

BBVA | Research

BBVA Bancomer

Situación Inmobiliaria México

1^{er} Semestre 2017 | Unidad de México

BBVA Bancomer

Índice

1. En resumen	2
2. Coyuntura	
2.a Construcción en vía descendente	3
2.b Mercado hipotecario termina su ciclo	11
3. Temas especiales	
3.a Los determinantes de la oferta de vivienda en México	21
3.b Infraestructura aún espera efecto de reformas	29
4. Anexo estadístico	35
5. Temas especiales incluidos en números anteriores	39

Fecha de cierre: **24 de febrero de 2017**

1. En resumen

Continúa la desaceleración en la construcción con un crecimiento del 1.8%, cerrando el 2016 con un avance del 4.2% para la edificación y un retroceso de 9.4% en la obra civil. Para explicar el detalle del rezago en el subsector de la obra civil, que representa una tercera parte del PIB de la construcción, dedicamos una sección a profundizar en el desempeño de las obras de infraestructura. Ante los continuos ajustes al gasto público, tanto los montos presupuestados, como del número de proyectos ejercidos se han contraído en lo que va de la década. Esta tendencia podría modificarse con la puesta en marcha de la reforma energética y la entrada de flujos de capital privado al subsector, específicamente a través de las asociaciones público-privadas.

En el mercado hipotecario, el monto financiado por la banca aumentó 1.7% en términos reales al cierre del año, mientras que los institutos públicos presentan menor colocación tanto en monto real, como en número de créditos. El empleo, principal variable explicativa de la demanda por crédito a la vivienda, creció a una tasa anual de 4%, lo cual no fue suficiente para sostener la tasa de generación de hipotecas ante un menor crecimiento de la masa salarial y una pérdida de la confianza de los consumidores. Por otra parte, la composición de la cartera hipotecaria se modificó, colocándose más créditos en los segmentos medios y residenciales, al elevarse el límite de crédito. Asimismo, el menor presupuesto para subsidios redujo el monto total otorgado y paralelamente se contrajo la participación de los créditos para vivienda de interés social en el portafolio de los institutos públicos.

El número de proyectos para construcción de casas descendió respecto a los dos años anteriores. Los inventarios mantuvieron la misma tendencia, evitando la acumulación de excedentes y produciendo sólo lo que el mercado puede absorber. Además, los incrementos en la tasa de interés de referencia de Banco de México se transmitieron directamente hacia las tasas de interés de los créditos para edificación residencial. Como resultado, el saldo del crédito puente registró tasas de crecimiento negativas en la segunda mitad del año, pero el índice de morosidad continuó descendiendo a niveles de entre 7% y 8%.

En esta materia, dedicamos otra sección a un análisis estructural de los ciclos de la construcción residencial, analizando los determinantes de la oferta vivienda, tales como los márgenes de ganancia y la tasa de interés, así como el impacto de los subsidios que han jugado un papel relevante en los últimos años y regresan actualmente a sus niveles de largo plazo. A través de una estimación econométrica, concluimos que el margen entre precio y costo es el principal conductor de la oferta, tal y como se esperaba. En contraste, los subsidios que deberían tener efecto solo del lado de la demanda, resultaron influir positivamente en la oferta. Este análisis complementa el realizado en números anteriores de **Situación Inmobiliaria México**, caracterizando la sensibilidad de la demanda de vivienda con respecto a sus principales determinantes.

Por último, el índice de precios de la vivienda (SHF) reflejó niveles de apreciación de 8.4% en 2016 en los segmentos medios y residenciales y nuestra expectativa es que este incremento continúe en 2017, pero a un ritmo cercano al 6% anual. El mercado hipotecario podría crecer menos que la economía, o incluso mantenerse estancado por primera vez en varios años. No obstante, el sector inmobiliario reacciona con eficiencia a las señales, permitiendo tanto al consumidor como al inversionista replantear sus estrategias y ajustarse a las nuevas condiciones del mercado.

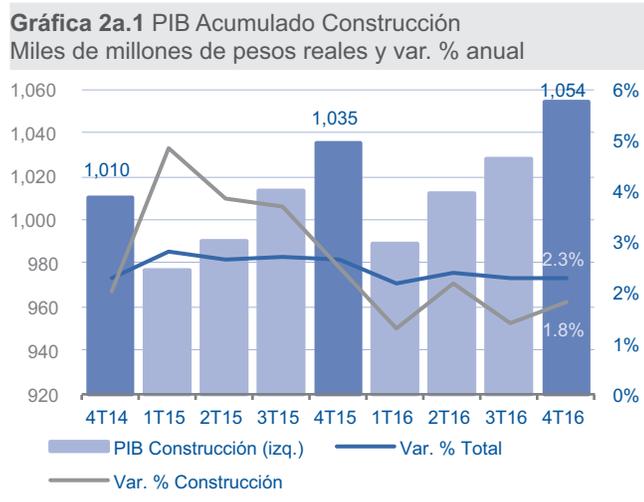
2. Coyuntura

2.a Construcción en vía descendente

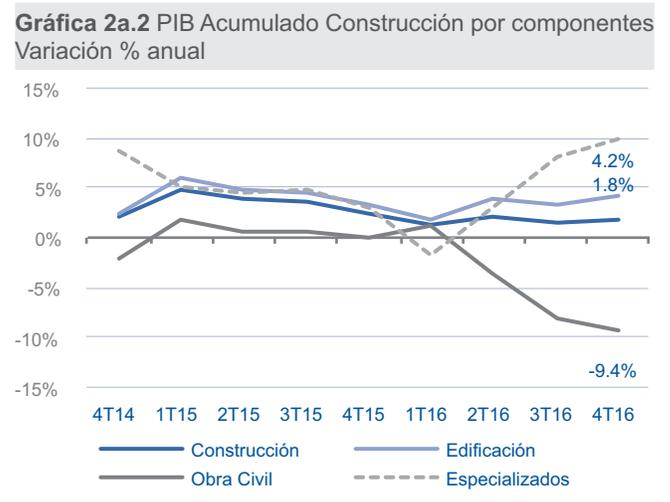
Se retrasa la parte baja del ciclo, pero aún el sector apunta hacia allá

1.8% creció la construcción en 2016

El sector construcción termina el año creciendo 1.8%, ligeramente por debajo de la economía total. El inicio de año apuntaba hacia una desaceleración que se confirma con las cifras del cierre del año. En el número anterior de **Situación Inmobiliaria México** apuntábamos a que el avance del sector disminuiría ante la incapacidad de la obra civil de recuperarse. Si bien la edificación continúa elevando su producto, la obra civil sigue la senda opuesta. Una parte de la menor tasa de crecimiento se explica por un ajuste en las cifras del Inegi que publicó tasas de 1.7% y 3.1% para los dos primeros trimestres del año 2016. Estas cifras las corrigió a la baja 1.3% y 3.0%, principalmente en el subsector de edificación. Durante los dos últimos trimestres del 2016, la edificación continuó el paso positivo, en tanto que la obra civil acentuó el descenso durante este lapso. De esta forma, el año cierra con un avance del 4.2% para la edificación y un retroceso de 9.4% en la obra civil, que junto con los trabajos especializados concretan un crecimiento del 1.8% anual para el sector de la construcción.



Fuente: BBVA Research con datos del SCNM, Inegi

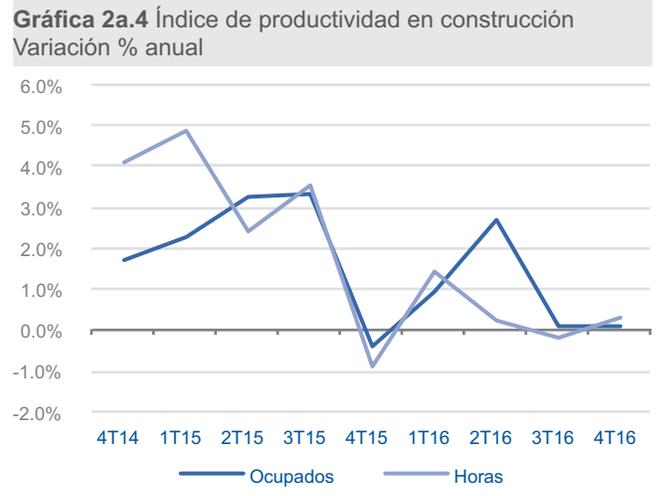


Fuente: BBVA Research con datos del SCNM, Inegi

Al aumentar la actividad en la construcción se vuelven necesarios más insumos y un mayor número de trabajadores que realicen las obras. Por esta razón conforme crece el PIB del sector suele observarse que el número de trabajadores presenta la misma tendencia. Con las cifras del tercer y cuarto trimestre, el empleo total del sector crece por arriba del 8%, mientras que los trabajadores del sector registrados en el IMSS lo hacen a una tasa apenas superior al 2%. El dato de empleo registrado por el IMSS es consistente con la desaceleración del sector, pues el empleo de la ENOE tiene un resultado muy superior. Esto podría deberse a que las empresas constructoras están contratando más trabajadores que lo que aumentan las obras a realizarse. En este sentido, los índices de productividad parecen coincidir, ya que en los dos últimos trimestres del 2016 la productividad de la mano de obra se ha estancado.



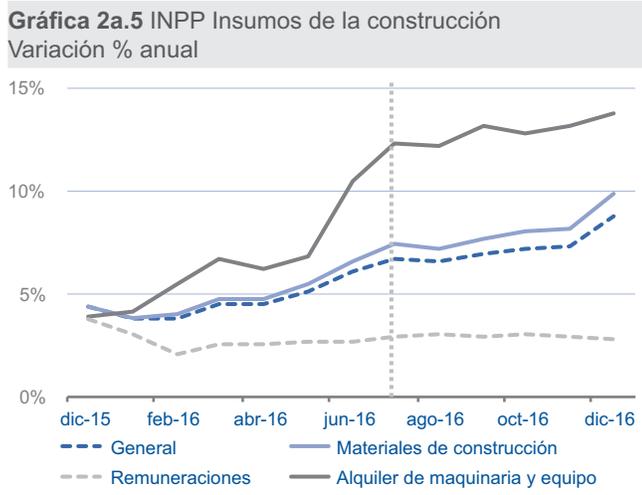
Fuente: BBVA Research con datos de la ENOE, Inegi



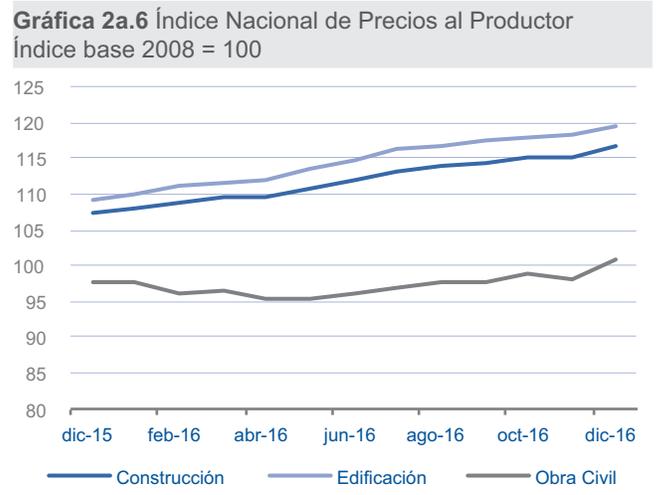
Fuente: BBVA Research con datos del Inegi

Construcción enfrenta aumento de alrededor de 8% en sus insumos

Consistente con la menor productividad de la mano de obra en el sector construcción se observa que las remuneraciones mantienen su tasa de crecimiento constante, siendo el único factor de producción que no acelera su costo. El resto de los componentes ve subir su nivel de precios de forma considerable, en particular el alquiler de maquinaria y equipo que supera el 12% de incremento a tasa anual. El resultado es que al final del 2016, el índice de precios de insumos para la construcción crece por arriba del 8%, lo que supera a la inflación. Desde la perspectiva del tipo de obra, la edificación sufre un incremento superior de los precios de sus insumos en contraste con la obra civil. Este resultado coincide con la mayor actividad del primero y el estancamiento del segundo. Al existir una mayor demanda por los insumos para la edificación que para la obra civil, sus precios incrementan de forma más rápida.



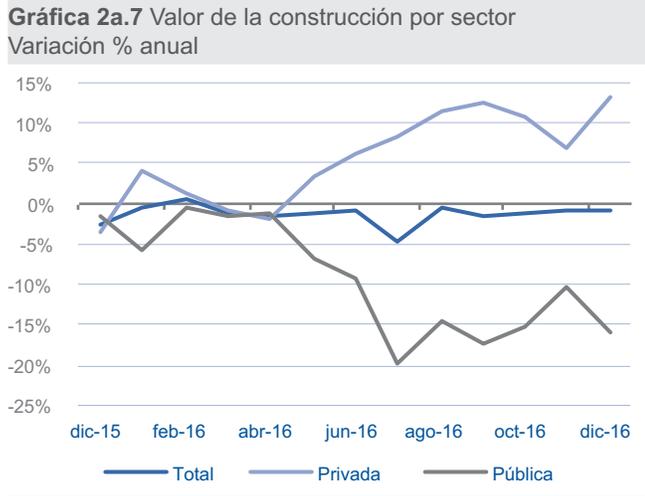
Fuente: BBVA Research con datos del Inegi



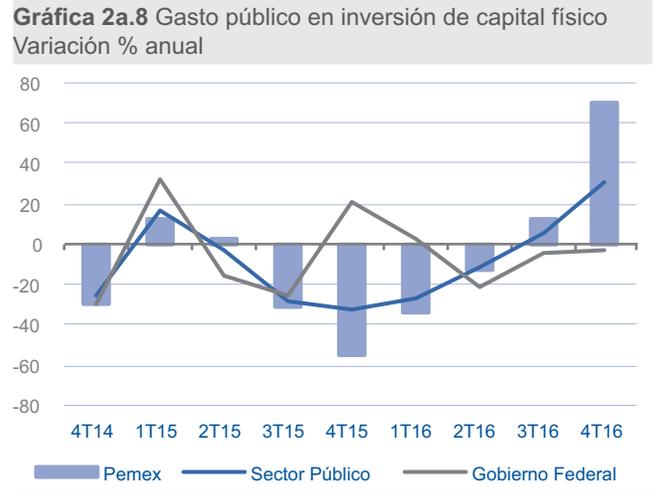
Fuente: BBVA Research con datos del Inegi

El sector privado suele tener una mayor participación en las obras de edificación, mientras que el sector público aporta más en las obras de infraestructura incluidas en la obra civil. Mayor valor de la construcción del sector privado se puede asociar con el resultado positivo de la edificación. En sentido opuesto, la obra civil cae conforme el sector público invier-

te menos recursos. Como se ha observado durante los últimos cuatro años, el incumplimiento del Programa Nacional de Infraestructura y el cada vez menor presupuesto para proyectos de infraestructura se reflejan en la menor actividad. Junto con el menor presupuesto, el menor gasto asignado a inversión en capital físico apunta a que la tendencia se mantendrá durante este 2017. Si bien al final del 2016 hubo incrementos en el gasto del sector público, se trata de un efecto base por los niveles tan bajos observados en periodos previos (el gasto del sector público durante 2016 fue 744 mil mdp, en tanto que durante 2015 fue de 812 mil mdp en pesos constantes).¹

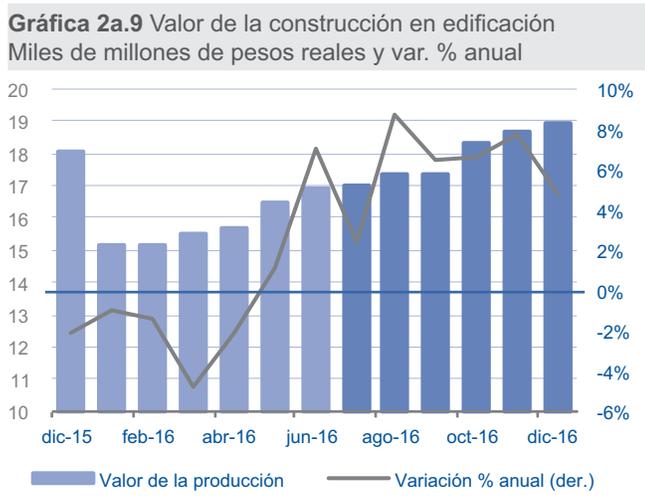


Fuente: BBVA Research con datos del Inegi

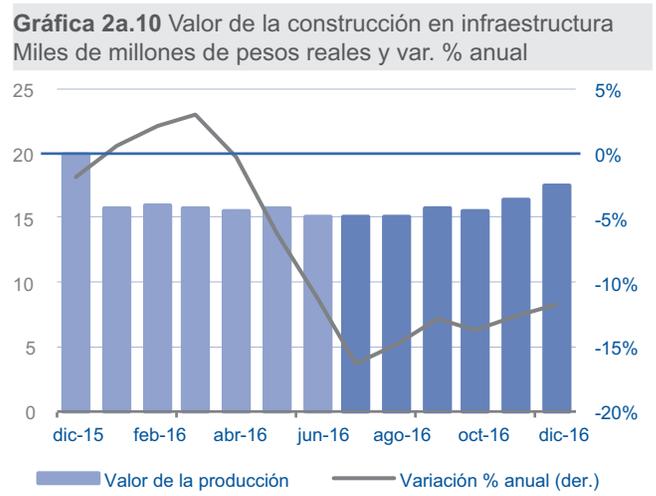


Fuente: BBVA Research con datos del Inegi

De acuerdo a la información que reportan las empresas constructoras, el valor de las obras asociadas a la edificación continúa ascendiendo desde inicios del 2016. Esta tendencia seguirá durante 2017, pero a un ritmo menor por la desaceleración del sector residencial. En contraste, el valor de las obras de infraestructura ha estado en terreno negativo durante la segunda mitad del año anterior, lo que no esperamos cambie de sentido durante la primera mitad del 2017 tanto por el menor presupuesto aprobado como por la ineficiencia del gasto.



Fuente: BBVA Research con datos del Inegi



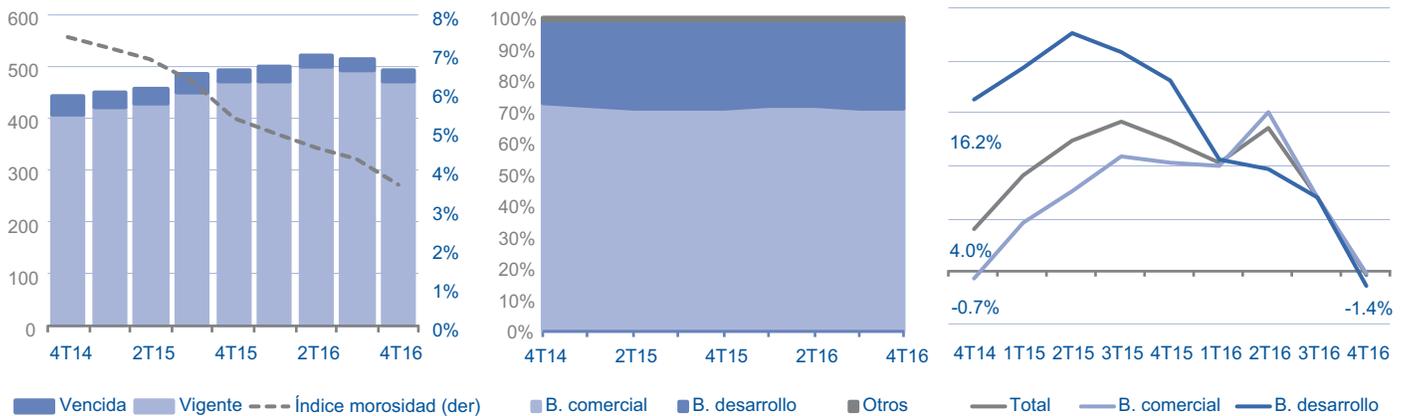
Fuente: BBVA Research con datos del Inegi

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.

A partir de la segunda mitad del año anterior, disminuye el saldo del crédito bancario a la construcción. Esto no se observaba de forma sostenida desde el año 2014 cuando el portafolio del crédito a edificación productiva disminuyó. En esta ocasión, la banca de desarrollo presenta la mayor caída con dos mil millones de pesos (mdp), mientras que la banca comercial disminuyó el saldo en mil mdp. En el caso de la banca comercial el efecto neto se debe a un aumento de las carteras de crédito para edificación, pero una caída de casi 12 mil mdp en infraestructura de vías de comunicación. Esto último acorde con la menor actividad en la obra civil. La buena noticia es que la disminución del índice de morosidad se debe a una caída en el nivel de cartera vencida y no sólo por la originación, la cual pasó de 26 mil mdp a 18 mil mdp, esto principalmente en la cartera de crédito a la edificación productiva.

Gráficas 2a.11, 2a.12 y 2a.13 Saldo total real del crédito a construcción, participación % y variación % anual

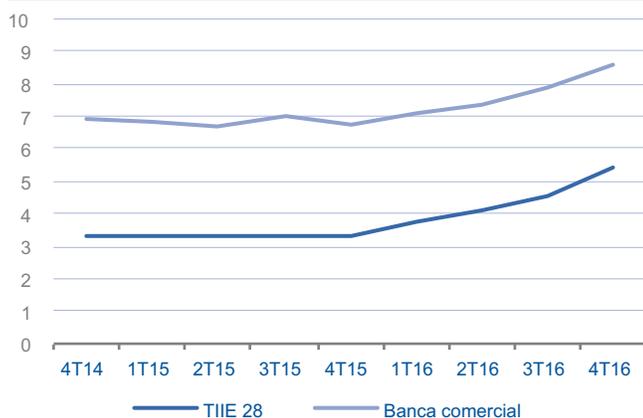
Miles de millones de pesos constantes y porcentaje



Fuente: BBVA Research con datos del Banco de México

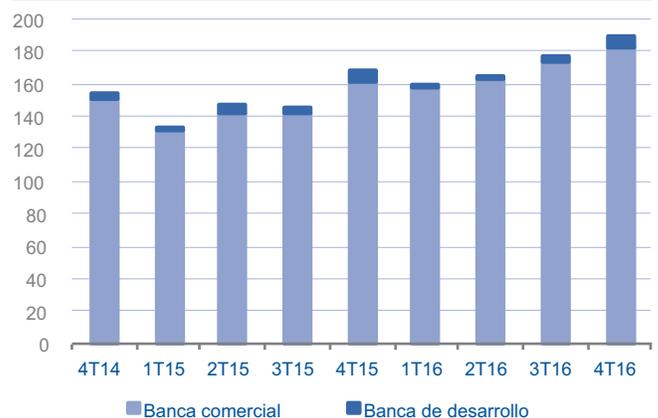
El endurecimiento de la política monetaria sigue teniendo efecto en las tasas de interés que se cobran por el crédito a la construcción a través de la tasa interbancaria de equilibrio (TIIE). La banca comercial sigue incrementando las tasas de interés conforme aumenta el costo de fondeo ante la política monetaria del Banco de México. Pese a lo anterior, la originación de crédito bancario sigue fluyendo, incluso a mayor velocidad. La demanda por crédito para el sector proviene principalmente de la edificación donde la actividad es mayor. En promedio, se originaron 160 mil mdp durante la primera mitad del 2016; pero en el resto del año superó los 180 mil mdp. Estimamos que estos recursos permitan que las obras de edificación continúen en el corto plazo.

Gráfica 2a.14 Tasa de interés del crédito a la construcción
Tasa de interés anual



Fuente: BBVA Research con datos de la CNBV

Gráfica 2a.15 Originación de crédito a la construcción
Miles de millones de pesos reales



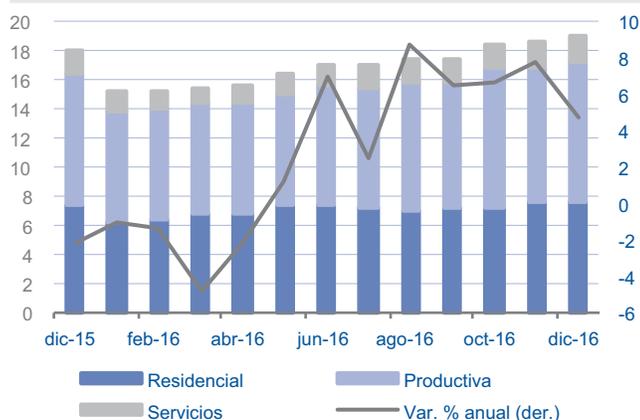
Nota: cifras anualizadas

Fuente: BBVA Research con datos de la CNBV

Edificación sigue sosteniendo al sector, pero su fuerza aminora

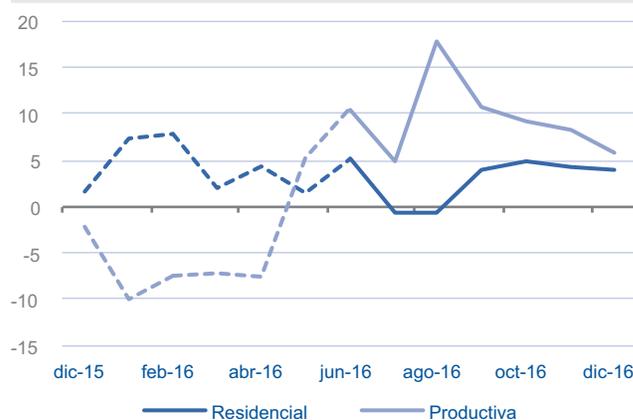
El 2016 es un año más que se suma a la trayectoria de la edificación como columna del sector construcción. La construcción de vivienda y la edificación productiva presentan tasas positivas durante el segundo semestre del 2016. En términos del valor de la construcción, la edificación productiva ya es el principal componente de este subsector, seguido por la vivienda y en tercer lugar las obras dedicadas a servicios públicos como escuelas y hospitales. La construcción residencial ha perdido terreno frente a ambos tipos de edificación, evidencia de que el sector vivienda se desacelera y el mercado secundario comienza a tomar mayor importancia en contrapeso a la vivienda nueva. Muestra de esto último es que el registro de viviendas a construir en el 2017 sigue disminuyendo para rozar las 300 mil unidades, cifra que podría seguir bajando durante el resto del año. En un sentido similar, la desaceleración de la edificación productiva podría acentuarse conforme se sature el mercado de centros comerciales en algunas zonas urbanas y las naves industriales sean menos demandadas si la actividad manufacturera disminuye su velocidad, por ejemplo, por algún ajuste en las exportaciones.

Gráfica 2a.16 Valor bruto de la edificación
Miles de millones de pesos constantes



Fuente: BBVA Research con datos de la ENEC, Inegi

Gráfica 2a.17 Valor bruto de la edificación
Variación % anual (serie anualizada)



Fuente: BBVA Research con datos de la ENEC, Inegi

El comportamiento de la cartera de crédito a la edificación no es consistente con lo observado en su parte real. Si bien en la tasa anual, el saldo total de crédito crece ligeramente, comparado con lo observado durante los dos primeros trimestres, éste disminuye. La razón es que el saldo vencido de este portafolio bajó en casi 9 mil mdp en lo que respecta al crédito a la edificación productiva. También en residencial y otras obras disminuyó el saldo vencido, pero en menor monto. Esto en realidad es una buena noticia, pues mejora la calidad del portafolio como muestra el índice de morosidad que cae ya por debajo del 5%.

En términos reales el saldo de la cartera de crédito a la edificación creció durante 2016 a tasa de 3.4, como resultado de un avance del 3.2% de la banca comercial y 2.3% de la banca de desarrollo. Otras entidades financieras, con una participación mínima, crecen al 16%. A lo largo del año el saldo desaceleró, lo que pudiera asociarse con las mayores tasas de interés del crédito a esta actividad impulsadas por la política monetaria.

El PIB de la edificación desacelera, pero sigue creciendo. Esto ha llevado a un requerimiento de recursos financieros que se refleja en un crecimiento de la originación de crédito bancario pese al aumento de las tasas de interés. Las tasas actuales a las que origina crédito la banca no han reflejado del todo el mayor costo de fondeo, que junto con la actividad del subsector, puede estar permitiendo que crezca la colocación. No obstante, ante el freno de la vivienda nueva pudiera limitarse rápidamente el flujo de crédito nuevo en la segunda mitad del 2017.

Gráficas 2a.18, 2a.19 y 2a.20 Saldo total real del crédito a la edificación, variación % anual, originación (anualizada) y tasa de interés, Miles de millones de pesos constantes y %



Nota: La tasa de crecimiento del saldo total es un promedio ponderado de sus componentes, por lo que se espera esté entre las tasas de cada banca. En este caso no se presenta así porque omitimos la tasa de crecimiento de otras entidades financieras, cuya tasa es de 16% debido a que su participación es mínima.

Usamos la serie de originación anualizada para disminuir el efecto estacional del crédito.

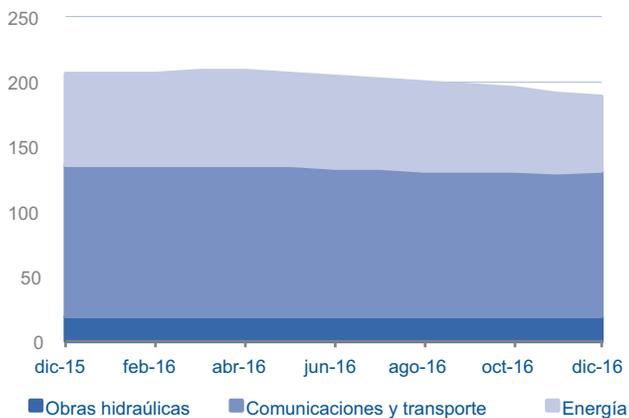
Fuente: BBVA Research con datos del Banco de México y la Comisión Nacional Bancaria de Valores

Cada menos probable una recuperación de la obra civil

El PIB de la obra civil cae casi 10% al terminar 2016

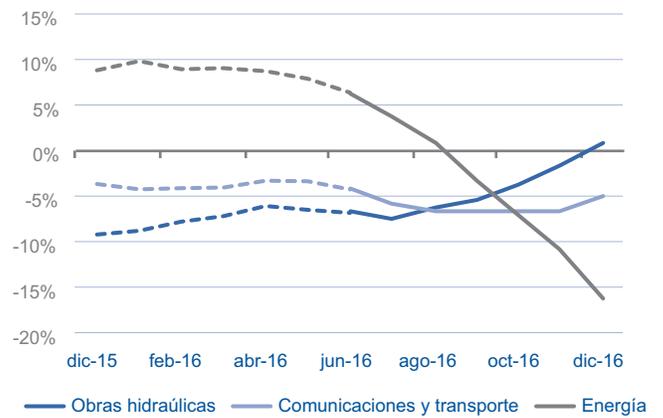
Hemos comentado que un crecimiento sostenido del sector construcción requiere que la obra civil avance junto con la edificación. Las obras de infraestructura tienen un efecto más allá del propio sector construcción, ya que influyen en la capacidad productiva de la economía, es decir, en el PIB potencial para muchas otras actividades económicas. Desde hace cuatro años el PIB de la obra civil ha tenido un desempeño negativo en general, con algunas excepciones que aspiran a un avance muy austero. Este resultado se confirma con lo observado al cierre del 2016 y desafortunadamente no hay indicadores que apunten a un cambio para el 2017.

Gráfica 2a.21 Valor bruto de la infraestructura Miles de millones de pesos reales (anualizados)



Fuente: BBVA Research con datos de la ENEC, Inegi

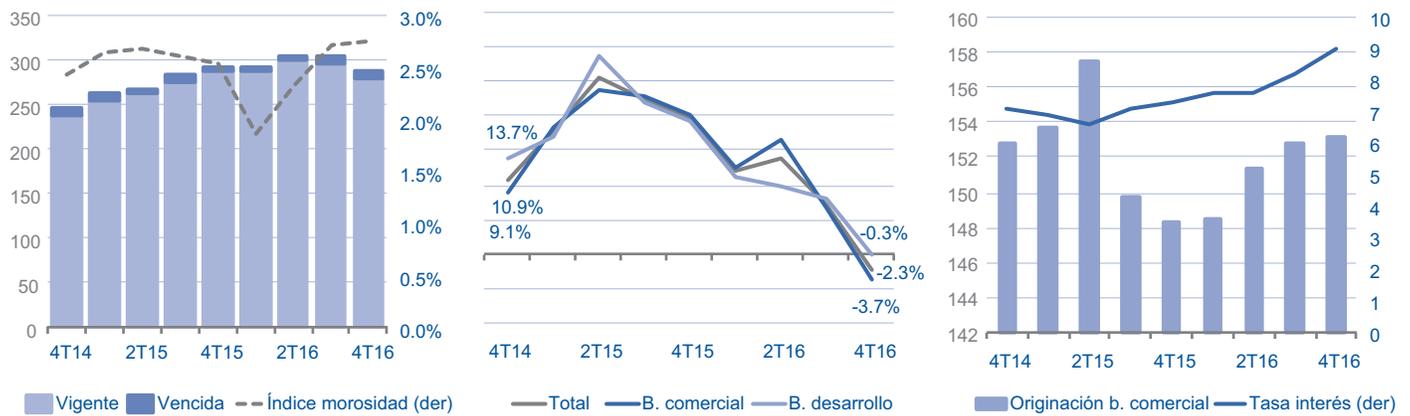
Gráfica 2a.22 Valor bruto de la infraestructura Variación % anual (serie anualizada)



Fuente: BBVA Research con datos de la ENEC, Inegi

Durante la segunda mitad del 2016, el valor bruto de las obras asociadas a infraestructura cayó por primera vez de los 200 mil mdp en cifras anualizadas. El sector energético es el que absorbe la mayor parte de este retroceso, seguido por comunicaciones y transporte. Únicamente las obras hidráulicas aumentaron durante este periodo. Al cierre del año, las obras energéticas cayeron más de 15%, mientras que el valor de la infraestructura en comunicaciones y transporte alrededor de 5%. Ambos datos son consistentes con lo observado en el PIB de la obra civil.

Gráficas 2a.23, 2a.24 y 2a.25 Saldo total real del crédito a la infraestructura, participación % y variación % anual
Miles de millones de pesos y %



Fuente: BBVA Research con datos del Banco de México

El mercado de crédito bancario dirigido a este subsector presenta resultados afines. El saldo de la cartera bancaria, comercial y desarrollo, cerró en 287 mil mdp, ligeramente por debajo de los 300 mil mdp que ya había superado durante el 2016. De acuerdo a las cifras del Banco de México, la caída en el portafolio se debe al saldo de crédito a vías de comunicación y a un estancamiento en otras obras de ingeniería. Una menor demanda por financiamiento es de esperarse ante menos proyectos de infraestructura. Este portafolio de crédito ha ido desacelerando desde el 2015, pero al cierre del 2016 pisa terreno negativo por primera vez.

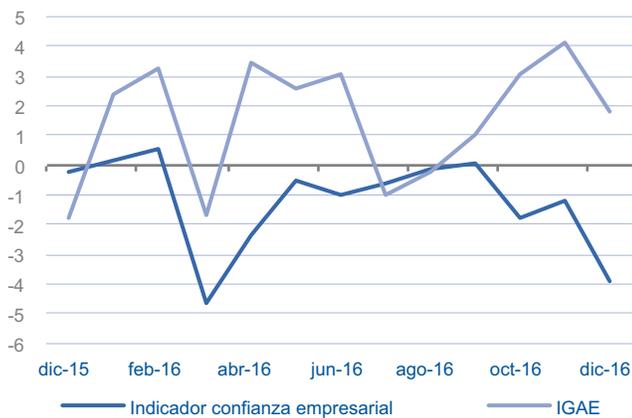
La originación de crédito sí ha sido afectada por la combinación de menor actividad y alza de las tasas de interés. Como es el caso del crédito a la edificación, el resto de los tipos de obras también ha sufrido el apretamiento de la política monetaria a través de mayores tasas de interés. Aunque en el resto de las obras, distintas a la edificación, sí ha impactado negativamente, pues el flujo de crédito se detiene ante menores solicitudes de financiamiento.

El presupuesto para obras de infraestructura en 2017 es menor al 2016 en casi 30%; aunado al endeudamiento de algunas entidades federativas estimamos que la oportunidad para que fluya más crédito a estas obras será menor y los saldos podrían seguir cayendo. La razón es el efecto conjunto de una menor demanda por crédito ante el acotamiento del presupuesto y mayores tasas de interés.

PIB Construcción tendrá un mínimo avance en 2017

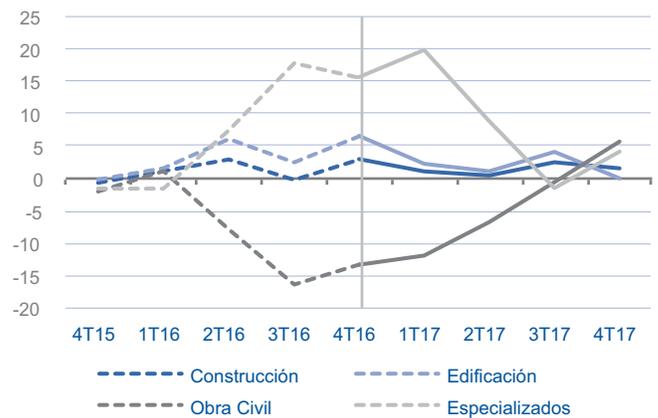
Ya sin ser novedad, la obra civil sigue con una tendencia negativa en su actividad económica; lo cual se ha reflejado en la colocación de crédito bancario. Si bien el cambio de la política monetaria ha llevado a incrementar el costo del financiamiento, es el menor número de proyectos de infraestructura lo que ha impactado la demanda por crédito. En contraste, el PIB de la edificación sigue hacia adelante y, a pesar del incremento de la tasa de interés, el crédito fluye hacia este subsector. Aunque la desaceleración, principalmente en la parte residencial, podría cerrar algunas oportunidades de colocación. Esto se revela tanto por una menor confianza empresarial, medida por el índice que publica el Inegi, como por un menor número de planes para edificar vivienda que constata el Registro Único de Vivienda. Ambos indicadores apuntan hacia un año con un menor ritmo.

Gráfica 2a.26 Indicadores adelantados de la construcción
Variación % anual



Fuente: BBVA Research con datos del Inegi

Gráfica 2a.27 PIB Construcción por componentes
Variación % anual



Fuente: BBVA Research con datos del Inegi

Durante los últimos cuatro años, la edificación ha impulsado a la construcción. En el mismo periodo la obra civil se ha caracterizado por un desempeño negativo. El efecto neto es que el sector crece cada vez menos conforme la edificación agota sus espacios. El siguiente año esta tendencia se marcará aún más. La obra civil no tendrá una recuperación durante este 2017, pues hay un menor presupuesto para infraestructura y la presión en las finanzas públicas estatales ha llevado a cerrar la oportunidad a más obra. Por otro lado, los proyectos residenciales están por debajo de las 300 mil unidades. La contribución positiva se basará más en la edificación productiva, la construcción de naves industriales y centros comerciales mantendrá el paso durante este año. Esperamos que esto más el incremento el valor de las obras residenciales sostenga el crecimiento del sector construcción ligeramente por arriba del 1%.

2.b Mercado hipotecario termina su ciclo

Solo la banca crece, a un paso menor a lo esperado

El crédito hipotecario de la banca creció 1.7% real en 2016

El financiamiento hipotecario tuvo un desempeño por debajo de lo que estimamos. La desaceleración fue mayor a lo previsto en el segundo semestre de 2016. El monto financiado por la banca aumentó 1.7% en términos reales al cierre del año, después de un lustro de colocación a un ritmo mayor que la economía en su conjunto. El empleo, principal determinante de la demanda efectiva por vivienda, creció a una tasa anual de 4%; resultado positivo, pero no como se esperaba para mantener el ritmo de originación de hipotecas. Adicionalmente, un deterioro de las expectativas de los consumidores por menor actividad económica, pero sobre todo por el incremento en las tasas de interés, tuvo un efecto de corto plazo importante en la demanda por crédito hipotecario, que continuará reflejándose durante 2017.

Cuadro 2b.1 Actividad hipotecaria: créditos y monto de financiamiento otorgados por organismo
Miles de créditos y miles de millones de pesos de 2016

Originación Hipotecaria	Número de créditos (Miles)			Monto de crédito (mmp)			Monto promedio (miles de pesos)		
	Dic-15	Dic-16	Var. % anual	Dic-15	Dic-16	Var. % anual real	Dic-15	Dic-16	Var. % anual real
Institutos Públicos	457.4	432.5	-5.4	173.8	160.0	-8.0	380	370	-2.7
Infonavit	393.0	369.1	-6.1	130.4	118.3	-9.3	332	321	-3.4
Fovissste	64.4	63.4	-1.5	43.4	41.7	-4.0	674	657	-2.5
Sector Privado ¹	141.8	139.3	-1.7	149.6	152.1	1.7	1,055	1,092	3.5
Bancos ²	141.8	139.3	-1.7	149.6	152.1	1.7	1,055	1,092	3.5
Subtotal	599.2	571.8	-4.6	323.4	312.1	-3.5	540	546	1.1
Cofinanciamientos ³ (-)	56.7	50.9	-10.3						
Total	542.5	521.0	-4.0	323.4	312.1	-3.5	596	599	0.5

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: considera como deflactor el índice de precios de la vivienda de la Sociedad Hipotecaria Federal.

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

Los institutos de vivienda, mayor contracción en monto

Ambos institutos públicos de vivienda caen tanto en el número de hipotecas como en su monto en términos reales. Aún con un límite de crédito más holgado, el Infonavit contrajo 9.3% el financiamiento en términos reales, una caída proporcionalmente mayor a la contracción del número de crédito por lo que también se deprimió el monto medio del crédito. La hipoteca promedio que había otorgado el instituto se mantuvo en ascenso hasta 2015; pero para el 2016 los precios de la vivienda superaron la colocación nominal. El mayor otorgamiento de créditos en los segmentos medios y residenciales, así como los incrementos en los límites máximos de financiamiento, habrían estimulado mayores montos solicitados. No obstante, al eliminar el efecto de los precios, se solicitaron menores recursos que durante 2015. Aunado a lo anterior, el menor presupuesto para subsidios redujo la participación de los créditos para vivienda de interés social en el portafolio de ambos institutos públicos.

Cuadro 2b.2 Infonavit: Programa Operativo Anual (POA)
Miles de créditos y millones de pesos

Tipo	Créditos					Inversión (mdp)				
	Programado diciembre 2016	Avance diciembre 2016	Avance diciembre 2015	% de cumplimiento dic. 2016 vs meta	Variación anual	Programado diciembre 2016	Avance diciembre 2016	Avance diciembre 2015	% de cumplimiento dic. 2016 vs meta	Variación anual
Hipotecarios	350,000	372,983	396,226	106.6	-5.9	123,915	115,760	119,838	93.4	-3.4
Nueva	227,800	236,810	261,129	104.0	-9.3	80,232	70,458	75,202	87.8	-6.3
Usada	122,200	136,173	135,097	111.4	0.8	43,683	45,302	44,636	103.7	1.5
Mejoramientos	165,000	79,224	293,824	48.0	-73.0	4,986	2,249	8,462	45.1	-73.4
Total	515,000	452,207	690,050	87.8	-34.5	128,901	118,009	128,300	91.6	-8.0

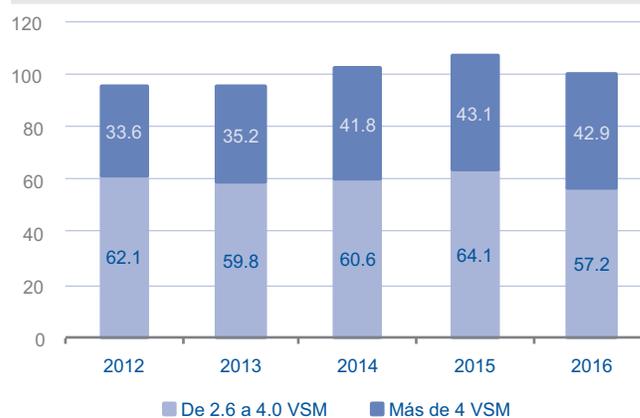
Nota: considera apoyo infonavit por lo que las cifras no coinciden con el cuadro 2b.1
Fuente: Infonavit. Informe del Director General. Enero 2017

El Infonavit planteó en su último Plan Financiero que el número de créditos para adquisición se mantendría sin cambios para el año 2016. Por lo que mantuvo su programa anual de créditos hipotecarios en 350 mil. La vivienda usada se había mantenido en el 34% de los créditos otorgados para adquisición. No obstante, en 2016, de acuerdo con datos del Programa Operativo Anual, esta participación se incrementó a casi 37%, e incluso el monto de inversión destinado al financiamiento de casas usadas superó lo programado en casi 4%. Por otra parte, los recursos empleados en hipotecas para casas nuevas cubrieron el 87.8% de lo presupuestado y el número de créditos se contrajo 9.3%. Estos resultados apuntan a que los afiliados a este instituto prefieren cada vez más una vivienda usada a una nueva; probablemente por mejor ubicación de la primera.

El hecho de que el límite máximo de crédito establecido por el instituto alcance ya 1.6 millones de pesos ha dado como resultado mayor participación en los segmentos medios y residenciales. Además, el financiamiento se está dirigiendo cada vez más hacia los trabajadores que ganan 4 salarios mínimos o más, mientras que en el segmento de los trabajadores que perciben menos ingresos y que requieren más apoyo, el otorgamiento se ha ido reduciendo.

Gráfica 2b.1 Infonavit: créditos hipotecarios por segmento
Miles de créditos


Fuente: BBVA Research con datos del Infonavit

Gráfica 2b.2 Infonavit: créditos otorgados por nivel salarial
Miles de créditos


Fuente: BBVA Research con datos de la Conavi

Lo mismo ocurrió con los créditos para mejoras, que sólo cubrieron el 48% de lo planteado en el POA y se redujeron en 73% respecto al año anterior. Esta contracción se explica en gran medida por el endurecimiento en la vigilancia del instituto para confirmar que efectivamente dichos recursos se destinen a este propósito y no a la adquisición de otro tipo de bienes duraderos.

El Fovissste también registró una menor actividad en 2016; aunque la contracción fue de menor magnitud. Esto se explica porque el Fondo se ha dedicado en mayor proporción a atender a segmentos medios, con un monto promedio que se mantuvo por arriba de los 650 mil pesos en 2016. Otra particularidad importante del Fovissste, es que diversificó aún más el destino de sus productos. Del total de los créditos para adquisición otorgados en 2016, el 45% del monto financiado se destinó a viviendas usadas. A su vez, los créditos para remodelaciones prácticamente se duplicaron de 2015 a 2016 y representaron poco más del 35% del total.

Menor crecimiento del empleo y repunte en tasas de interés

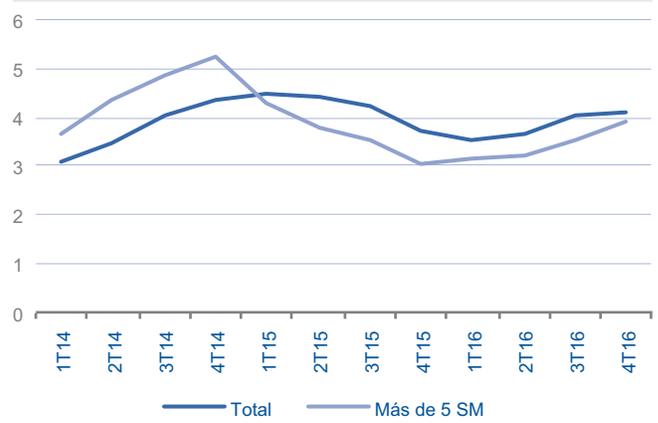
En nuestro número anterior de **Situación Inmobiliaria México** resaltamos la importancia que tendría que el empleo continuara creciendo sostenidamente, a la vez que no esperábamos subidas significativas en la tasa de interés hipotecaria. La primera condición se cumplió parcialmente, ya que, si bien el empleo creció en 2016, éste lo ha hecho en menor magnitud, principalmente en el segmento de los trabajadores remunerados con 5 salarios mínimos o más.

Gráfica 2b.3 Crédito hipotecario de la banca y empleo IMSS
Variación % anual



Fuente: BBVA Research con datos de la CNBV e IMSS

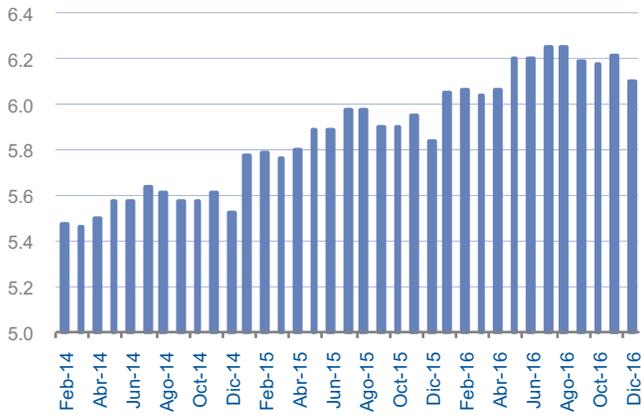
Gráfica 2b.4 Empleo IMSS por nivel salarial
Variación % anual



Fuente: BBVA Research con datos del IMSS

En línea con el número de trabajadores, la masa salarial también había contribuido positivamente en la decisión de compra de viviendas a lo largo del año. Sin embargo, después de alcanzar su crecimiento más alto, superior al 6% en términos reales durante 2015, ésta bajo el ritmo de avance. Así, durante 2016 aumentó a ritmos de 4.5% en promedio, conforme la inflación repuntó y así se espera que continúe en 2017.

Gráfica 2b.5 Masa salarial real IMSS
Miles de millones de pesos constantes



Fuente: BBVA Research con datos del IMSS e Inegi

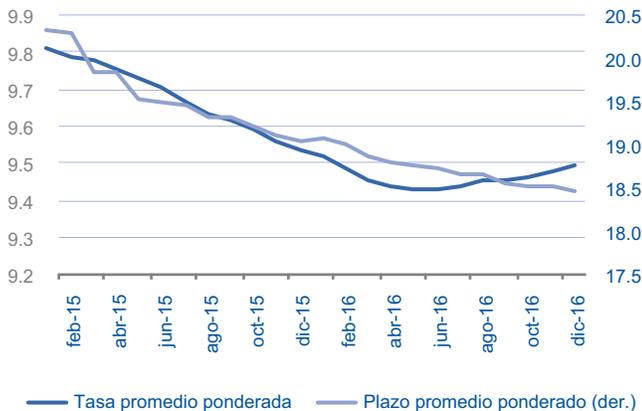
Gráfica 2b.6 Masa salarial real
Variación % anual



Fuente: BBVA Research con datos del IMSS e Inegi

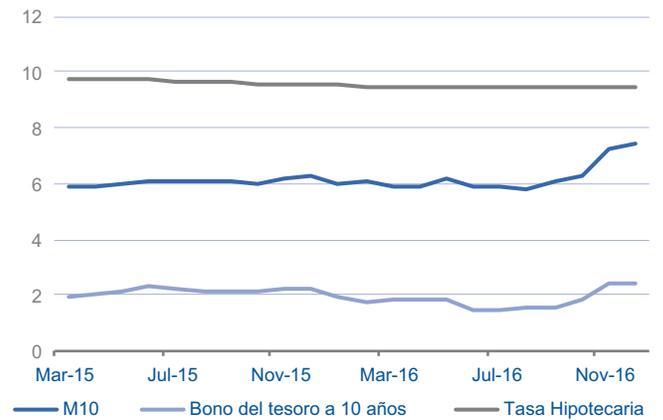
En el caso de las tasas de interés hipotecarias no sólo dejaron de caer, sino que se observaron ligeros incrementos en la última parte del año. Estos aumentos se tradujeron en un efecto prudencial por parte de los consumidores, toda vez que el mercado ya llevaba poco más de dos años con una tendencia a la baja en las tasas hipotecarias. La tasa de referencia del Banco de México sumó incrementos por 250 puntos base durante todo 2016. Sin embargo, 200 puntos, es decir, el 80% de los aumentos se dieron en el segundo semestre del año. Si bien, hemos demostrado que la transmisión monetaria hacia el mercado hipotecario es limitada, como lo ha sido hasta ahora, las familias pudieron generar altas expectativas del aumento del costo del crédito a pesar de que no se hayan realizado efectivamente. La respuesta del consumidor de vivienda fue suspender o retrasar la decisión de compra y ello incluso mermó el efecto estacional de finales de cada año, época en la que se registra mayor demanda por crédito hipotecario respecto a otros meses.¹

Gráfica 2b.7 Tasa de interés y plazo hipotecarios promedio ponderados (Tasa de interés nominal y años)



Fuente: BBVA Research con datos de la ENOE, Inegi

Gráfica 2b.8 Tasa de interés hipotecaria y de largo plazo
Porcentaje



Fuente: BBVA Research con datos del Inegi

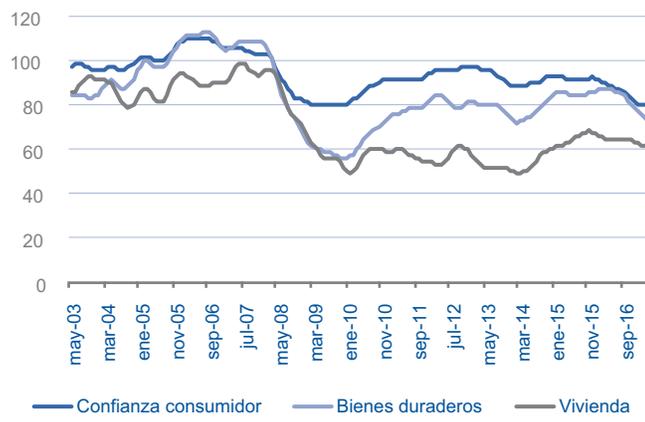
¹: Mientras que la tasa de noviembre a diciembre fue de 30% en promedio en los últimos dos años; al cierre de 2016 la aceleración al final de 2016 fue de sólo 22%.

Por otra parte, las tasas de interés de largo plazo, que tienen mayor transmisión hacia el mercado hipotecario, también comenzaron a subir, después de varios meses de estabilidad. Esta suma de factores deprimió la demanda por hipotecas durante el segundo semestre, lo que podría mantenerse en 2017. A pesar de todo esto, la tasa hipotecaria promedio apenas ha registrado un aumento de 45 puntos base, manteniéndose en niveles considerablemente bajos y mucho menor que lo experimentado en las tasas de corto plazo.

La confianza del consumidor en terreno negativo

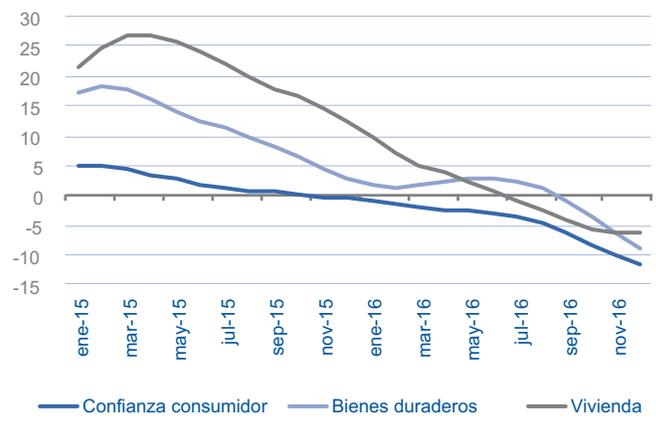
Consistente con un menor crecimiento del empleo y una expectativa de mayores tasas de interés de largo plazo, la confianza del consumidor de vivienda se deterioró notablemente durante el segundo semestre de 2016. Si bien este no es un indicador tangible de la actividad en el sector, sí ha mostrado utilidad para anticipar períodos de desaceleración.

Gráfica 2b.9 Índice de confianza del consumidor Base 2003=100



Fuente: BBVA Research con datos de Inegi

Gráfica 2b.10 Índice de confianza del consumidor Variación % anual



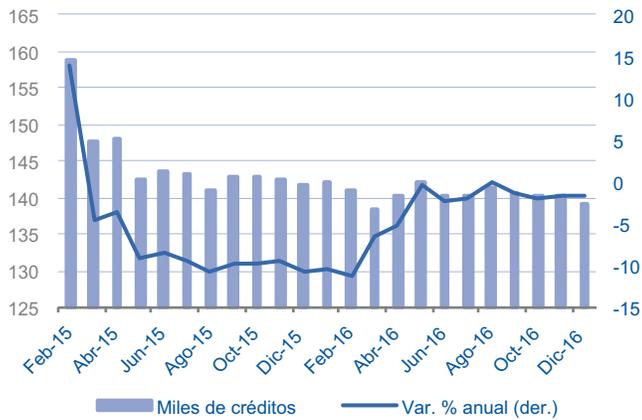
Fuente: BBVA Research con datos de Inegi

En la gráfica 2b.10 podemos apreciar que desde finales de 2015 el índice de confianza del consumidor muestra un nulo avance. En tanto, las expectativas de las familias respecto a su incursión en el mercado de vivienda seguían mejorando durante el primer semestre del 2016; pero para la segunda mitad estas declinaron indicando una menor probabilidad de demanda por vivienda y por ende, por crédito hipotecario.

La banca mantiene el crecimiento en monto en 2016

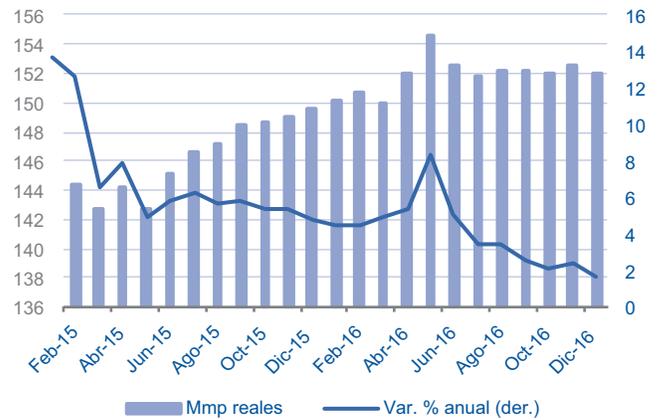
El desempeño de la banca se mantuvo en terreno positivo en 2016 en términos del monto, en contraste con los institutos de vivienda; aunque desde luego, no ha esquivado el proceso de deterioro en los determinantes de la demanda. En línea con la tendencia del mercado por adquirir casas más caras, el crecimiento del monto financiado se combinó con una contracción en el número de créditos, (de menor magnitud que los institutos de vivienda), lo que resultó en un monto promedio por hipoteca 3.5% mayor en términos reales respecto al año anterior.

Gráfica 2b.11 Origenación de crédito bancario a la vivienda
Miles de créditos anualizados y var.% anual



Fuente: BBVA Research con datos de la CNBV

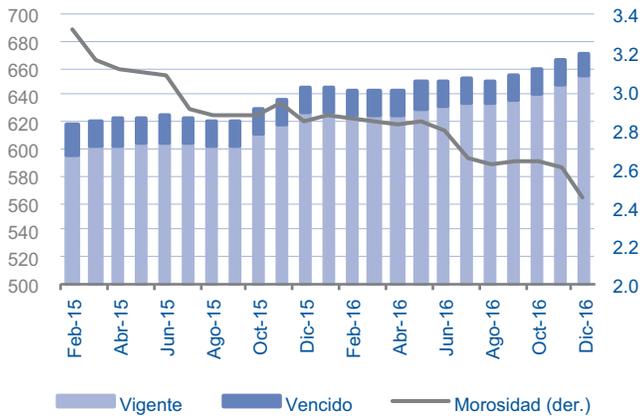
Gráfica 2b.12 Origenación de crédito bancario a la vivienda
Mmp de pesos reales anualizados y var.% anual



Fuente: BBVA Research con datos de la CNBV

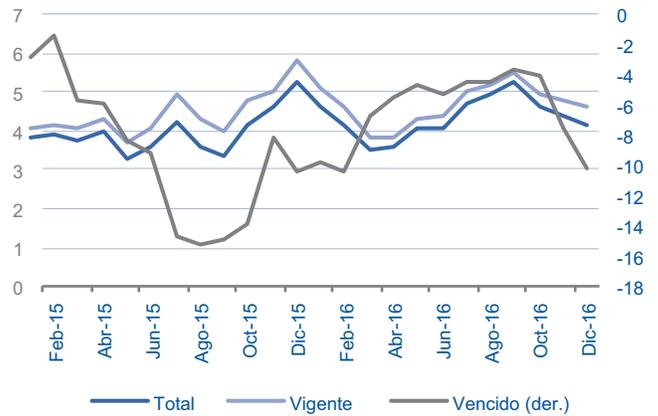
El saldo de la cartera de crédito hipotecario siguió creciendo durante el segundo semestre del año, a ritmos cercanos al 5% en promedio entre enero y junio, impulsado principalmente por el saldo vigente que aumentó a ritmos similares. Por el contrario, la cartera vencida se mantuvo en terreno negativo durante todo 2016, lo que ha permitido que el índice de morosidad mantenga su tendencia a la baja, alcanzando un nivel mínimo de 2.4% en diciembre.

Gráfica 2b.13 Saldo de crédito bancario a la vivienda
Mmp constantes y morosidad (%)



Fuente: BBVA Research con datos del Banxico

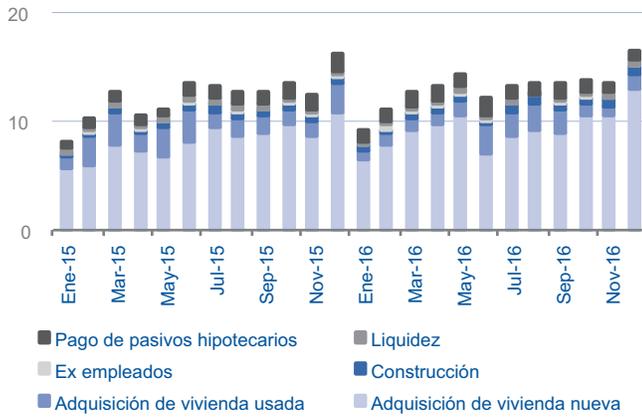
Gráfica 2b.14 Saldo de crédito bancario a la vivienda
Variación % anual



Fuente: BBVA Research con datos del Banxico

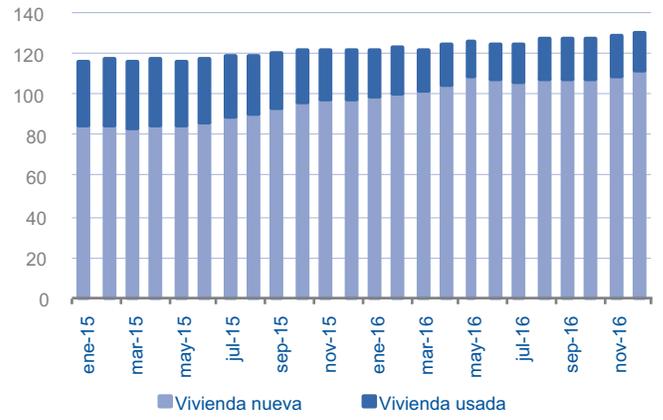
La vivienda nueva se mantiene como el principal producto de crédito hipotecario colocado en 2016 por parte de la banca, e incluso ganó terreno sobre la vivienda usada. Por otra parte, otros productos como los créditos para pago de pasivos y liquidez, que registraron un auge los últimos años comienzan a perder dinamismo, en gran medida por el freno en la caída de las tasas de interés, que incrementó la competencia entre los bancos al ofrecer este producto y también por una menor expectativa de crecimiento económico que ha frenado las solicitudes de financiamientos para liquidez, cuyo fin podría estar relacionado con el emprendimiento de otro tipo de negocio con garantía hipotecaria.

Gráfica 2b.15 Origenación del crédito hipotecario a vivienda
Miles de millones de pesos reales



Fuente: BBVA Research con datos de la CNBV

Gráfica 2b.16 Origenación del crédito hipotecario a vivienda
Mmp constantes anualizadas por condición de uso



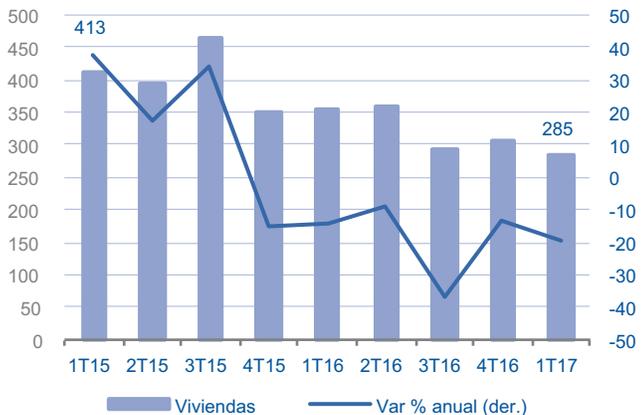
Fuente: BBVA Research con datos de la CNBV

La edificación de vivienda enfrenta mayores ajustes

La oferta de vivienda ha estado alineada en gran medida con la asignación de los subsidios para adquisición de una vivienda, dado que prácticamente la totalidad de la ayuda se ha destinado a la compra de unidades nuevas. Aunque en 2016 la tendencia en el número de proyectos para construcción de casas continuó descendiendo, ello no debe ser motivo de preocupación, pues gran parte de esa disminución se explica por un efecto base respecto a los dos años anteriores, que recibieron el mayor monto de subsidios desde 2007 en términos reales.

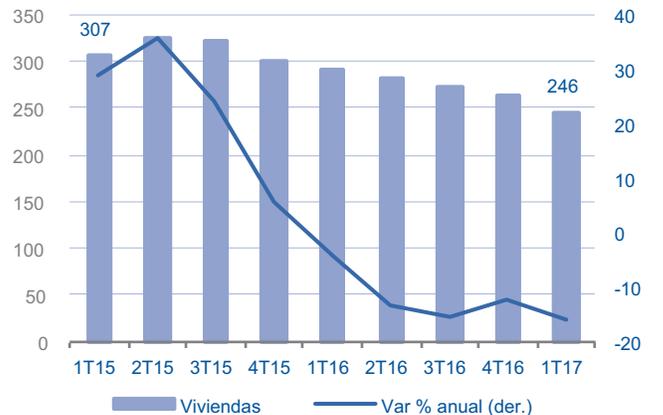
Además, los inventarios han mantenido la misma tendencia, evitando la acumulación de excedentes en la medida en que se produce sólo lo que el mercado puede absorber. Al cierre del mes de diciembre, el número de proyectos en el Registro Único de Vivienda (RUV) se contrajo 13.1% en cifras anualizadas respecto a 2015 y se ubicó en 305 mil proyectos; mientras que los inventarios se redujeron 12.5% también en cifras anuales y sumaron 264 mil casas terminadas.²

Gráfica 2b.17 Registros de viviendas en el RUV
Miles en cifras anualizadas y variación % anual



Fuente: BBVA Research con datos del RUV

Gráfica 2b.18 Inventario de viviendas en el RUV
Miles en cifras anualizadas y variación % anual

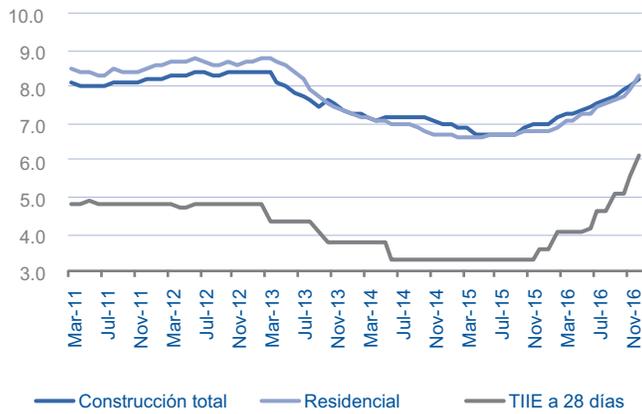


Fuente: BBVA Research con datos del RUV

2: Una vivienda se considera terminada o habitable, cuando tiene el 100% de la construcción y además cuenta con servicios de agua, luz y drenaje.

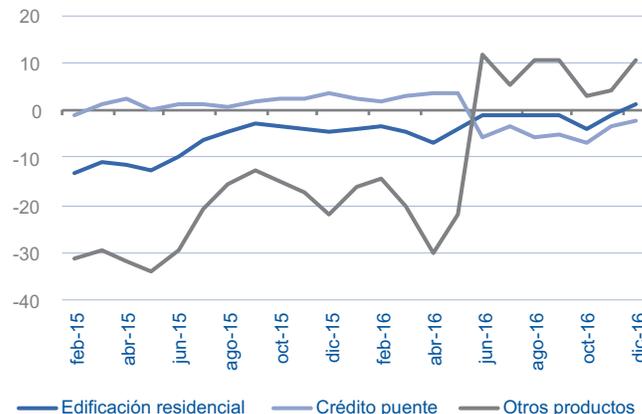
Otro factor que sin duda tuvo mayor impacto en la decisión de los constructores por disminuir el número de proyectos lo explica las subidas en la tasa de interés de referencia por parte del Banco de México. Si bien, hemos mencionado que existe poca correlación de la política monetaria hacia el mercado hipotecario individual; en el caso del mercado de crédito a la construcción la transmisión es prácticamente inmediata a través de la TIIE a 28 días, pero el nivel no ha alcanzado el máximo de marzo de 2013.

Gráfica 2b.19 Tasas de interés a la construcción
Porcentaje anual



Fuente: BBVA Research con datos de la CNBV y Banxico

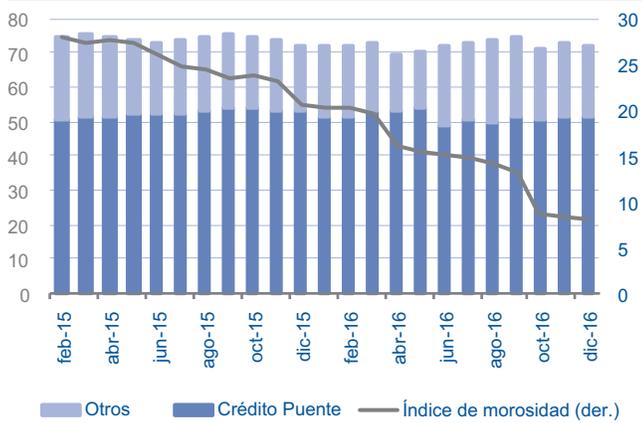
Gráfica 2b.20 Saldo de crédito a la edificación residencial
Variación % anual



Fuente: BBVA Research con datos de la CNBV

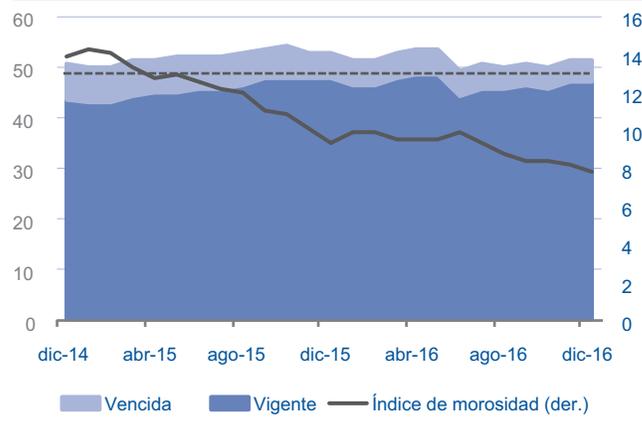
La sucesión de incrementos en la tasa de interés de referencia durante el segundo semestre de 2016, que sumó más de 200 puntos base se transmitieron directamente hacia las tasas de interés de la banca comercial hacia los créditos a la construcción residencial, como podemos apreciar en la gráfica 2b.19. En consecuencia, el saldo del crédito puente registró tasas de crecimiento negativas desde el anuncio de incremento en la tasa de referencia del mes de junio y se mantuvo en ese terreno en el resto del año. En cualquier caso, las nuevas tasas de interés a la edificación de vivienda siguen por debajo de lo observado durante 2011 y 2012 cuando el RUV reportaba más de 400 mil y poco más de 300 mil proyectos respectivamente; cifras superiores a lo observado al cierre del 2016.

Gráfica 2b.21 Saldo del crédito a la edificación residencial
Miles de millones de pesos reales y %



Fuente: BBVA Research con datos de la CNBV

Gráfica 2b.22 Saldo de crédito puente
Miles de millones de pesos reales y %



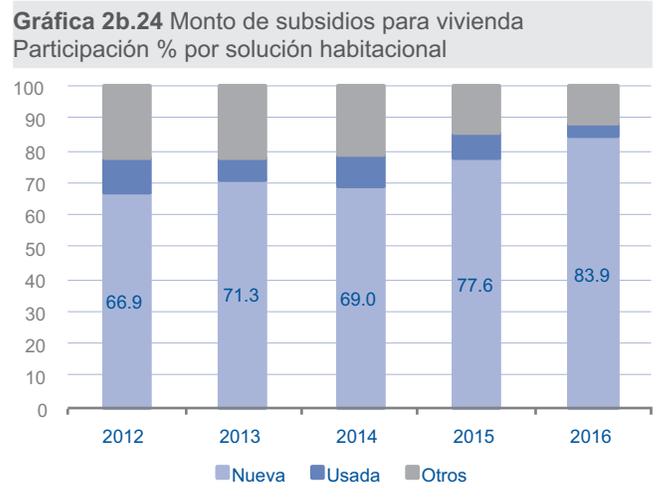
Fuente: BBVA Research con datos de la CNBV

Sin embargo, a pesar de que el crédito puente se constituye como el principal producto de financiamiento por su limitado nivel de riesgo en comparación con el resto; otro tipo de créditos registraron incrementos cercanos al 10%. Dentro de los cuales se encuentran los quirografarios, aunque esto no representa hasta ahora un motivo de preocupación que ponga en riesgo la calidad de la cartera.

Al cierre de 2016, el saldo del crédito puente se ubicó en poco menos de los 50 mmp, pero el índice de morosidad continúa descendiendo y se coloca entre 7% y 8%. Esto demuestra que la menor demanda por crédito no es un motivo de preocupación, ya que los constructores mantienen un equilibrio entre lo que producen y lo que el mercado puede absorber. Además de que también estaría reflejando el efecto base en la reducción de los subsidios del gobierno federal, que se habían alejado de la media histórica en 2015; por lo que la reducción de 25% en 2016 debe verse como un regreso a su tendencia de largo plazo.



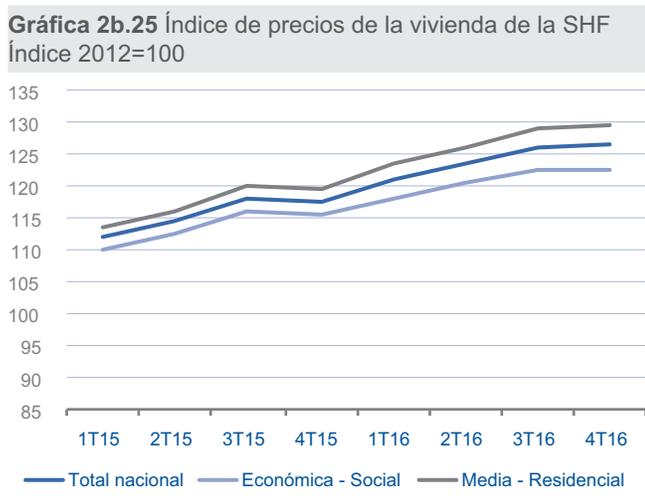
Fuente: BBVA Research con datos de la Conavi



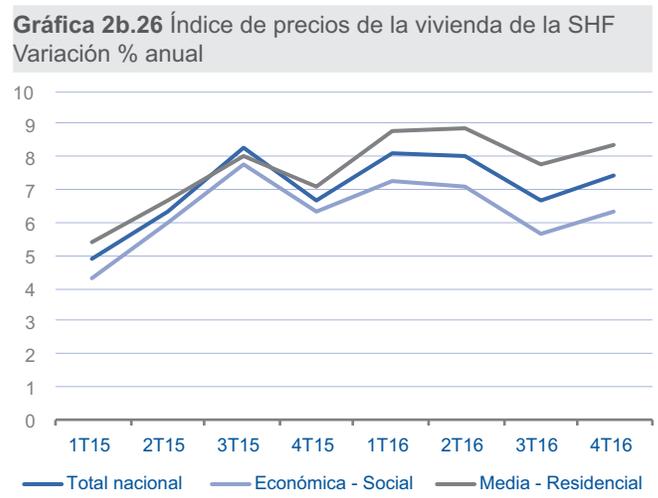
Fuente: BBVA Research con datos de la Conavi

Los precios de la vivienda crecieron 7.4% en 2016

El índice de precios de la vivienda continúa reflejando niveles de apreciación por arriba de la inflación general, considerando el ajuste en la demanda por menor generación de empleo y el repunte en tasas. Estos elementos han explicado la mayor parte de los ciclos de valor de los inmuebles, ya que por parte de la oferta no existe saturación y como hemos visto, los inventarios mantienen su tendencia a la baja.



Fuente: BBVA Research con datos de la SHF



Fuente: BBVA Research con datos de la SHF

El índice de los segmentos medios y residenciales se mantiene en niveles por arriba del agregado y creció 5.9% al cierre de 2016. Por otra parte, el correspondiente a los segmentos de interés social aumentó 4.3% en el mismo período. Nuestra expectativa para 2017, es que los ritmos de apreciación continúen, aunque a tasas más similares a los que registrará la inflación, que podría rondar el 6% anual.

El mercado hipotecario tendría un discreto avance en 2017

En nuestro número anterior, mencionamos que la combinación entre el crecimiento del empleo y las favorables condiciones de financiamiento eran fundamentales para mantener el crecimiento del sector. El cambio de tendencia que han registrado las tasas de interés, que todavía se mantienen en niveles muy competitivos, se ha combinado con un menor ritmo de generación de empleo, principal determinante de la demanda por vivienda. Es cierto que el empleo sigue aumentando a tasas positivas, lo cual es alentador. Sin embargo, aquél en los segmentos de 5 salarios o más, mercado que atiende la banca ya comienza a desacelerar. Al mismo tiempo, las tasas de interés de largo plazo registraron repuntes al cierre de 2016, después de varios meses de estabilidad, lo que probablemente se transmitirá hacia el crédito individual. De mantenerse estos factores en 2017, el mercado hipotecario podría registrar un crecimiento menor que la economía o incluso, mantenerse estancado por primera vez en varios años.

Por el lado de la oferta, las condiciones han sufrido mayor ajuste. Sin embargo, esto refleja un comportamiento responsable por parte de los constructores, que mantienen inventarios en niveles estables de acuerdo con la capacidad del mercado y menor cantidad de subsidios.

Estos hechos confirman que nos acercamos cada vez más a la parte baja del ciclo del mercado hipotecario. Pero también es cierto que el sector reacciona cada vez con mayor eficiencia a las señales del mercado, lo cual es algo positivo, pues permite tanto al consumidor como al inversionista reubicarse hacia el segmento más conveniente.

3. Temas especiales

3.a Los determinantes de la oferta de vivienda en México

Introducción

En el número correspondiente al Primer Semestre de 2015 de **Situación Inmobiliaria México** mencionamos la importancia que han tenido los costos de construcción en la amplitud de los ciclos de precios de la vivienda. Esta particularidad también se explica porque en el corto plazo la oferta de vivienda tiende a ser rígida, por lo que el ajuste en el valor de las mismas se daría en mayor medida por efectos en costos o por choques de demanda.

En México, el indicador más apropiado para darle seguimiento a los proyectos de construcción de casas es el Registro Único de Vivienda, mejor conocido como el RUV, que empezó a emitir información desde finales de 2006. Sin embargo, ha sido escasa la elaboración de estudios relacionados sobre los ciclos de la oferta. Es por ello que, en este número de **Situación Inmobiliaria México** realizamos un análisis para conocer sus determinantes económicos, tomando como referencia la expectativa de los precios y los costos de construcción. Es decir, los márgenes de ganancia y la tasa de interés como parte fundamental del ciclo de negocio inmobiliario.

En primer término, exploramos el ciclo de la oferta en sus etapas más importantes. Posteriormente, presentamos evidencia empírica de los principales factores de acuerdo con la teoría económica y algunos estudios referentes. En este ámbito, consideramos además el monto de subsidios a la vivienda por parte del gobierno federal como un elemento distorsionador en las expectativas del mercado.

Finalmente, presentamos el análisis de sensibilidad de la oferta de vivienda con respecto a los márgenes de ganancia y la tasa de interés, elementos reconocidos por la teoría económica; pero también el impacto de los subsidios en los años recientes y las conclusiones.

Los ciclos recientes de edificación de vivienda

El Registro Único de Vivienda se creó en 2006 y nació con el objetivo de contabilizar el número de viviendas nuevas que se canalizaban a través de algún tipo de financiamiento con el Infonavit. Posteriormente, se incorporaron las viviendas que se colocaban a través del Fovissste y desde 2016, el RUV permite la incorporación de proyectos para construcción de vivienda que se financian a través de la banca comercial. A diferencia de los proyectos de edificación que se ofrecen a través de los institutos públicos, aquellos que lo hacen a través de la banca comercial no están obligados a ser registrados. No obstante, desde su creación y hasta la fecha, se ha constituido como un indicador de referencia, pues concentra alrededor del 80% de todas las viviendas nuevas que se han colocado en el mercado.

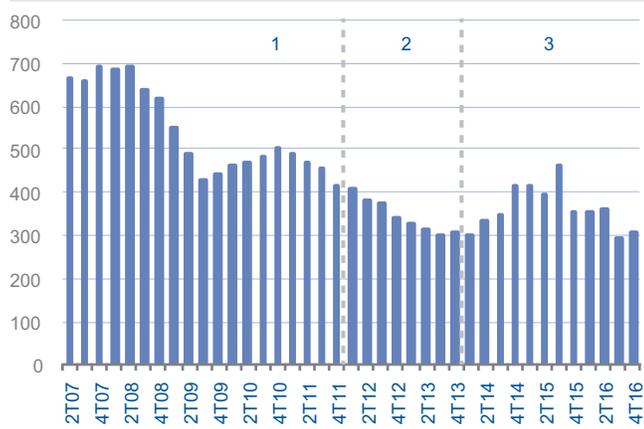
En términos del volumen de los registros para construcción, podríamos dividir la producción en tres ciclos. El primero, entre 2007 y 2011, cuando los niveles de edificación reflejaban con mayor claridad el auge inmobiliario previo a la crisis de 2008. En esos años, llegaron a construirse cerca de 700 mil viviendas; mientras que en el período post-crisis se edificaban alrededor de 500 mil por año.

Posteriormente, entre 2011 y 2013 la tendencia en la oferta fue decreciente, pues conforme el mercado iba madurando se requerían otro tipo de soluciones habitacionales (remodelaciones, ampliaciones y adquisición de viviendas usadas), la vivienda nueva fue cediendo terreno. Fue hasta el tercer ciclo, de 2014-2016, cuando se alcanzaron niveles cercanos a los registrados al final de 2010, con 450 mil proyectos anualizados. Sin embargo, como hemos mencionado también en números anteriores, en el modelo de construcción actual un nivel estable de proyectos ha oscilado en torno a las 350 mil viviendas en términos anuales.

Dado lo anterior, el repunte extraordinario en la oferta observado entre 2014 y 2015 podría explicarse más por incentivos del lado de la oferta a través de los subsidios para adquisición. Si bien recientemente el ciclo de crecimiento del empleo a ritmos superiores a los de la economía había explicado mayores ventas de casas nuevas, en particular vía crédito hipotecario, la desaceleración económica, visible desde el año pasado explicaría menores planes por parte de los constructores; tal y como estamos viendo al cierre de 2016; aunque también la reducción de más de 30% en los subsidios estaría explicando la contracción en la oferta.¹

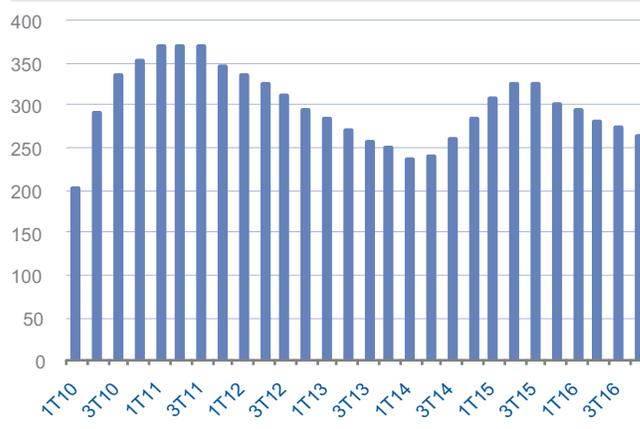
Otro indicador que también reflejó el incremento en la producción de los últimos años es el inventario, que consiste en el número de viviendas que tienen la totalidad de la construcción y además cuentan con servicios básicos (agua, luz y drenaje). Si bien, este indicador cuenta con información desde mediados de 2009, refleja una tendencia similar al número de registros, describiendo un aumento considerable durante 2015 y posteriormente una tendencia a la baja en 2016; de tal forma que no se aprecian signos de sobreoferta en el mercado respecto a lo que este puede absorber.

Gráfica 3a.1 Registros para construcción de vivienda del RUV, miles de unidades anualizadas



Fuente: BBVA Research con datos del RUV

Gráfica 3a.2 Inventario de vivienda nueva, miles de unidades anualizadas



Fuente: BBVA Research con datos del RUV

Los determinantes de la oferta de vivienda

De acuerdo con la teoría económica, la decisión de invertir en la edificación de vivienda estaría determinada en su mayor parte por los costos en que tienen que incurrir los constructores y que modifica directamente los márgenes de ganancia. La relación entre el índice de precios de la vivienda de la SHF y el índice de precios al productor constituyen este indicador; tal y como lo sugieren numerosos estudios sobre los factores que influyen en la oferta de vivienda. De esta manera, en el equilibrio de largo plazo, la relación entre los precios de la vivienda y los costos de construcción debería ser cercana a 100. Esto es consistente con el hecho de que en condiciones de competencia la decisión de construir una vivienda adicional no debería estar determinada por el incremento/disminución de cualquiera de estos dos factores.

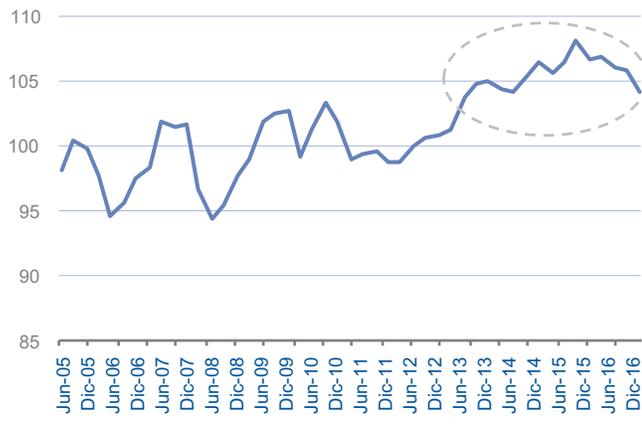
Grimes y Aitken (2006) encontraron que los márgenes de ganancia y las tasas de interés determinan las decisiones de inversión en construcción, dependiendo de las expectativas en precios, toda vez que, ante choques de demanda, la oferta de vivienda no reacciona en su totalidad, pues las cantidades se ven restringidas por la cantidad de suelo y los costos de búsqueda que enfrentan los constructores. Este comportamiento es típico de las zonas urbanas en donde es limitada la oferta de suelo para construcción. Por otra parte, Gattini y Ganoulis (2012) coinciden que, en un mercado competitivo, en el largo plazo la oferta de vivienda no sería lejos de ser perfectamente elástica y estaría determinada por

1: Ver. Coyuntura de vivienda. Primer semestre de 2017.

los costos de construcción. A su vez, Wang y Chan (2012) estiman la oferta como una función positiva de los márgenes y una función negativa de las tasas de interés.

En la gráfica 3a.3, podemos observar que la relación del margen de ganancias oscila alrededor del 100 entre 2005 y 2010. Entre 2011 y 2013, años en que se manifiesta el cambio en las preferencias del consumidor y el episodio de sobre oferta el índice se mantiene estable, pues como vimos en la sección anterior, una desaceleración en el crecimiento del valor de los inmuebles implicó también desaceleración en los costos de construcción residencial. Sin embargo, desde finales de 2013 y hasta el cierre de 2016, el índice de ganancia se ubicó por arriba del promedio de los años anteriores.

Gráfica 3a.3 Índice del margen de ganancia de los constructores, Índice 2012=100



Fuente: BBVA Research con datos del Inegi y la SHF

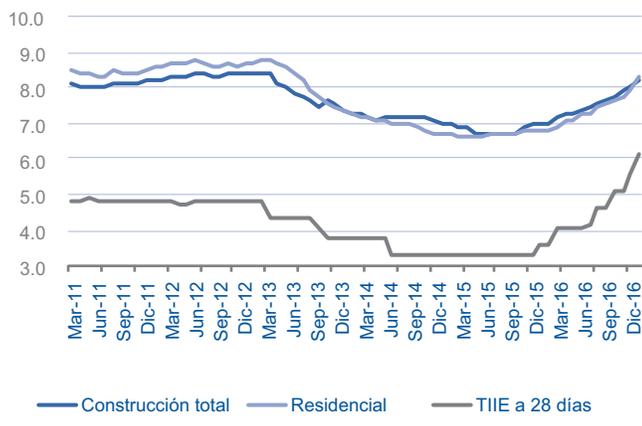
Gráfica 3a.4 Precios de la vivienda y costos de construcción, Índice 2012=100



Fuente: BBVA Research con datos del Inegi y la SHF

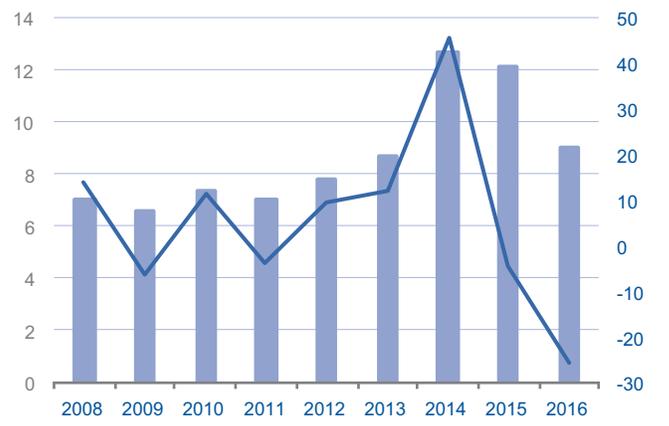
Otra forma de apreciar el desequilibrio en los márgenes es analizando directamente la evolución de los índices involucrados. En la gráfica 3a.4 podemos observar que entre 2005 y 2012, tanto el índice de precios de la vivienda de la SHF como el índice de precios al productor para construcción residencial muestran comportamientos similares. Es desde mediados de 2013 cuando se abre una brecha marcada por el incremento sostenido en el valor de las casas respecto a los costos en materiales; así como alquiler de maquinaria y equipo que como vimos en la sección anterior se habían estancado en años previos.

Gráfica 3a.5 Tasas de interés de corto plazo y para construcción, Porcentaje anual



Fuente: BBVA Research con datos del Inegi y la SHF

Gráfica 3a.6 V Monto de subsidios para vivienda Mmp constantes y variación % anual



Fuente: BBVA Research con datos de la Conavi

Lo anterior podría explicarse porque a partir de 2013, la tasa de referencia del Banco de México comenzó a disminuir después de varios años de conservar su tendencia al alza. Como mencionamos en el número de **Situación Inmobiliaria México** del Segundo Semestre de 2014, la transmisión monetaria hacia los créditos para la construcción es inmediata, lo que explica también mayor demanda por este tipo de financiamiento, en particular del crédito puente. (Ver artículo Coyuntura Construcción en este mismo número.)

Por otra parte, la disminución de la tasa de interés de corto plazo se sumó con un incremento extraordinario en los subsidios a la vivienda otorgados por el gobierno federal a través de la Comisión Nacional de Vivienda (Conavi). Si bien es cierto que la ayuda está contemplada para cubrir una gama mucho más amplia de soluciones habitacionales, hemos comentado que alrededor del 90% del monto se ha destinado a la adquisición de viviendas nuevas.

En 2013 el monto de subsidios se incrementó 12% en términos reales respecto a 2012, aunque los aumentos más sobresalientes se dieron en 2014 y 2015, cuando se duplicó el monto respecto a la media ejercida entre 2007 y 2012 que fue de 5.4 mmp, como podemos observar en la gráfica 3a.6. No es hasta 2016 cuando el monto de subsidios regresa a un volumen similar a la media histórica, aunque ello todavía no se refleja en una clara disminución de los márgenes de ganancia.

El impacto que tuvieron los subsidios en la recuperación de construcción puede verse en la evolución anual de la masa de valor generada por el inventario de vivienda, en particular en 2014, cuando el monto de la ayuda creció 45% en términos reales. En la gráfica 3a.7 podemos apreciar que, entre 2011 y 2013 dicho inventario mostraba una tendencia decreciente, con tasas negativas que se acentuaron con magnitudes de -14.5% y -15.7% en 2012 y 2013 respectivamente.

La situación se reflejó también en el valor generado por las empresas constructoras, que sufrieron no solo el cambio en las preferencias de los consumidores, sino un proceso en el cual se reconfiguró el mercado para llenar el hueco que dejaron las grandes empresas que salieron del mismo. El impacto que tuvieron los subsidios en la recuperación de la industria fue tan relevante que, en el mismo año en que crecieron más de 15% en términos reales, el valor de la producción de la vivienda creció, después de casi cuatro años de estar en terreno negativo.

Gráfica 3a.7 Masa monetaria del inventario del RUV
Mmp de pesos reales y var% anual



Fuente: BBVA Research con datos del RUV y SHF

Gráfica 3a.8 F Valor de la producción de las constructoras en vivienda. Variación % anual



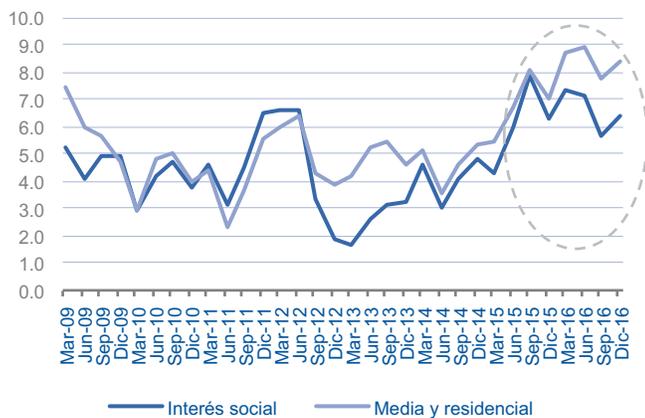
Fuente: BBVA Research con datos de la ENEC. Inegi

Con lo anterior, la expectativa de obtener mayores ganancias incentivaría a los constructores a subir los precios de las viviendas. Esto se reflejaría con mayor claridad en 2015, una vez que se consolidó la demanda por las viviendas en el año previo. El incremento en los precios incluso ha sido sostenido en los segmentos medios y residenciales, en donde aumentaron casi 9% en el segundo trimestre de 2016.

El otro elemento que respondió positivamente al incremento en los subsidios por el lado de la oferta fueron los costos, pues la expectativa de una demanda consolidada también implicó una mayor necesidad de insumos. Esto explica que, a partir de 2015, un año después de reactivarse la masa del valor del inventario, los costos de materiales y de alquiler de maquinaria pasaron de una tasa de 4% en términos anuales en diciembre de 2014 a 8% al cierre de 2015.

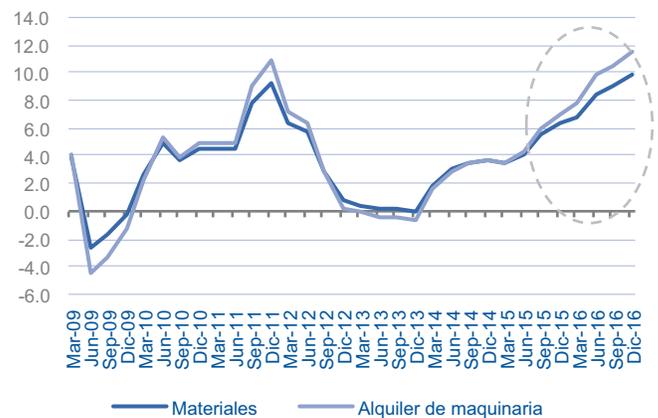
El hecho de que la producción de vivienda reflejara con mayor claridad la distorsión en precios y costos a partir de 2015 y no desde 2014, lo explica el hecho de que las expectativas de los constructores se modificaron una vez que la mayor parte del monto de subsidios efectivamente se ejerció en la adquisición de viviendas nuevas; cerrando paso al resto de las soluciones habitacionales (construcción, remodelaciones y ampliaciones).

Gráfica 3a.9 Precios de la vivienda de la SHF por segmento
Var. % anual



Fuente: BBVA Research con datos del Inegi

Gráfica 3a.10 Precios al productor de la construcción
Var. % anual



Fuente: BBVA Research con datos del Inegi

Es cierto que el monto de subsidios ha mostrado una tendencia a la baja durante 2016 después de los máximos de 2014 y 2015 y los inventarios ya reflejan dicha desaceleración. A pesar de ello, el crecimiento de los precios al cierre de 2016 aún mantiene elevados márgenes para compensar los elevados costos. Así, podemos decir que la distorsión generada por los subsidios afectó toda la cadena de producción de la vivienda.

Por lo tanto, podemos concluir que después de largo periodo de estancamiento en la industria, la combinación de menores tasas de interés y la inyección extraordinaria de subsidios se sumaron para originar una amplia brecha entre los precios de la vivienda y los costos de construcción, desde 2013 hasta la fecha.

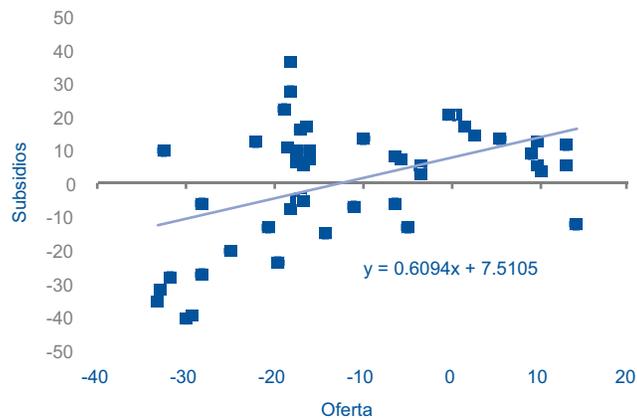
Construcción del modelo y análisis de sensibilidad

En la sección anterior realizamos un análisis empírico en torno al papel que han jugado los márgenes de los constructores, las tasas de interés, así como los subsidios en las decisiones de los constructores para incrementar o disminuir la edificación de vivienda.

Para confirmar la relación económica entre la oferta de vivienda y el resto de las variables sugeridas por la teoría económica, en esta sección calcularemos el grado de sensibilidad que tiene la primera hacia cada uno de los elementos explorados previamente. Los datos empleados en la construcción del modelo incluyen: número de registros para construcción de viviendas incluidos en el Registro Único de Vivienda (RUV); los índices de precios de la vivienda de la SHF; el índice de precios al productor para construcción residencial; la tasa de interés interbancaria de corto plazo (28 días) y el monto de subsidios otorgado a través de la Conavi.²

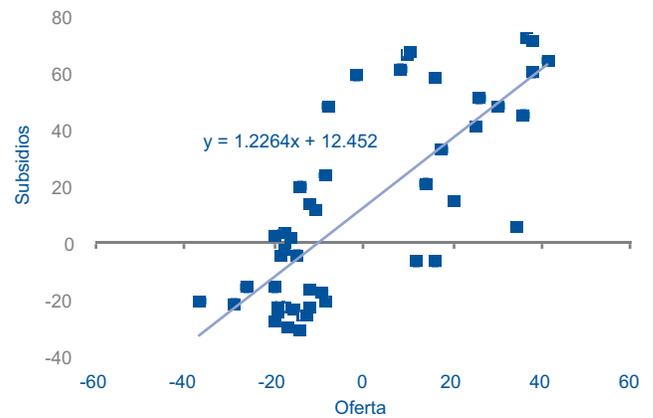
Tal y como sugieren otros estudios, estimamos la relación económica que capture el equilibrio a largo plazo de la oferta de vivienda, a partir de los datos del RUV, como una función del margen (relación entre los índices de precios de la vivienda y costos de construcción) y de la tasa de interés a 28 días. Posteriormente, calculamos las magnitudes de corto plazo para confirmar que la relación económica se conserva y además, captamos la significancia del monto de los subsidios, principalmente en los años 2014 y 2015.

Gráfica 3a.11 Oferta de vivienda y monto de subsidios 2009-2012, var. % anual en diagrama de dispersión



Fuente: BBVA Research

Gráfica 3a.12 Oferta de vivienda y monto de subsidios 2013-2016, var. % anual en diagrama de dispersión



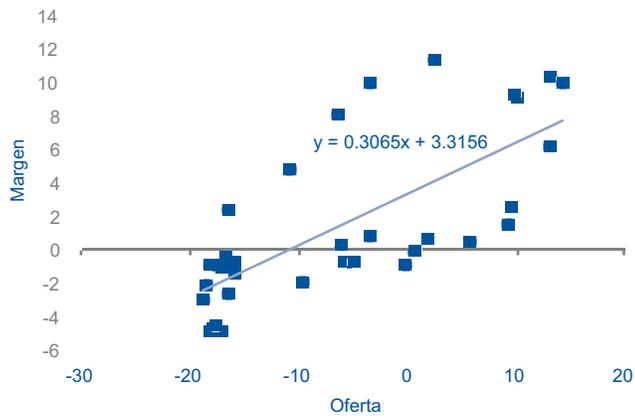
Fuente: BBVA Research

En la gráfica 3a.11 apreciamos que existe una relación positiva entre la oferta de vivienda y el monto de subsidios asignado para el período de estudio. Sin embargo, si separamos la relación en dos muestras, es aún más evidente que a partir de 2013 la pendiente de la línea de regresión pasa de 0.60 a 1.22, por lo que se confirma la relevancia que han tenido los subsidios en la distorsión que apreciamos en los márgenes de ganancia.

De la misma forma, en las gráficas 3a.13 y 3a.14 apreciamos que, si bien se mantiene la relación positiva entre el margen de ganancia de los constructores y la oferta de vivienda, ésta pierde importancia a partir de 2013, cuando el monto de subsidios comienza a incrementarse. La pendiente de la línea de regresión pasa de 0.30 en el período 2009-2012 a solo 0.04 en el período 2013-2016. Con esto, confirmamos que a pesar de que la significancia de la expectativa de las ganancias es vigente para todo el período, en los últimos años el efecto disminuye por la influencia que han tenido los subsidios.

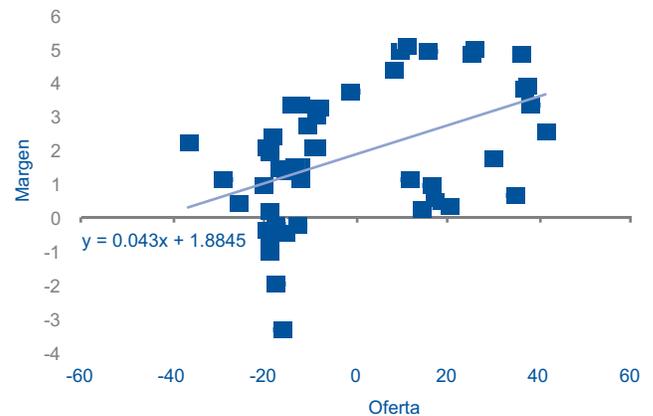
² Se emplea la TIIE a 28 días por estar altamente correlacionada con la tasa de interés para créditos a la construcción, la cual omitimos en este análisis porque no existen datos disponibles para la totalidad del período de estudio.

Gráfica 3a.13 Oferta de vivienda y margen de ganancias 2009-2012, var. % anual en diagrama de dispersión



Fuente: BBVA Research

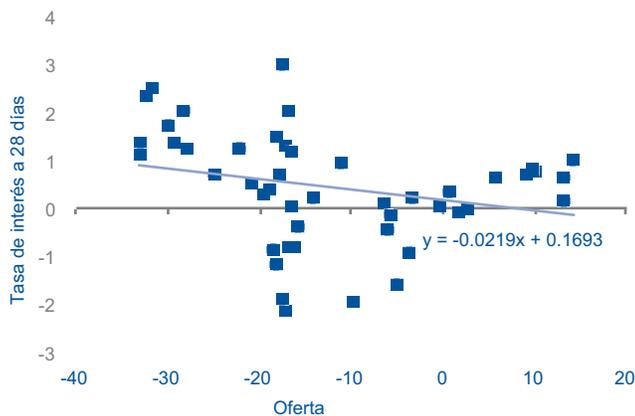
Gráfica 3a.14 Oferta de vivienda y margen de ganancias 2013-2016, var. % anual en diagrama de dispersión



Fuente: BBVA Research

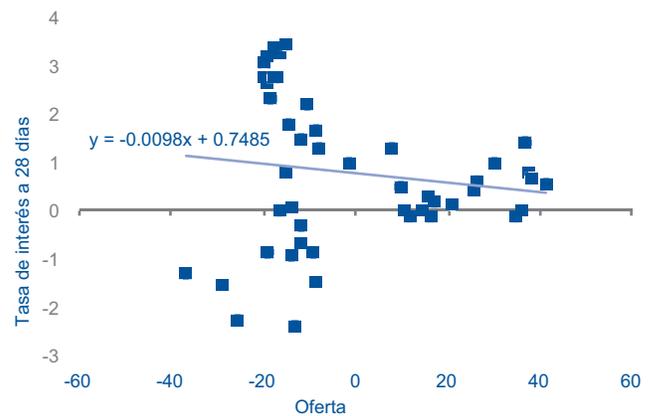
En el caso de las tasas de interés, la relación económica que conserva hacia la oferta de vivienda se confirma como negativa, tal y como sugiere la teoría económica. Sin embargo, a diferencia del papel que juegan el margen y los subsidios, en donde sí hemos confirmado un cambio en el patrón a partir del año 2013, el efecto de la tasa de interés de corto plazo a través de la TIIE parece ser mucho más estable en los dos periodos. Esto nos diría que el incremento en los subsidios de los años 2013 a 2016 no modificó significativamente el efecto multiplicador de los costos de financiamiento.

Gráfica 3a.15 Oferta de vivienda y tasa de interés 2009-2012, var. % anual en diagrama de dispersión



Fuente: BBVA Research

Gráfica 3a.16 Oferta de vivienda y tasa de interés 2013-2016, var. % anual en diagrama de dispersión



Fuente: BBVA Research

Si bien los diagramas de dispersión de las gráficas 3a.11 a 3a.16 han sido útiles para determinar los momentos clave en que el cambio estructural propiciado por los subsidios modificó las expectativas de los inversionistas; ésta no es una medida que cuantifica en términos porcentuales la sensibilidad que tienen cada uno de estos indicadores en la dinámica de corto y largo plazo.

Como sugiere la teoría económica, en el corto plazo la oferta de vivienda es relativamente fija ante choques de demanda, pues toma cierto tiempo en reflejarse en precios y/o costos. Es por ello que hasta 2013, la trayectoria de los índices de precios de la vivienda y de costos mantienen una trayectoria similar, dado que el monto de subsidios se mantuvo estable por varios años y no generó un cambio radical en las expectativas.

Sin embargo, una vez que se considera ese cambio estructural, la relación económica no sólo se mantiene en lo que se refiere a los márgenes y la tasa de interés interbancaria a 28 días; pero además se confirma que el efecto de los subsidios es positivo, tanto en el corto como el largo plazo. Los resultados con el análisis de sensibilidad se presentan en el siguiente cuadro.

Cuadro 3a.1 Sensibilidad de la oferta de vivienda

Determinantes	Respuesta de la oferta en puntos porcentuales por cada unidad de cambio en los determinantes	
	Corto plazo	Largo plazo
Margen	1.37	1.91
Tasa de interés a 28 días (TIIE)	-1.31	-0.95
Subsidios	0.15	0.27

Fuente: BBVA Research

Conclusiones

Los resultados del cuadro 3a.1 muestran el cambio porcentual de la oferta de vivienda por cada punto porcentual de un aumento/disminución de las variables explicativas. Al igual que en los estudios realizados para otros países, encontramos que los proyectos para edificación de vivienda son altamente sensibles al margen de las ganancias. En el corto plazo, los proyectos para construcción de casas aumentan 1.37% por cada punto porcentual de aumento en el margen de los constructores; mientras que, en el largo plazo, el porcentaje de respuesta alcanza prácticamente el 2%.

En el caso de la tasa de interés, el efecto de corto plazo es de magnitud similar a la que tiene el margen, pero en sentido inverso, como lo sugiere la teoría económica. Por cada punto porcentual de aumento en el costo de financiamiento, la oferta de vivienda se contrae 1.31% en el corto plazo. En el largo plazo, la sensibilidad disminuye, pero aún es cercana al 1%. Esto sugeriría que, aunque el impacto es altamente elástico, conforme pasa el tiempo irá disminuyendo, tal y como lo dice la teoría neoclásica en términos de la neutralidad del dinero.

Finalmente, encontramos que los subsidios tienen un efecto positivo, aunque de menor magnitud que el resto de las variables. En este caso por cada punto porcentual de incremento en los subsidios la oferta aumenta 0.15% en el corto plazo; mientras que en el largo plazo la magnitud del efecto aumenta a 0.27% por cada punto porcentual.

Si bien es cierto que el efecto de los subsidios es menor en comparación con el margen y la tasa de interés, esto fue suficiente para generar una distorsión en el mercado. Pues al combinarse con una disminución en el costo de financiamiento visible desde 2013, las expectativas de una demanda consolidada por parte de los constructores al tener información a priori de los montos destinados como ayuda para la compra de casas nuevas fue suficiente para mantener los márgenes en niveles más elevados en el periodo del análisis.

Este incremento en los márgenes disminuirá durante 2017 conforme la demanda por vivienda lo haga, alineada con el crecimiento económico y el empleo que, aunque positivos serán más moderados, a la vez que el monto de subsidios se ha contraído en más del 30%. Esto no debería ser motivo de preocupación, toda vez que los inventarios se han mantenido estables y el crecimiento del índice de precios de la SHF podría converger a niveles similares a los de la inflación.

Referencias

Grimes y Aitken (2006). **Housing supply and price adjustment**. Motu Working Paper 06-01. Motu Economic and Public Policy Research.

Gattini y Ganoulis (2012). **House price responsiveness of housing investments across major European economies**. WP Series. No. 1461. European Central Bank.

Wang y Chan (2012). **The estimation and determinants of the price elasticity of housing supply: evidence from china**.

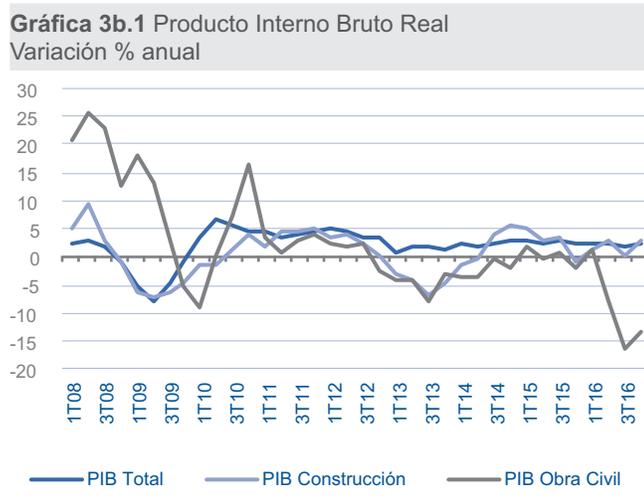
3.b Infraestructura aún espera efecto de reformas

PIB de la Obra Civil cae 9% durante 2016

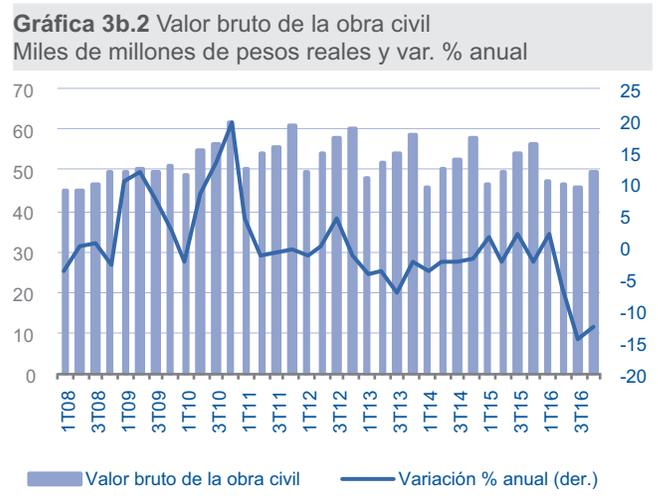
Conocido es que la construcción es uno de los sectores más procíclicos de la economía. A través de esta actividad, las autoridades suelen hacer políticas contracíclicas para estimular la economía; principalmente mediante la inversión en infraestructura. Además, este tipo de obras incide positivamente en el PIB potencial, al aumentar su capacidad productiva. No obstante, en el último lustro el desempeño de la obra civil en la economía mexicana ha sido muy discreto. Dentro de este componente de la construcción, se encuentran las obras de infraestructura, las cuales no han tenido gran impacto a pesar de que en 2014 se dio a conocer el programa nacional de infraestructura más ambicioso de los últimos 20 años. Por esta razón, en esta sección de **Situación Inmobiliaria México** hacemos una revisión del desempeño de estos tipos de obra en lo que va de la década actual.

La obra civil, componente donde se encuentra la infraestructura, colabora con alrededor del 30% del sector de la construcción; que a su vez contribuye con poco más del 7% al total de la economía. En lo que va de la década actual, este subsector no ha crecido, y promedia una caída de 1.2%. En contraste, durante 2008 y 2009, años de la crisis económica, la obra civil creció a una tasa promedio de 13.9%. Este se debió a la tendencia de crecimiento observado a partir del cambio de milenio, pero que particularmente sucediera durante una época de crisis económica fue resultado de una política contra cíclica que ayudó a todo el sector construcción a recuperarse más rápido después del estancamiento económico del 2009.

En términos del valor bruto que reportan las empresas constructoras en proyectos de obra civil, no se observó una caída sino hasta el año 2016. En sintonía con el PIB, el valor bruto de la obra civil creció a mayor velocidad durante 2008 y 2009; mientras que a partir del 2010 baja su ritmo de avance hasta tocar terreno negativo en el año recién terminado.



Fuente: BBVA Research con datos del SCNM, Inegi



Fuente: BBVA Research con datos de la ENEC, Inegi

Dentro del PIB de la Obra Civil, la infraestructura energética, así como de comunicación son las de mayor participación. Se puede observar en las siguientes gráficas que ambos tipos de infraestructura junto con obras de urbanización crecieron marcadamente a partir del 2008, pero comenzada la década de 2010 caen y en el mejor de los casos mantienen el mismo nivel de valor agregado. La infraestructura energética y vías de comunicación comienzan a perder impacto en el desempeño del PIB de la Obra Civil, al grado que las variaciones de este último están más influidas por el avance de las obras de urbanización. Esto se debe a que mientras los dos principales tipos de infraestructura se mantienen estancadas, sólo la división de terrenos y urbanización creció hasta el 2010; una vez que deja esta tendencia, el PIB del subsector comienza a caer.

Gráfica 3b.3 PIB Obra Civil por componentes
Miles de millones de pesos constantes



Fuente: BBVA Research con datos de la SCNM, Inegi

Gráfica 3b.4 PIB Obra Civil por componentes
Variación % anual

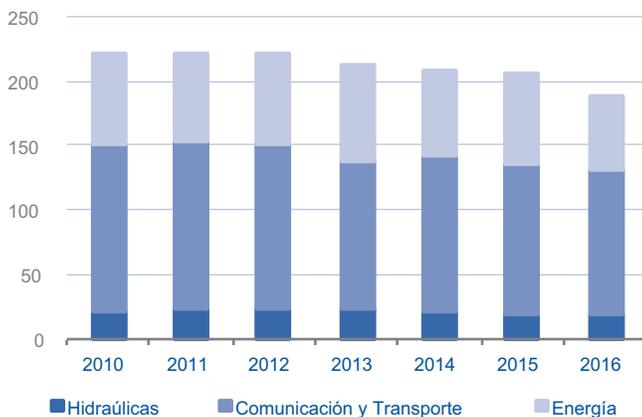


Fuente: BBVA Research con datos de la SCNM, Inegi

Vías de comunicación y energía: la infraestructura que sostiene al sector

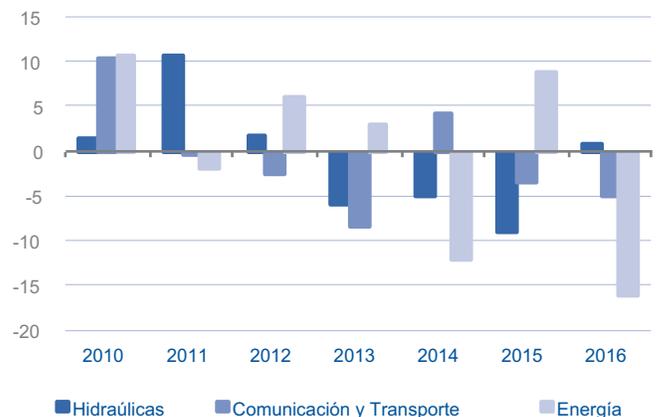
La tendencia a la baja de la infraestructura en los años recientes se confirma al observar el desenvolvimiento del valor que las empresas constructoras reportan. El valor bruto superaba los 220 mil millones de pesos del 2010 al 2012 para comenzar a caer al siguiente año. Por tipo de obra, las de comunicación y transporte tienen la mayor participación seguidas por las asociadas a la actividad energética. En el primer caso, una menor actividad se reporta a partir de 2012; mientras que el valor de las obras energéticas comienza a descender desde 2014. Si bien en este último caso hay años con tasas de crecimiento positivas, la tendencia en los últimos cuatro años es negativa al pasar de 74 mil millones de pesos en términos reales a 59 mil millones de pesos. Esto podría ser explicado en parte por la caída de la producción petrolera y de los precios del petróleo que propiciaron menos ingresos para la principal compañía que demandaba este tipo de obras; más aún cuando a partir de 2014 se intensifica esa menor producción que promediaba poco más de 2,900 barriles diarios del 2010 al 2013; para en los siguientes años situarse apenas por arriba de los 2,600.¹

Gráfica 3b.5 Valor bruto de la obra civil
Miles de millones de pesos constantes



Fuente: BBVA Research con datos del Inegi

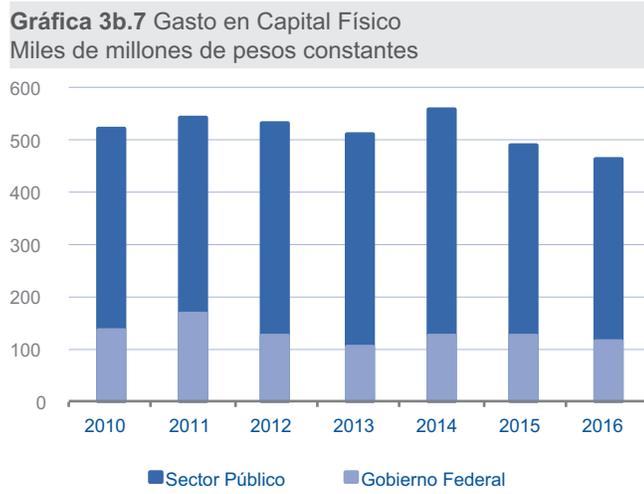
Gráfica 3b.6 Valor bruto de la obra civil
Variación % anual



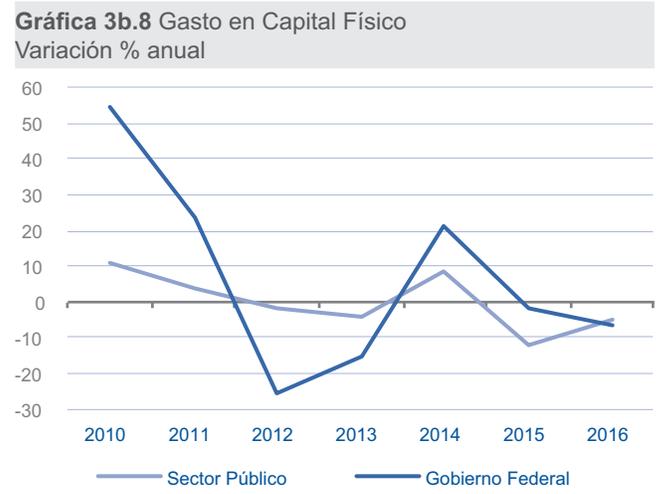
Fuente: BBVA Research con datos del Inegi

1: Producción de hidrocarburos líquidos en www.inegi.org.mx/sistemas/bie

La menor actividad en infraestructura puede estar explicada por la menor inversión que realiza el sector público. Un indicador de esta inversión es el gasto en capital físico que realiza todo el sector público y el Gobierno Federal en particular.² Del 2010 al 2014, el monto asignado a capital físico en todo el sector público superó los 500 mil millones de pesos en términos reales. El monto máximo del Gobierno Federal fue de 166 mil millones de pesos en 2011. Durante 2015 y 2016 por primera vez en la década, el monto total asignado a este tipo de capital se situó por debajo de los 500 mil millones de pesos. A excepción del año 2014, a partir del 2011 las variaciones de estos recursos son negativas en el caso del Gobierno Federal y de todo el sector público.



Fuente: BBVA Research con datos del Inegi



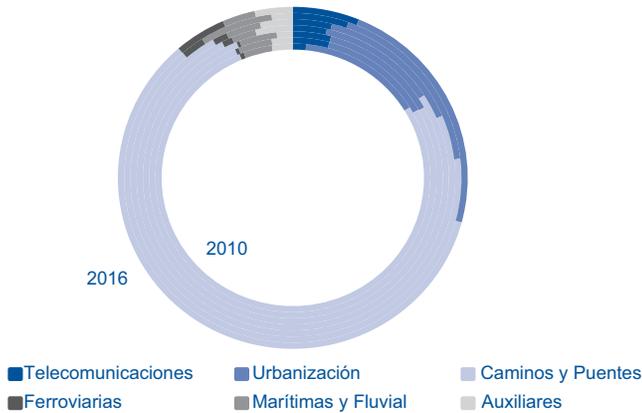
Fuente: BBVA Research con datos del Inegi

Vías de comunicación camino abajo

Dentro de la infraestructura en comunicaciones y transporte, los caminos y puentes abarcan una mayor proporción del valor construido, al menos el 60% en el periodo de análisis. En segundo lugar tenemos las obras de urbanización y las telecomunicaciones en tercer lugar. En el primer caso la intervención pública es primordial, aunque cada vez un mayor número de proyectos son realizados por el sector privado, es el sector público el principal demandante de esta infraestructura. En el caso de la urbanización, también se puede asociar a los gobiernos locales como un factor primordial para la realización de esta infraestructura, pero también el sector privado influye; por ejemplo a través de los desarrollos residenciales que necesitan contar con servicios urbanos. Por último, en el caso de la infraestructura en telecomunicaciones si bien existen proyectos liderados por el sector público, probablemente la mayoría de estas obras sean solicitadas por las empresas que brindan estos servicios, aunque el peso de las telecomunicaciones es menor al 6% en promedio.

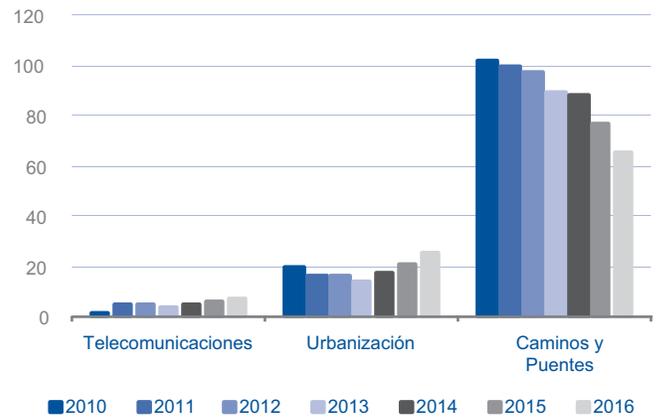
2: Si bien no todo el gasto en capital físico está dirigido a obra pública u obras de infraestructura, sí es la mayor participación y suele explicar las variaciones del subsector de obra civil.

Gráfica 3b.9 Valor bruto infraestructura en comunicación
Participación %



Fuente: BBVA Research con datos de la ENEC, Inegi

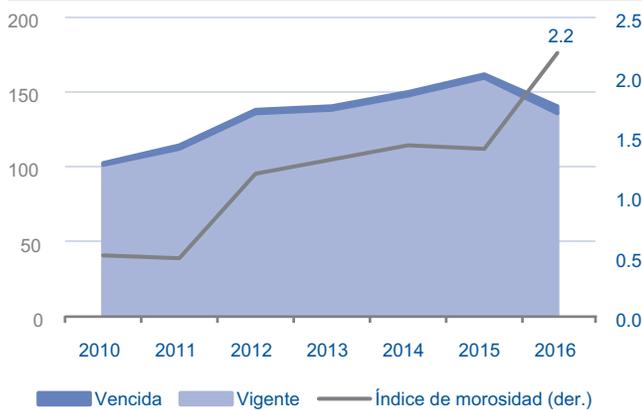
Gráfica 3b.10 Valor bruto infraestructura en comunicación
Miles de millones de pesos constantes



Fuente: BBVA Research con datos de la ENEC, Inegi

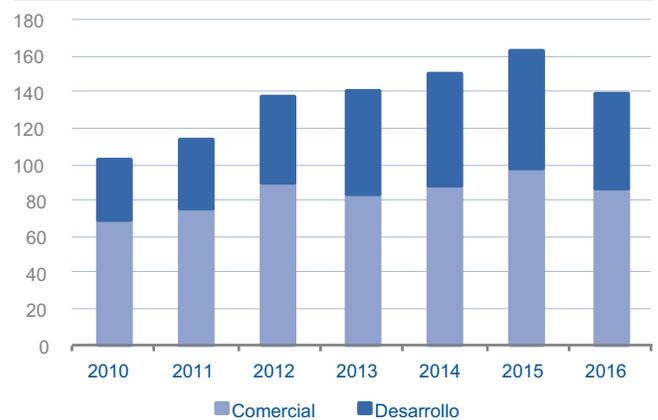
La construcción de caminos y puentes impacta del 60% al 77% del total del valor bruto de la infraestructura en comunicaciones y transporte. Al ser la infraestructura de mayor peso, queda claro que su menor actividad influye en el desempeño negativo de la obra civil. También en otros mercados como es el caso del crédito bancario. Si bien la cartera de crédito se mantuvo en ascenso hasta 2015, a partir del 2016 comienza a descender y después de haber superado los 160 mil millones de pesos, al cierre del 2016 se sitúa en 140 mil mdp. Esta dinámica de crédito es común tanto para la banca comercial para la de desarrollo. En ambos casos disminuye el monto de los portafolios con que se financian estos proyectos.

Gráfica 3b.11 Saldo de crédito bancario a vías de comunicación (Miles de millones de pesos constantes y %)



Fuente: BBVA Research con datos del Banco de México

Gráfica 3b.12 Saldo de crédito bancario a vías de comunicación (Miles de millones de pesos constantes)



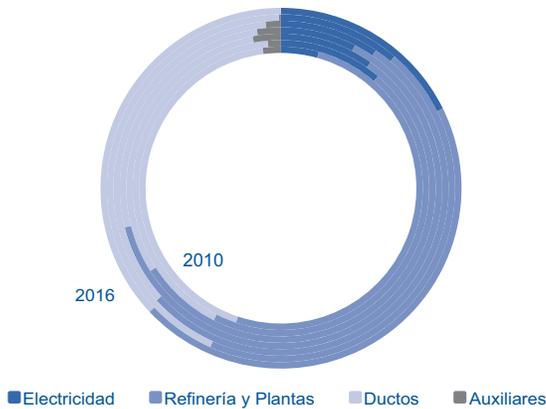
Fuente: BBVA Research con datos del Banco de México

Infraestructura energética pierde poder

Inversión en infraestructura energética cae más de 5% al terminar 2016

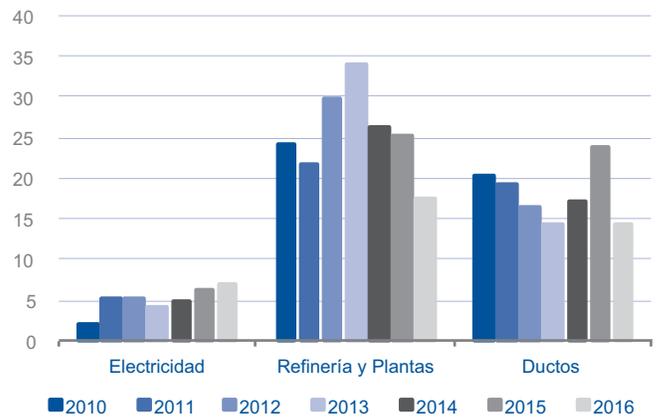
En el caso de las obras de infraestructura para el sector energético, la caída constante de la inversión ha llevado a una reconfiguración en la participación de los tipos de construcciones con base en su valor bruto. Durante el primer lustro de la década presente, las refinerías y plantas petroleras aportaron la mayor parte del valor de construcción. Sin embargo, al final del 2016 la construcción de oleoductos y gasoductos se convierte en la principal infraestructura energética medida por esta variable. En parte impulsado por la mayor demanda de gas natural. Aun así, la tendencia general también es a la baja del conjunto del valor de la infraestructura energética.

Gráfica 3b.13 Valor bruto de infraestructura energética Participación %



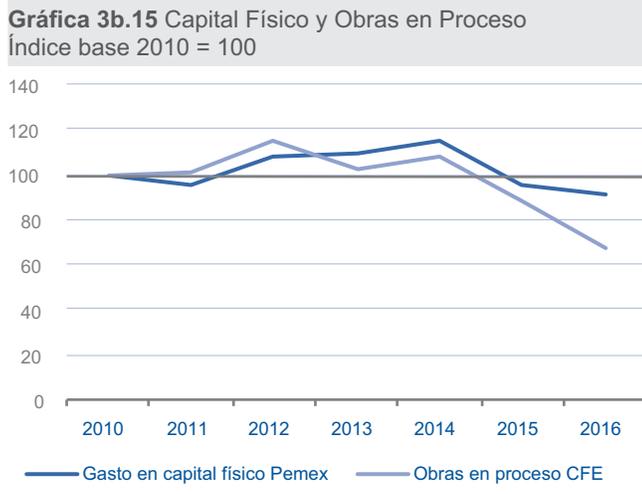
Fuente: BBVA Research con datos de la ENEC, Inegi

Gráfica 3b.14 Valor bruto de infraestructura energética Miles de millones de pesos constantes

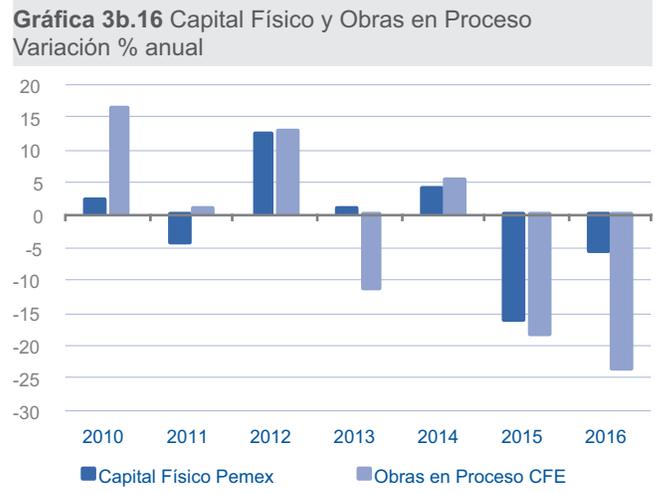


Fuente: BBVA Research con datos de la ENEC, Inegi

Este resultado se explica en una alta proporción por la menor inversión de los principales demandantes de estas obras. Petróleos Mexicanos y la Comisión Federal de Electricidad han disminuido los recursos dedicados a infraestructura como se puede observar con base en el monto de capital físico y de las obras en proceso. Un índice construido con esta información, cuya base es 2010 para fines de comparación, apunta a que no se ha observado un crecimiento relevante, y el resultado a 2016 es negativo. En el mismo sentido, las tasas de crecimiento de dichas inversiones son negativas durante los dos últimos años. Esta tendencia podría mantenerse como resultado de la mayor participación del sector privado a partir de la reforma energética; pero el monto total dirigido a esta infraestructura podría revertir su tendencia negativa conforme las inversiones privadas comiencen a fluir.



Fuente: BBVA Research con datos del Inegi y CFE

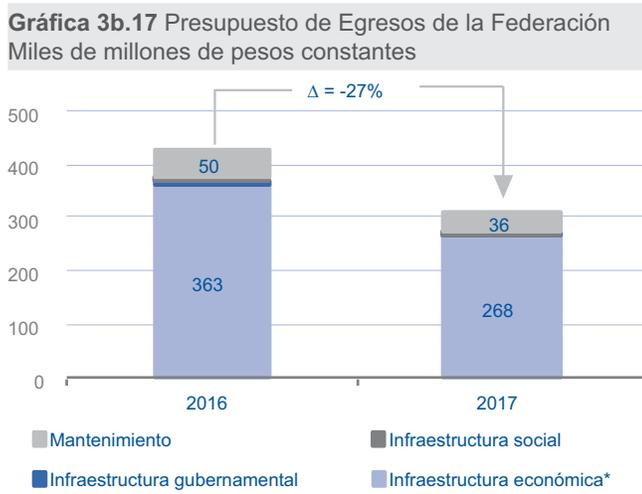


Fuente: BBVA Research con datos de la CFE

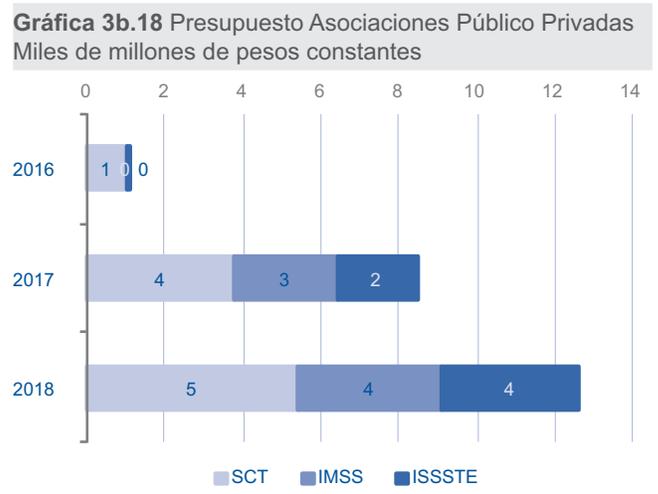
En el corto plazo la obra civil seguirá sin crear estructura

Las expectativas de una recuperación de la obra civil no pueden ser positivas en el corto plazo. El Presupuesto de Egresos de la Federación redujo aún más el monto asignado a la infraestructura. Una reducción de 27% respecto de los casi 450 mil mdp asignados en el 2016 no dan espacio a muchas obras. La presión existente en las finanzas públicas no deja espacio a un pronto resarcimiento de esta tendencia. Al contrario, la probabilidad de un mayor recorte es latente. Con base en el PEF 2017, los estados que se obtendrán mayores recursos, y por lo tanto donde se espera que se incremente la actividad económica, son en primer lugar y por mucho el Estado de México con recursos por casi 15 mil mdp, seguido de Tabasco y Guanajuato con 10 mil y 7.6 mil mdp respectivamente. Los estados de Jalisco y Veracruz completan los primeros cinco lugares con 7.6 mil y 6 mil mdp. Estos planes de obra para infraestructura serán particularmente relevantes para los estados cuyas finanzas estatales no han podido impulsar la construcción de obra pública.

La alternativa para la cada vez menor participación del sector público en la infraestructura es precisamente el sector privado a través de figuras como las Asociaciones Público Privadas. El aumento de estos proyectos para 2017 superior al triple del año previo y casi un 50% más para el 2018, al menos hasta ahora. Si bien por ahora no alcanza a compensar el recorte presupuestario, la tendencia creciente de estos proyectos podría ser una opción viable en el mediano plazo para la recuperación de la obra civil.



Fuente: BBVA Research con datos de la SHCP



Fuente: BBVA Research con datos de la SHCP

4. Anexo estadístico

Cuadro 4.1 Indicadores anuales macroeconómicos

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017p
PIB Real¹ Variación % anual	5.1	4.0	4.0	1.4	2.3	2.6	2.3	1.9
Consumo Privado Real Variación % anual	5.7	4.8	4.9	2.1	1.8	2.3	2.7	2.2
Consumo del Gobierno Real Variación % anual	1.7	2.4	3.5	1.0	2.1	2.3	1.2	1.3
Inversión en Construcción Real	-0.2	3.0	2.0	-4.5	1.4	1.6	-0.1	
Residencial	-0.6	4.1	1.4	-4.9	3.1	3.3	4.4	
No residencial	0.1	2.3	2.5	-4.1	0.0	0.4	-3.7	
Empleo Formal Privado Total (IMSS) ²	14,524	15,154	15,856	16,409	16,991	17,724	18,474	
Variación % anual	3.8	4.3	4.6	3.5	3.5	4.3	4.2	
Sal. Medio de Cotización (IMSS Pesos diarios nom. prom.)	248.7	260.1	270.8	281.5	294.1	306.4	317.9	
Variación % anual real	-0.5	1.1	0.0	0.1	0.4	1.4	0.9	
Masa Salarial Real (IMSS Variación % anual)	2.3	6.1	5.0	3.6	4.0	5.8	4.8	
Salario Mínimo General (diario, pesos nominales)	55.8	58.1	60.5	63.1	65.6	69.2	73.0	
Variación % anual real	0.6	1.0	-0.1	0.4	-0.1	0.2	0.8	
Precios Consumidor (promedio, Var. % anual)	4.4	3.8	3.6	4.0	4.1	2.1	3.2	
TIIE 28 promedio (%)	4.9	4.8	4.8	4.3	3.5	3.3	4.5	
Tasa de interés 10 años B. Gub. (M10)	6.9	6.8	5.7	5.7	6.0	5.9	6.0	

1: Serie ajustada estacionalmente.

2: Miles de personas

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México, Conasami, INEGI e IMSS

Cuadro 4.2 Indicadores anuales de construcción y vivienda

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017p
PIB Construcción real var. % anual	-0.5	4.1	2.5	-4.8	2.0	2.5	1.8	1.4
Edificación	-0.4	4.3	2.7	-5.2	2.5	3.2	4.2	1.8
Construcción de obras ingeniería civil u obra pesada	3.6	2.9	1.0	-4.7	-2.2	-0.1	-9.4	-3.4
Trabajos especializados para la construcción	1.9	5.6	4.3	-2.5	8.6	3.1	10.0	7.1
Empleo Construcción Total (IMSS miles pers. prom.)	1,145.5	1,199.5	1,275.2	1,289.8	1,383.5	1,504.0	1,506.4	
Variación % anual	3.8	4.7	6.3	1.1	7.3	8.7	0.2	
Ventas Cemento Hidráulico (Var. % anual)	-2.9	1.5	2.1	-5.9	5.1	7.4	1.5	
Consumo Nal. de Cemento (Var % anual)	-5.3	1.4	2.5	-6.0	4.9	7.4	1.5	
Empleo Construcción¹ (Valor real prod., Var. % anual)	3.3	3.2	3.4	-3.7	0.2	-0.1	-1.3	
Edificación	-5.3	6.3	2.0	-5.6	2.9	1.4	3.1	
Obra públicas	10.2	0.3	0.5	-4.4	-2.5	-0.3	-8.3	
Agua, riego y saneamiento	5.1	10.5	1.9	-6.0	-5.0	-9.2	0.8	
Electricidad y comunicaciones	22.9	21.4	-6.8	-2.2	-11.0	9.8	23.7	
Transporte	8.8	-2.8	-2.7	-7.8	3.8	-5.1	-5.9	
Petroleo y petroquímica	10.2	-7.7	14.7	3.6	-10.7	10.8	-35.3	
Otras	16.6	6.2	36.4	10.6	1.4	-5.6	14.2	
Precios de Construcción Residen. Gral. (var. % anual)	4.8	9.3	0.4	-0.7	6.5	2.3	8.7	
Materiales de Construcción (variación % anual)	5.2	10.6	-0.2	-1.4	4.5	4.5	9.8	
Mano de obra (variación % anual)	3.3	3.8	3.2	2.9	3.5	4.2	2.9	
Alquiler de maquinaria (variación % anual)	3.2	5.3	-0.2	1.4	4.1	7.8	7.9	

1: Considera a las empresas afiliadas y no afiliadas a la Cámara Mexicana de la Industria de la Construcción.

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México, Conasami, INEGI, IMSS, Infonavit y Fovissste

Cuadro 4.3 Indicadores anuales de financiamiento de la vivienda

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Número de Créditos Otorgados (miles)							
Total	637.7	599.3	607.0	583.7	609.2	599.2	571.3
Infonavit	475.0	445.5	421.9	380.6	387.0	393.0	369.1
Fovissste	87.8	75.2	64.3	65.9	63.1	64.4	62.9
Banca comercial y otros	74.9	78.6	120.7	137.1	159.0	141.8	139.3
Reducción ¹	18.6	23.4	45.4	58.7	82.2	56.7	50.9
Créditos individuales	619.0	575.9	561.6	525.0	527.0	542.5	520.4
Flujo de Financiamiento (mmp, precios de dic. 2016)							
Total	291.7	294.6	287.4	287.0	315.1	323.4	312.1
Infonavit	154.1	157.6	138.2	120.5	127.9	130.4	118.3
Fovissste	58.6	45.4	41.1	41.1	44.5	43.4	41.7
Banca comercial y otros	79.0	91.6	108.1	125.4	142.7	149.6	152.1
Cartera de Crédito Vigente Banca Comercial							
Saldos fin de período (mmp, precios de diciembre 2016)	323.5	360.1	404.4	433.3	489.9	565.1	636.8
Índice de Morosidad (%)	3.4	3.2	3.1	3.5	3.3	2.8	2.7

1: ** Se refiere a los financiamientos (créditos y subsidios) que están considerados en dos o más instituciones. No considera el producto "Infonavit Total" ni Segundo crédito del Infonavit.

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México, ABM, CNBV.

Cuadro 4.4 Indicadores trimestrales de precios de la vivienda de SHF (Variación % anual nominal)

	14'III	IV	15'I	II	III	IV	16'I	II	III	IV
Nacional	4.1	5.1	4.9	6.4	8.3	6.7	8.1	8.1	6.7	7.4
Aguascalientes	5.4	6.7	5.8	7.1	9.0	6.9	8.3	7.5	6.1	7.2
Baja California	3.5	4.2	4.0	5.1	7.0	5.8	7.2	7.4	6.2	6.9
Baja California Sur	1.3	2.4	2.8	4.3	6.8	5.9	8.8	10.3	9.8	11.0
Campeche	3.3	4.7	5.3	6.7	8.6	6.8	8.9	9.7	8.6	9.7
Coahuila	3.8	4.7	4.5	6.4	8.4	6.8	8.2	7.9	6.6	7.5
Colima	2.4	3.9	4.3	6.3	8.3	6.3	7.3	7.4	6.5	7.7
Chiapas	4.5	5.5	5.5	6.7	8.4	6.8	8.0	8.0	6.5	7.2
Chihuahua	4.2	5.0	4.5	6.0	7.8	6.1	7.5	7.4	6.5	7.5
Distrito Federal	7.8	9.2	9.0	9.3	10.2	7.9	9.0	9.4	8.3	8.9
Durango	7.0	8.1	7.8	9.1	10.4	7.9	8.6	7.7	5.7	6.3
Guanajuato	3.0	4.3	4.8	6.5	8.3	6.3	7.4	7.5	6.4	7.6
Guerrero	5.3	5.2	4.2	5.0	6.9	6.2	8.3	8.8	7.2	7.7
Hidalgo	2.3	3.7	4.6	7.5	10.2	8.0	8.2	6.9	5.0	5.8
Jalisco	3.5	4.0	3.1	4.8	6.8	6.0	7.4	7.3	5.9	6.2
México	5.2	5.4	4.7	5.8	7.7	6.6	7.8	7.7	5.7	6.1
Michoacán	2.9	4.1	4.7	6.9	9.1	7.2	9.0	8.6	7.2	8.2
Morelos	3.6	3.7	3.4	4.8	7.3	6.7	8.7	9.1	7.6	8.0
Nayarit	-0.2	1.5	2.1	4.5	7.2	6.0	7.6	8.2	7.6	8.9
Nuevo León	2.6	4.3	4.7	6.7	8.6	6.7	7.8	7.7	6.7	7.7
Oaxaca	4.4	5.5	5.6	7.0	9.1	7.4	8.5	8.2	6.4	6.9
Puebla	4.2	5.0	4.9	6.3	8.5	7.6	8.7	8.4	6.7	6.8
Querétaro	5.6	5.4	4.5	5.5	7.2	6.6	8.5	8.8	7.3	7.6
Quintana Roo	-0.6	0.2	-0.8	1.9	6.0	5.4	8.6	8.9	7.8	9.4
San Luis Potosí	2.3	3.6	4.1	6.2	8.1	6.5	8.3	8.4	7.5	8.8
Sinaloa	1.7	2.9	3.3	5.3	7.3	5.8	7.5	8.0	7.4	8.8
Sonora	4.3	5.3	4.9	6.5	8.3	6.5	7.7	7.6	6.4	7.4
Tabasco	6.3	7.2	6.8	7.7	9.1	7.6	8.8	8.5	6.7	7.1
Tamaulipas	6.5	8.2	8.2	9.6	10.7	8.2	8.8	8.3	6.8	7.5
Tlaxcala	6.1	7.7	7.2	8.6	10.4	7.9	8.5	7.4	5.4	6.0
Veracruz	3.5	4.6	4.7	7.0	9.2	7.6	8.9	8.2	6.3	6.6
Yucatán	3.7	5.2	5.0	6.1	7.6	5.7	6.9	7.2	6.8	7.8
Zacatecas	4.5	6.5	6.5	7.8	9.4	7.0	8.2	7.8	6.5	7.3

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Sociedad Hipotecaria Federal.

Cuadro 4.5 Indicadores trimestrales macroeconómicos

	13'IV	14'I	II	III	IV	15'I	II	III	IV	16'I	II	III	IV
PIB Real (var. % anual)	1.1	2.3	1.8	2.3	2.7	2.8	2.5	2.8	2.5	2.2	2.6	2.0	2.3
Consumo privado real (var. % anual)	1.0	1.4	1.5	2.1	2.3	2.4	2.0	2.1	2.8	2.6	2.4	3.0	2.8
Consumo del gobierno real (var. % anual)	1.8	2.5	1.6	2.8	1.7	3.1	2.6	1.6	2.0	0.1	1.6	1.5	1.6
Inversión en construc. real (var. % anual)	-4.7	-1.6	-1.2	3.8	4.1	5.0	3.1	1.5	-2.4	0.7	0.8	-3.1	1.2
Residencial	-5.4	-2.6	0.2	5.9	8.6	4.1	3.3	5.5	0.4	4.8	6.8	0.6	5.5
No residencial	-4.2	-0.8	-2.2	2.3	0.8	5.6	2.9	-1.5	-4.6	-2.3	-3.8	-6.2	-2.3

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Inegi

Cuadro 4.6 Indicadores trimestrales de construcción y vivienda

	13'IV	14'I	II	III	IV	15'I	II	III	IV	16'I	II	III	IV
PIB Construcción real (var. % anual)	-4.8	-1.4	-0.5	4.1	5.5	4.8	2.9	3.4	-0.7	1.3	3.0	0.0	3.0
Edificación	-6.0	-2.3	-0.5	4.7	7.7	5.9	3.9	3.9	-0.2	1.8	5.9	2.4	6.6
Ingeniería civil y obra pesada	-2.8	-3.4	-3.6	-0.1	-1.9	1.7	-0.5	0.9	-2.1	1.2	-8.0	-16.4	-13.3
Trabajos especializados	-1.8	8.7	6.2	9.3	10.2	5.1	4.0	5.1	-1.5	-1.7	7.4	17.9	15.7
Empr. Constructoras ¹ (var. % anual real)	-4.9	-1.6	-2.4	1.2	3.0	3.2	1.0	0.0	-3.6	-0.4	-1.2	-2.3	-1.0
Edificación	-6.9	-0.7	-2.2	4.8	8.9	6.7	5.2	-0.5	-4.2	-2.5	2.0	5.9	6.4
Obra públicas	-2.4	-4.0	-2.4	-2.2	-1.6	1.5	-2.3	2.2	-2.3	1.9	-6.1	-14.7	-12.6
Agua, riego y saneamiento	9.7	13.4	-21.4	-8.7	0.7	-7.7	-3.1	-8.8	-15.3	1.2	-1.4	-3.3	6.0
Electric. y comunicaciones	6.6	-10.1	-7.1	-18.4	-7.4	-0.4	8.7	13.7	15.8	15.5	33.7	30.9	15.0
Transporte	-4.1	0.4	4.3	8.7	1.8	1.8	-6.0	-4.0	-10.7	-2.0	-5.6	-12.9	-2.8
Petróleo y petroquímica	-7.8	-17.4	-5.3	-13.1	-7.5	7.1	1.4	17.2	16.8	4.5	-31.9	-47.2	-55.2
Otras	-7.7	6.3	-3.4	2.9	0.2	-4.4	-1.8	-8.6	-7.2	-1.4	7.3	25.1	24.8

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Inegi, Banco de México.

Cuadro 4.7 Indicadores trimestrales del mercado de la vivienda

	13'IV	14'I	II	III	IV	15'I	II	III	IV	16'I	II	III	IV
Ventas de vivienda por organismo (Número de créditos, miles)													
Infonavit	106.0	71.8	92.8	100.2	122.3	86.4	102.5	90.7	113.4	78.0	103.6	89.6	97.9
Fovissste	19.2	13.7	16.8	11.1	21.5	15.4	20.4	17.1	11.5	13.3	19.3	15.8	14.5
Banca	19.4	15.0	16.2	17.7	19.9	17.4	21.5	23.5	24.2	19.2	22.2	22.9	24.2
Total	144.6	100.5	125.8	129.0	163.7	119.3	144.4	131.3	149.1	110.4	145.1	128.3	136.6
Monto de financiamiento (mmp de diciembre de 2016)													
Infonavit	34.0	23.0	30.2	32.9	41.8	29.8	34.2	30.5	35.9	25.0	33.1	28.5	31.6
Fovissste	12.2	9.0	11.7	7.8	16.0	10.5	13.9	11.5	7.5	8.8	12.5	10.5	9.9
Banca	38.9	32.4	33.5	35.5	41.3	32.5	35.9	38.7	42.4	32.8	38.6	38.4	42.3
Total	85.1	64.4	75.4	76.2	99.1	72.8	84.0	80.7	85.8	66.6	84.2	77.4	83.8
Infonavit: créditos para adquisición por segmento (miles)													
Económica + Popular ²	72.1	51.3	61.3	69.8	87.5	63.0	72.9	59.1	83.0	54.4	71.2	58.4	60.7
Tradicional	21.7	14.1	19.0	19.0	21.5	13.8	17.4	18.7	18.7	13.9	19.0	18.4	22.3
Media	9.4	5.0	10.1	9.0	10.5	7.6	9.5	10.2	9.7	7.7	10.7	10.0	11.6
Residencial	2.3	1.2	2.1	2.1	2.3	1.7	2.2	2.3	1.7	1.6	2.3	2.3	2.9
Residencial Plus	0.5	0.2	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
Total	106.0	71.8	92.8	100.2	122.3	86.4	102.5	90.7	113.4	78.0	103.6	89.6	97.9

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México, CNBV, Infonavit, Fovissste y Asociación de Bancos de México (ABM).

²A partir de este periodo incluye créditos en coparticipación de la CNBV.

Cuadro 4.8 Indicadores trimestrales de financiamiento a la vivienda

Cartera de Crédito Vigente Banca Comercial													
Indice de Morosidad (%)	3.5	3.5	3.5	3.5	3.3	3.2	3.1	2.9	2.8	2.9	2.9	2.6	2.7

1: Considera a las empresas afiliadas y no afiliadas a la Cámara Mexicana de la Industria de la Construcción.

2: Incluye Viviendas nuevas y usadas.

Nota: Rangos de precio expresados en veces salario mínimo mensual (vsmm); Segmento Económico y Popular (118-200 vsmm); Tradicional (201-350); Media (351-750); Residencial (751-1,500) y Plus (1500 y más). SMM=1,943 pesos en 2013 en la zona "A".

Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI, Infonavit, Fovissste, Banxico.

Cuadro 4.9 Indicadores mensuales macroeconómicos

	S.15	O	N	D	E.16	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D
IGAE (var. % anual)	3.3	2.2	2.4	2.5	1.9	3.9	0.6	3.0	2.2	2.3	1.2	3.0	1.6	1.3	3.5	2.1
Vol. construc. real (var. % anual)¹	3.3	1.0	-1.4	-1.8	2.4	3.3	-1.7	3.5	2.6	3.0	-1.0	-0.2	1.1	3.1	4.1	1.8
Edificación	4.6	1.2	-0.1	-1.6	4.1	3.9	-2.4	6.3	4.7	6.7	1.1	2.7	3.4	7.2	8.4	4.3
Ingeniería civil y obra pesada	0.0	-0.2	-4.7	-1.3	0.1	1.5	2.1	-1.7	-8.2	-13.5	-17.8	-16.8	-14.5	-14.8	-12.9	-12.3
Trabajos especializados	2.9	2.2	-2.4	-4.6	-3.3	2.8	-4.4	-4.2	11.0	14.5	19.2	15.4	19.0	13.0	13.9	20.8
Empleo formal priv. total (IMSS)²	17,909	18,055	18,188	17,884	17,953	18,095	18,155	18,237	18,258	18,326	18,348	18,466	18,626	18,798	18,936	18,617
Variación % Anual	4.2	4.1	4.1	3.7	3.8	3.8	3.5	3.6	3.8	3.7	3.6	3.8	4.0	4.1	4.1	4.1
Salario medio de cotización³	305.3	304.3	305.9	306.7	318.2	317.7	315.6	314.8	319.6	318.8	321.8	320.9	316.6	315.3	317.4	318.7
Variación % Anual Real	1.5	1.7	1.8	1.9	1.1	0.9	1.2	1.0	1.3	1.5	1.0	0.8	0.7	0.5	0.4	0.5
Masa salarial real (IMSS var. % a/a)	5.8	5.8	6.0	5.7	5.0	4.7	4.8	4.6	5.1	5.3	4.6	4.6	4.7	4.7	4.6	4.6
Sal. mín. gral. (diario pesos nom.)	69.3	70.1	70.1	70.1	73.0	73.0	73.0	73.0	73.0	73.0	73.0	73.0	73.0	73.0	73.0	73.0
INPC (fin de período var. % anual)	2.5	2.5	2.2	2.1	2.6	2.9	2.6	2.5	2.6	2.5	2.7	2.7	3.0	3.1	3.3	3.4
TIIE 28 promedio (%)	3.3	3.3	3.3	3.4	3.6	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1	4.6	4.6	4.6	5.1	5.3	5.8
Tasa de interés 10 años (M10)	6.0	6.0	6.2	6.3	6.0	6.1	5.9	5.9	6.1	5.9	5.9	5.8	6.0	6.2	6.2	6.2

1: Índice de actividad industrial

2: Miles de personas

3: Pesos diarios nominales correspondiente al número de afiliados del Instituto Mexicano del Seguro Social

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México, Inegi, IMSS

Cuadro 4.10 Indicadores mensuales de construcción y vivienda

	S.15	O	N	D	E.16	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D
Empleo const.Total (IMSS miles)	1,554	1,571	1,561	1,445	1,471	1,497	1,490	1,512	1,525	1,542	1,551	1,577	1,582	1,604	1,602	1,491
Variación % a/a	7.5	5.7	4.7	3.0	3.2	3.1	1.9	1.9	2.6	1.7	1.0	1.6	1.8			
Ventas cemento (tons. var. % a/a)	12.7	5.0	1.2	0.0	0.8	3.2	-6.2	2.5	4.2	6.2	11.4	-1.0	0.7	2.6	-0.7	8.9
Cons. cemento (hab. var. % a/a)¹	12.7	5.0	1.2	0.0	0.8	3.2	-6.2	2.5	4.2	6.2	11.4	-1.0	0.7	2.6	-0.7	8.9
Precios construcción (var. % a/a)	4.1	4.6	4.6	4.4	3.8	3.8	4.5	4.4	5.1	6.0	6.7	6.5	6.9	7.2	7.3	8.7
Materiales (var.% a/a)	4.1	4.6	4.7	4.4	3.8	4.0	4.8	4.7	5.5	6.6	7.4	7.2	7.6	8.0	8.1	9.8
Mano de obra (var. % a/a)	3.9	3.8	3.8	3.8	3.1	2.0	2.5	2.5	2.7	2.7	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0	2.9
Alquiler de maquinaria (var. % a/a)	6.9	6.7	7.6	6.8	7.8	8.2	6.8	6.5	7.0	8.1	7.6	6.9	6.9	6.5	7.5	7.9

1: Se utilizó el volumen de producción de cemento.

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México, Inegi, IMSS

Cuadro 4.11 Indicadores mensuales de financiamiento a la vivienda

	S.15	O	N	D	E.16	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D
Créd. Vig. B. Com. (saldos mmp*)	537.8	546.5	555.6	564.1	572.9	577.4	583.8	586.9	592.9	598.3	607.1	612.5	623.2	631.8	644.5	655.0
Variación % anual	9.8	10.2	10.2	10.6	9.8	9.5	9.4	9.4	9.9	10.0	10.0	9.7	9.3	8.8	8.7	8.7
CAT (prom. pesos, tasa fija)	12.5	12.5	12.6	12.6	12.6	12.6	12.7	12.7	12.6	12.5	12.5	12.5	12.5	12.7	12.7	12.9

Nota: A partir de Marzo de 2013 las Sofoles hipotecarias se transformaron a Sofomes

* pesos de diciembre de 2016

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México, Conasami, INEGI, IMSS, CNBV

5. Temas especiales incluidos en números anteriores

Segundo Semestre 2016

La edificación productiva y su ciclo de apreciación
Aceleración de precios de la vivienda por mayores costos

Primer Semestre 2016

La evolución de los precios de la vivienda en conglomerados regionales de México
Metodología para evaluar la dependencia espacial de los precios de la vivienda
Crédito hipotecario fundamental en la demanda por vivienda
Infonavit mantiene estable su colocación de crédito

Primer Semestre 2015

Determinantes de los precios de la vivienda en México
La relevancia de las expectativas del consumidor en el crédito hipotecario
Plan Financiero Infonavit 2015-2019. Solidez financiera y mayor monto de crédito las características

Segundo Semestre 2014

Transmisión de política monetaria al mercado hipotecario
La menor tasa de referencia podría estimular la construcción de vivienda
Portabilidad hipotecaria

Primer Semestre 2014

La demanda por crédito hipotecario: empleo es la clave
La vivienda nueva una vez pasado el auge inmobiliario
Financiando la jubilación con activos inmobiliarios
Plan Financiero Infonavit 2014-2018. Enfoque en calidad

Agosto 2013

Las necesidades de vivienda a mediano plazo
La nueva política de vivienda: entre el corto y el largo plazo
La reforma financiera y el crédito hipotecario
Programa de subsidios Ésta es tu casa. Reglas de operación 2014
Empresas públicas de vivienda: ¿Un desenlace anticipado?
El impacto de la crisis de las desarrolladoras públicas

Enero 2013

La construcción no residencial es la estructura donde edifica el sector
Subsidios a la vivienda: de regreso a lo básico
¿Ha cambiado la construcción de vivienda en los últimos años?
Los cambios en la industria bajo la perspectiva de los constructores
Plan Financiero del Infonavit 2013 - 2017: Estrategias para los nuevos retos

Las versiones en español e inglés de *Situación Inmobiliaria México* y otros estudios están disponibles en la página www.bbva.com

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 / 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

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia

Análisis Macroeconómico
Rafael Doménech
r.domenech@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

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

Sistemas Financieros y Regulación
Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@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

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

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

Estados Unidos
Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

México
Carlos Serrano
carlos.serranoh@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

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

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Jorge Selaive
jselaive@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

Estas y otras publicaciones de BBVA Research están disponibles en inglés y en español en: www.bbvaresearch.com

Otras publicaciones:

