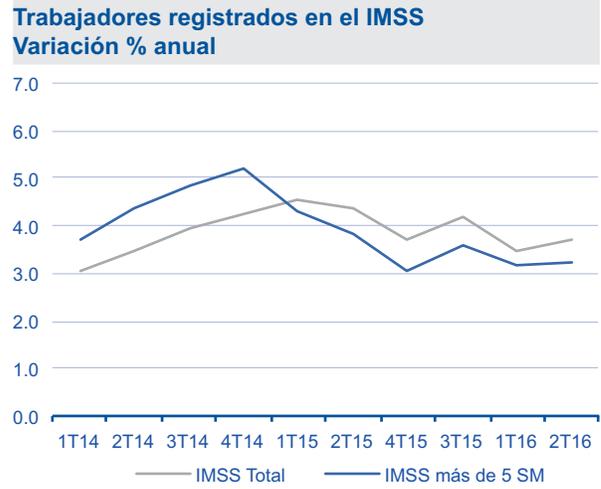
En 2016, la economía ha enfrentado varios ajustes, tanto en las expectativas de crecimiento económico como de una posible alza en las tasas de interés hipotecarias ante el ajuste de la política monetaria. Sin embargo, el mercado hipotecario ha mostrado fortaleza y mantiene el ascenso, aunque a ritmos menores en comparación con los últimos dos años. Al cierre del primer semestre de 2016, el monto de financiamiento otorgado en transacciones hipotecarias creció 4.2% en términos reales. Esto incluye tanto créditos para adquisición de viviendas nuevas y usadas, así como créditos para pago de pasivos y liquidez. La demanda por créditos para adquisición mantiene la inercia de crecimiento del año anterior, aunque a menor ritmo, principalmente por menor generación de empleos formales privados. Como hemos sostenido por largo tiempo, es el empleo el principal determinante de la demanda efectiva, seguido por el acceso al crédito hipotecario. Es por ello que, a pesar de una desaceleración en la actividad económica, seguimos viendo un crecimiento positivo, pues se conserva el efecto del empleo generado en periodos previos y el crédito hipotecario barato.

Gráfica 2b.3



Fuente: BBVA Research con datos del Inegi y CNBV

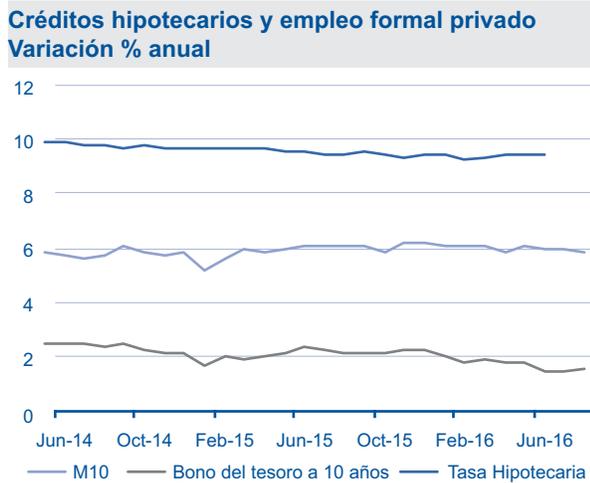
Gráfica 2b.4



Fuente: BBVA Research con datos del IMSS

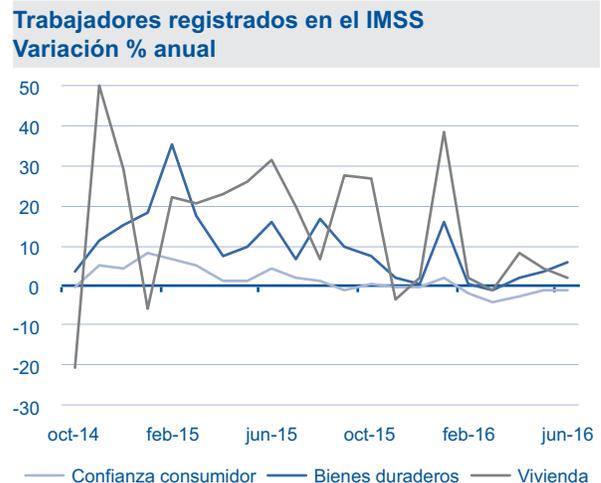
En lo que va del año, el número de trabajadores del IMSS ha seguido creciendo a tasas cercanas al 4% anual en promedio. Sin embargo, la afiliación de trabajadores con ingresos de 5 salarios mínimos o más ha disminuido el paso por debajo del total. El efecto de esta desaceleración en el empleo se reflejará a partir del 2017 de forma positiva, pero con una tendencia decreciente. Así como el empleo mantendrá la demanda, el crédito hipotecario también seguirá siendo un factor relevante. Las tasas hipotecarias de la banca comercial no han sufrido los cambios de la política monetaria. Esto lo atribuimos a dos razones: 1) la competencia que hay entre bancos por ganar mayor participación de mercado; y 2) a que no ha habido mayor transmisión de la política monetaria al crédito hipotecario ya que parece depender más de las tasas de largo plazo.<sup>1</sup> Complementando los indicadores del lado de la demanda, la confianza del consumidor para participar en el mercado de vivienda ha tenido ligeros avances en la mayor parte del año, pero cada vez menores y el más reciente ya es negativo. Similar al caso del empleo, la confianza es un indicador adelantado y esperamos que su impacto se refleje dentro de 18 a 24 meses. No obstante, también apunta hacia un crecimiento más discreto del mercado de vivienda.

Gráfica 2b.5



Fuente: BBVA Research con datos del Banco de México y CNBV

Gráfica 2b.6



Fuente: BBVA Research con datos del IMSS

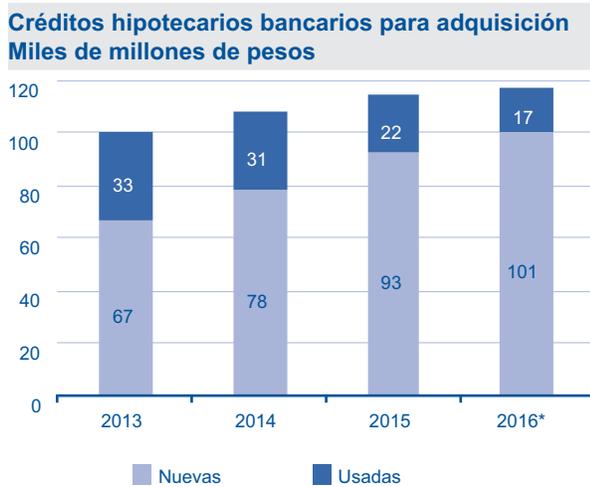
1: Ver "Transmisión de política monetaria al mercado hipotecario" en *Situación Inmobiliaria México*. Segundo Semestre 2014. BBVA Research México.

**La tasa de interés hipotecaria promedio de la banca continua por debajo del 10%**

A pesar de estas condiciones, las tasas de interés siguen en niveles históricamente bajos y reflejarán a lo más un incremento de 50 pb como respuesta al aumento en las tasas de referencia del Banco de México. La estabilidad en las tasas de interés hipotecarias, que reflejarán ínfimamente el cambio en la política monetaria es un indicio de que la demanda por financiamiento continuará, aunque a un ritmo menor, mientras el empleo

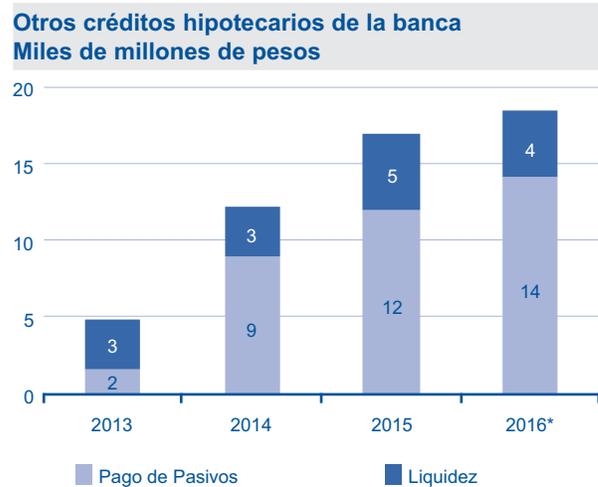
continúe creciendo. Además la gran diversidad de productos y la intensa competencia entre bancos seguirá manteniendo al mercado con tasas de interés en niveles históricamente bajos, en donde los financiamientos para pago de pasivos y liquidez siguen creciendo y le permiten al consumidor obtener alternativas de financiamiento con mejores condiciones de tasa y plazo. Los créditos para vivienda nueva representan más del 85% de los créditos para adquisición otorgados por la banca a nivel nacional.

Gráfica 2b.7



Fuente: BBVA Research con datos de la CNBV

Gráfica 2b.8



Fuente: BBVA Research con datos de la CNBV

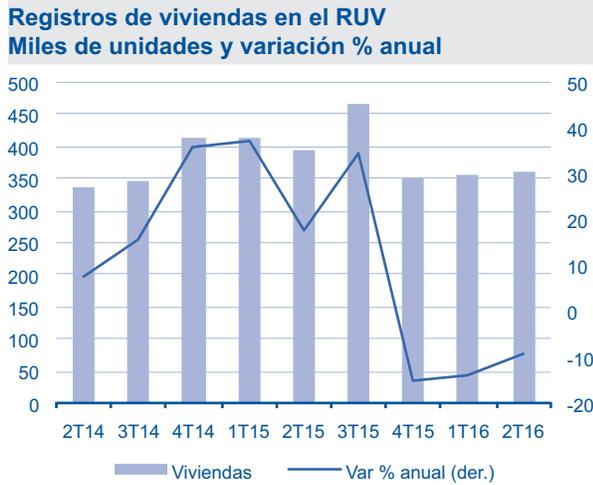
**Construcción de vivienda se ajusta por menores subsidios y demanda**

El año 2015 mostró una recuperación del número de registros de construcción residencial hasta superar las 400 mil unidades. Este nivel no se había presentado en el Registro Único de Vivienda durante algunos años, pero los cambios a favor de la demanda que realizó el Infonavit, así como el crédito bancario pudieron provocar que las expectativas de los constructores mejoraran. Sin embargo, en el último trimestre de 2015 y los dos que van de este 2016 el número de proyectos incorporados y el mismo nivel de inventario han bajado. Este resultado se lo atribuimos a un ajuste de las ventas esperadas por parte de los constructores de vivienda en línea con la desaceleración de la demanda, pero también por la transmisión de la política monetaria hacia las tasas de interés para la construcción.<sup>2</sup> Aunado a lo anterior, el esperado y confirmado recorte a los subsidios para vivienda contribuye a una menor demanda esperada sobretudo en el segmento de interés social. Estos tres elementos hacen muy probable que la edificación residencial mantenga una tendencia a la baja.<sup>3</sup>

2: Ver "La menor tasa de referencia podría estimular la construcción de vivienda" en *Situación Inmobiliaria México*. Segundo Semestre 2014. BBVA Research México.

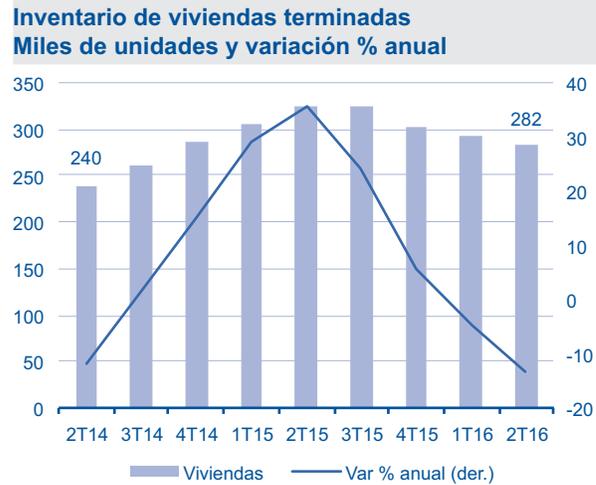
3: Se debe tener en cuenta que el acuerdo del RUV con los bancos para incorporar su información de proyectos residenciales puede llevar a un aumento del número de registros, pero esto no indicaría necesariamente una mayor actividad sino la incorporación de información que no estaba considerada.

Gráfica 2b.9



Fuente: BBVA Research con datos del RUV

Gráfica 2b.10



Fuente: BBVA Research con datos del RUV

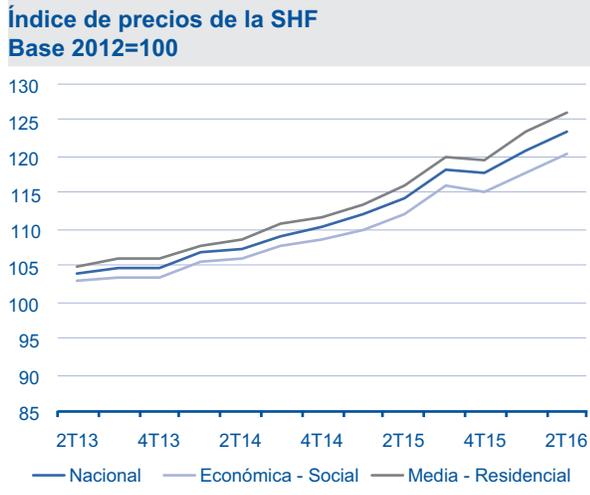
Al cierre del mes de junio de 2016, el registro de proyectos para la edificación de vivienda del RUV disminuyó 15% en cifras anualizadas respecto a 2015. A su vez, los inventarios de vivienda terminada disminuyeron 13% en el mismo período, ubicándose en 286 mil viviendas respectivamente. El hecho de que el inventario se mantenga estable es una buena señal de que las casas habitables se están colocando en el mercado, evitando acumulación de existencias y manteniendo los ritmos de apreciación, no solo en los segmentos de interés social, sino también en los medios y residenciales, donde la demanda ha crecido los últimos años, no solo a través de la banca, sino también con los institutos de vivienda como ya señalamos.

### La vivienda se aprecia en promedio al 8%

De acuerdo con datos de la Sociedad Hipotecaria Federal, el índice de precios de la vivienda creció 8% en los primeros dos trimestres del año. Los segmentos medios y residenciales crecieron cerca del 9% en el segundo trimestre de 2016; mientras que los de interés social aumentaron 7.1%; ambos respecto al mismo trimestre de 2015. A diferencia de los segmentos medios y residenciales en donde la demanda anticipa a la oferta, los precios de los segmentos de interés social tienden a crecer menos por una mayor oferta, ya sea en zonas donde la actividad económica es elevada, pero también por el aviso oportuno de recepción de subsidios para adquisición en estados como Nuevo León, Jalisco, el Estado de México y Guanajuato entre otros. Por otra parte, los últimos años los subsidios a la vivienda se han destinado en alrededor del 90% a la adquisición de unidades nuevas, lo que induce a la demanda directamente en las regiones donde se colocan. Otro factor de impulso a los precios de la vivienda se debe al incremento de los insumos para la edificación residencial, los cuales crecen por arriba del 5% acumulado durante los primeros seis meses de este 2016. Lo que ejerce presión a los precios finales de la vivienda.<sup>4</sup>

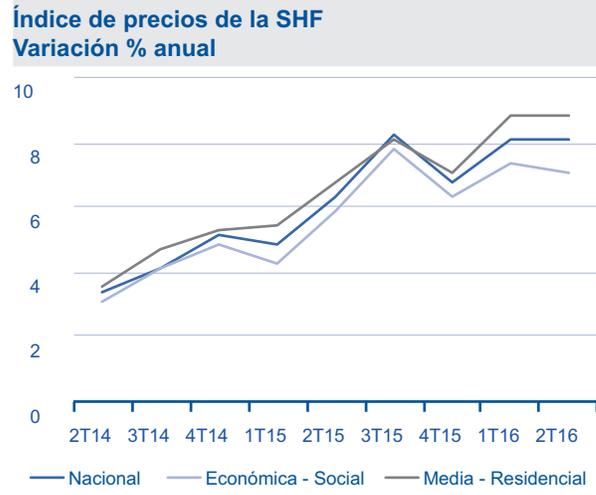
4: Ver "Los costos de la construcción y el valor comercial de las viviendas" en este número de *Situación Inmobiliaria México*. Segundo semestre 2016. BBVA Research México.

Gráfica 2b.11



Fuente: BBVA Research con datos de la SHF

Gráfica 2b.12



Fuente: BBVA Research con datos de la SHF

Es importante señalar que si bien alrededor de una tercera parte de los subsidios a la vivienda se concentran en tres estados del país (Nuevo León, Jalisco y Quintana Roo). Existen regiones con elevada actividad económica, tales como los estados de Aguascalientes, Zacatecas, Guanajuato, Querétaro y Puebla, que al tener crecimientos en el nivel de empleo por arriba del nivel nacional requieren en menor medida de los subsidios que otras regiones, en donde la autoproducción y la adquisición de vivienda usada son más apremiantes en función de la escasez de suelo y poca actividad económica. Por lo tanto el menor monto de subsidios que se espera para 2017 podría estar destinado en menor medida a la adquisición de vivienda nueva y se reubicaría hacia otras necesidades.

Gráfica 2b.13



P: preliminar, sujeto a aprobación del Congreso  
Fuente: BBVA Research con datos de la Conavi y PEF 2017

Gráfica 2b.14

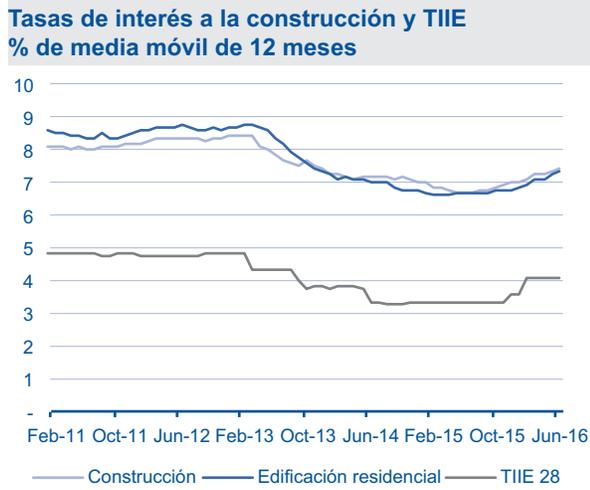


Fuente: BBVA Research con datos de la Conavi

Como se mencionó, el cambio de política monetaria va en línea con una menor expectativa de construcción de vivienda por su efecto en las tasas de interés para la construcción. A diferencia de las tasas de interés hipotecarias, aquellas para financiamiento a la edificación de vivienda están directamente relacionadas con la TIIE y suelen otorgarse a tasas variables, pues estos créditos al ser mucho más cortos, mantienen niveles

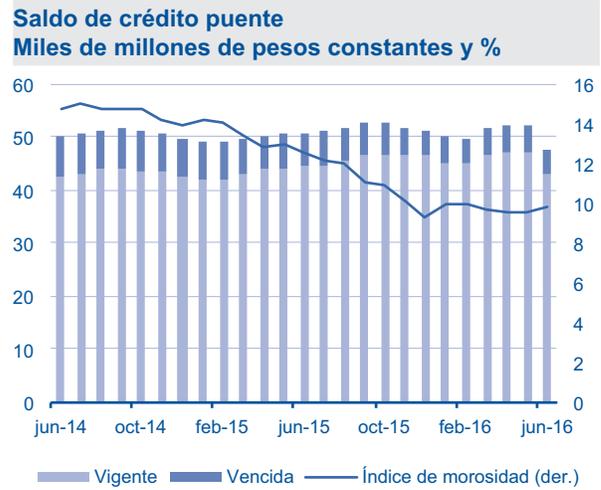
altos de amortización en la cartera y por lo tanto reflejan con mayor exactitud las decisiones de política monetaria del Banco de México.

Gráfica 2b.15



Fuente: BBVA Research con datos de la CNBV y Banxico

Gráfica 2b.16



Fuente: BBVA Research con datos de la CNBV

Esto también explica porqué al cierre del segundo trimestre del año el saldo del crédito puente registró por primera vez una tasa de crecimiento negativa. La combinación entre un crecimiento acelerado de los proyectos en 2015 no solo por el alto volumen de subsidios, sino también por la expectativa de que las tasas de interés continuarían subiendo incentivaron a los constructores para contratar sus créditos con anticipación. Como consecuencia, al cierre del segundo trimestre de 2016 el saldo de la cartera de crédito puente disminuyó 3% respecto a junio de 2015. De esta forma, el saldo de crédito puente de la banca queda por debajo de los 50 mil millones de pesos y la morosidad se estabiliza en poco menos del 10%.

### Mercado hipotecario seguirá creciendo pero bajará la velocidad

La actividad hipotecaria comienza a registrar signos de desaceleración que serán más visibles en 2017. Hasta ahora, la combinación entre el crecimiento en el empleo y las condiciones de financiamiento más favorables en el mercado habían sido el motor generador de la demanda de vivienda. Sin embargo, la desaceleración en la actividad económica, que implica un menor ritmo en la generación de puestos de trabajo y la reducción en los subsidios tendrán efectos el siguiente año.

El mercado hipotecario crecerá en 2016 por arriba que la economía. El gran reto será mantener la generación de empleo en 2017, pues hasta ahora no hay señales de mayores incrementos en las tasas de interés, lo que constituye un incentivo clave para detonar la demanda de aquellos que puedan y necesiten adquirir una vivienda.

Por el lado de la oferta, existe estabilidad en los inventarios, en virtud de que la construcción se ajusta con mayor eficiencia ante los cambios en la demanda y el incremento en las tasas de interés. Será clave que en 2017 se reorienten esfuerzos para colocar los subsidios a quien realmente lo necesita, fortaleciendo la demanda para el resto de las soluciones habitacionales en donde se requieren y donde los organismos públicos atenderán a los segmentos de la población para los que fueron creados, sobre todo en el momento actual por el que atraviesa el ciclo económico.

## AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe**, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA Bancomer y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de FINRA (Financial Industry Regulatory Authority), no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.

**"BBVA Bancomer, BBVA, y sus sociedades afiliadas, entre las que se encuentra BBVA Global Markets Research están sujetas a la Política Corporativa del Grupo BBVA en el ámbito de los Mercados de Valores. En cada Jurisdicción en la que BBVA desarrolla actividades en los mercados de valores, la Política se complementa con un Reglamento Interno de Conducta el cual complementa a la Política y en conjunto con otros lineamientos se establecen medidas para prevenir y evitar conflictos de intereses con respecto a las recomendaciones emitidas por los analistas entre las que se encuentran la separación de áreas. La Política Corporativa se puede consultar en el sitio: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo / Conducta en los Mercados de Valores".**

Han elaborado esta publicación

Carlos Serrano  
carlos.serranoh@bbva.com

Samuel Vázquez  
samuel.vazquez@bbva.com

Fernando Balbuena  
fernando.balbuena@bbva.com

Itzel Alamillo  
itzeldejesus.alamillo@bbva.com

BBVA Research

**Economista Jefe del Grupo**  
Jorge Sicilia

**Análisis Macroeconómico**  
Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

**Sistemas Financieros y Regulación**  
Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

**España y Portugal**  
Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com

**América del Sur**  
Juan Manuel Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

**Escenarios Económicos Globales**  
Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com  
**Mercados Financieros Globales**  
Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com  
**Modelización y Análisis de Largo Plazo Global**  
Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

**Coordinación entre Países**  
Olga Cerqueira  
olga.gouveia@bbva.com  
**Regulación Digital**  
Álvaro Martín  
alvaro.martin@bbva.hk  
**Regulación**  
María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

**Estados Unidos**  
Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com  
**México**  
Carlos Serrano  
carlos.serranoh@bbva.com

**Argentina**  
Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com  
**Chile**  
Jorge Selaive  
jselaive@bbva.com

**Innovación y Procesos**  
Oscar de las Peñas  
oscar.delaspenas@bbva.com

**Sistemas Financieros**  
Ana Rubio  
arubiog@bbva.com  
**Inclusión Financiera**  
David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

**Oriente Medio, Asia y Geopolítica**  
Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com  
**Turquía**  
Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com  
**Asia**  
Le Xia  
le.xia@bbva.com

**Colombia**  
Juana Téllez  
juana.tellez@bbva.com  
**Perú**  
Hugo Perea  
hperea@bbva.com  
**Venezuela**  
Julio Pineda  
juliocesar.pineda@bbva.com

**BBVA Research Mexico**  
Paseo de la Reforma 510  
Colonia Juárez  
C.P. 06600 México D.F.  
Publicaciones:  
Correo electrónico: [bbvaresearch\\_mexico@bbva.com](mailto:bbvaresearch_mexico@bbva.com)

Estas y otras publicaciones de BBVA Research están disponibles en inglés y en español en: [www.bbvaresearch.com](http://www.bbvaresearch.com)

Otras publicaciones:

