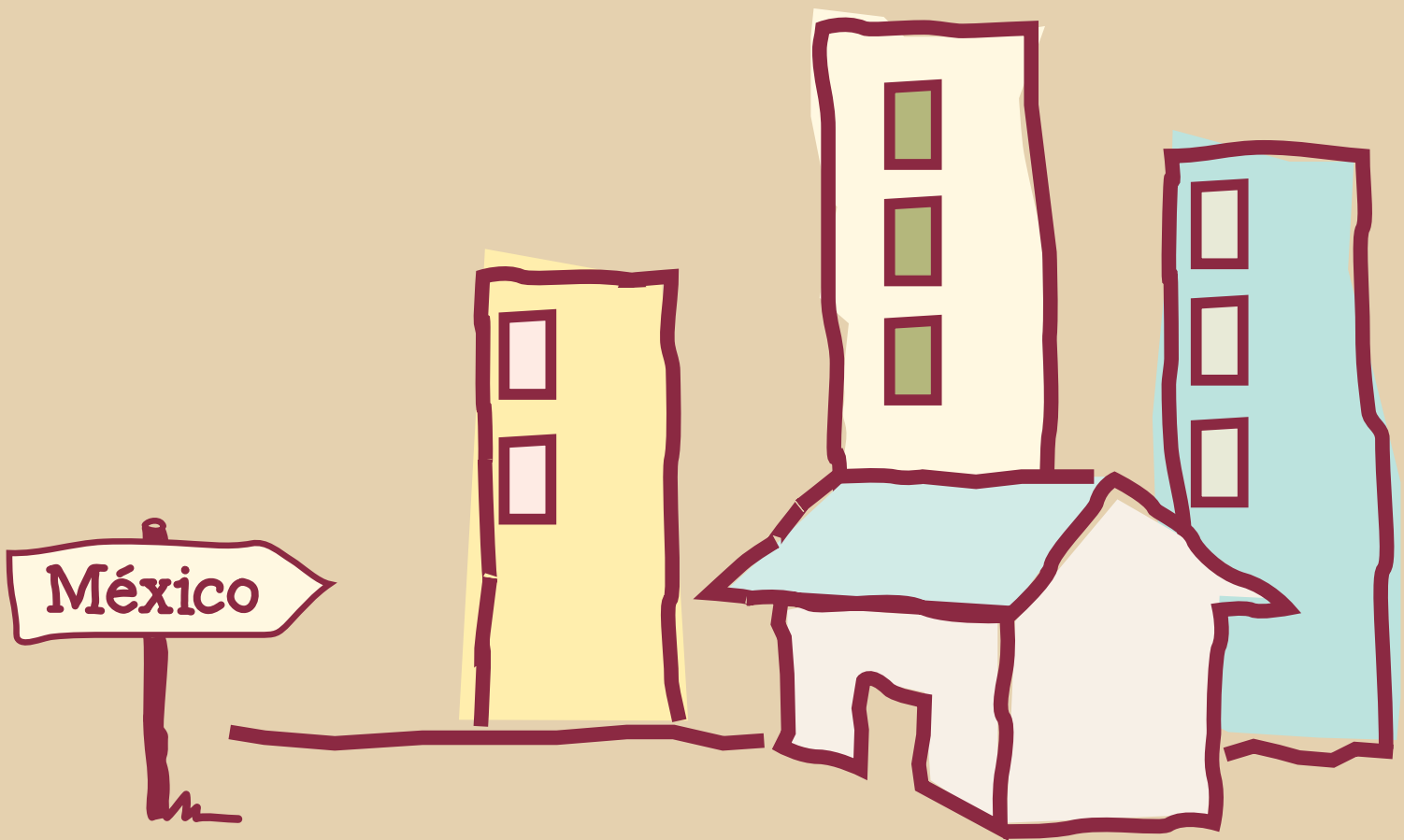


Situación Inmobiliaria

Servicio de Estudios Económicos

Septiembre 2008



El sector inmobiliario mexicano, de manera similar al resto de la economía, enfrenta diversos retos derivados de la coyuntura actual. La desaceleración de EEUU y su traslado al país, el encarecimiento en el precios de las materias primas —que afecta los costos de producción de vivienda y la capacidad de pago de las familias—, y de manera específica la persistencia de sobreoferta habitacional, que presenta cambios significativos con respecto a lo observado en 2007. Para intentar contestar a estos interrogantes y presentar sus perspectivas hemos incorporado en esta edición de *Situación Inmobiliaria México* un análisis sobre las perspectivas de los costos de edificación, del comportamiento de la sobreoferta desde una perspectiva regional y por segmentos y un artículo detallado sobre la estructura e impactos en el mercado de buratilizaciones hipotecarias ante la crisis del “*subprime*” en EEUU.

Cabe reiterar que consideramos que la presente coyuntura es una moderación cíclica y no un frenazo de la actividad inmobiliaria. En particular el sector de vivienda puede crecer este año por encima de la construcción y el promedio de la economía. Además, constantemente aporta señales de consolidación: el cumplimiento de metas de los organismos públicos, un ambicioso programa sexenal y adiciones al marco institucional —como las modificaciones a la ley que rige SHF—, mismas que aportan solidez y capacidad para que el sistema financiero en su conjunto continúe con el flujo de financiamiento.

A pesar de lo problemático de la coyuntura, no olvidamos temas estructurales que enfrenta el sector y que en estos momentos más que en otros cobran relevancia e invitan a seguir modernizando el marco institucional de esta rama de actividad. Como lo hemos comentado en otras ocasiones, es recomendable un replanteamiento del modelo de desarrollo urbano, lo que hemos denominado la “nueva etapa” que facilite una mejor sincronización de la oferta y la demanda de vivienda, esquemas que faciliten la generación de plusvalía, con desarrollos más integrales, con más y mejor calidad de infraestructura hacia el interior de los conjuntos y el exterior, que permitan una mejor interrelación con las necesidades de la población —centros de trabajo, entretenimiento, salud, educación, etc—.

En este contexto, para facilitar la nueva etapa en este número destacamos la importancia de ofrecer mejores “señales” para los agentes del sector. Dentro de estos uno de enorme impacto se refiere a una definición más consistente y de mayor frecuencia del déficit habitacional: confirmamos que existe un déficit remanente más difícil de cubrir, en concentraciones poblacionales más pequeñas, en muchos casos rurales, con fuerte presencia de economía informal y que implica poca experiencia crediticia. Además, aportamos otras aproximaciones al tema que pueden ofrecer una guía interesante de oportunidades de desarrollo de vivienda. De ahí la importancia de la búsqueda de esquemas más efectivos de subsidios para las familias de bajos ingresos. Otro de los temas que revisamos, se refiere a los costos indirectos —adquisición del suelo, fraccionamiento y urbanización, edificación y titulación de la vivienda—, revisamos su comportamiento a nivel regional y ofrecemos algunos elementos que permiten apuntar hacia los beneficios de un sistema federalista que reduzca estos costos y suavice las restricciones que en algunos casos enfrenta el desarrollo del sector.

Indice

Fecha de cierre: 12 septiembre 2008

Septiembre 2008

Coyuntura

Entorno Macroeconómico e Industria de la Construcción	2
Recuadro: Evolución de los Costos de la Construcción y sus Perspectivas	6
Evolución y Perspectivas del Mercado de Vivienda*	9
Una Vuelta al Tema de Sobreoferta de Vivienda*	12
Recuadro: Programa Nacional de Vivienda (PNV) 2007-2012	15
Comportamiento Reciente del Financiamiento a la Vivienda	17
Recuadro: Infonavit, Contrapeso al Ciclo Económico	20

Temas Especiales

¿Existe Actualmente un Déficit de Vivienda?...	21
Recuadro: Subsidios Gubernamentales a la Vivienda	32
Costos Indirectos a la Adquisición de Vivienda	34
Recuadro: Costos Indirectos a Través de Costos de Transacción	35
Mercado de Bursatilizaciones Hipotecarias en México	42

Apéndice Estadístico

Temas Especiales Incluidos en Números Anteriores

Han elaborado esta publicación:

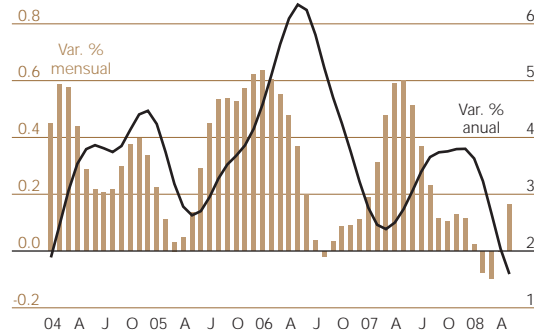
Editor: Adolfo Albo	a.albo@bbva.bancomer.com
Javier Amador	javier.amador@bbva.bancomer.com
Leonardo González	leonardo.gonzalez@bbva.bancomer.com
Octavio Gutiérrez	o.gutierrez3@bbva.bancomer.com
Ociel Hernández	o.hernandez@bbva.bancomer.com
Alma Martínez	alma.martinez@bbva.bancomer.com
Fco. Javier Morales	francisco.morales@bbva.bancomer.com
Cecilia Posadas	c.posadas@bbva.bancomer.com
Eduardo Torres	e.torres@bbva.bancomer.com
Diseño: Fernando Tamayo	fernando.tamayo@bbva.bancomer.com

Consejo Editorial:

Baralides Alberdi, Adolfo Albo, Eduardo Osuna, Víctor M. Requejo, Julio Sáenz, Ignacio San Martín, Isidoro Sánchez, Jorge Sicilia

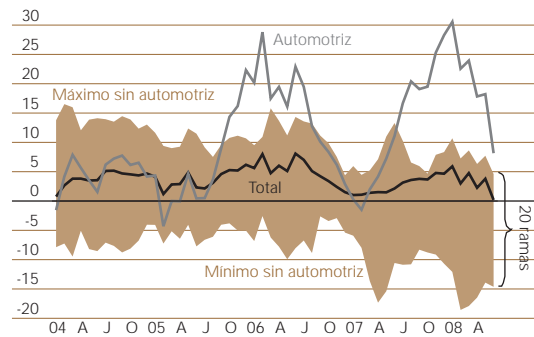
* Se agradece a Alejandro Morales y Laura Angulo de Hipotecaria Nacional en la recopilación e interpretación de información estadística

IGAE Tendencia



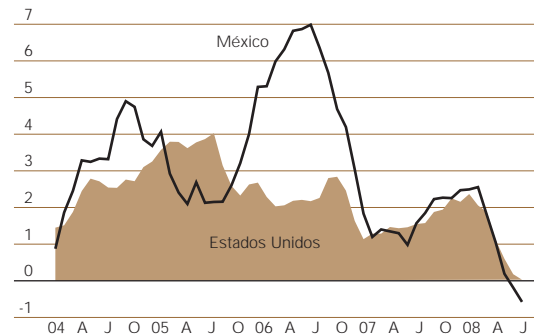
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Producción Manufacturera Variación % anual, ajustada estacionalmente



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Producción Industrial Variación % anual, ajustada estacionalmente



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI y Reserva Federal EEUU

Continuará la moderación el resto del año; síntomas de recuperación para el segundo semestre del 2009

Durante el primer semestre del año la actividad económica creció 2.7% —en series desestacionalizadas—, ligeramente por debajo del crecimiento anual de último semestre del año previo (3.8%). La economía se caracterizó por mostrar tasas de crecimiento en paulatina desaceleración en todos sus sectores: agricultura, industria y servicios. Las cifras del IGAE muestran una clara tendencia a la moderación iniciada a finales de 2007. Con base en la nuevas series (base 2003=100) es clara la moderación en la producción industrial en el primer semestre, lo que influyó para que la variación promedio trimestral de la primera mitad del año fuese cero.¹

En Estados Unidos, el desplome en el sector inmobiliario que en un principio no se había traducido aún en un ajuste fuerte en México en producción industrial y en empleo, ya lo empieza a hacer: la industria manufacturera ha decrecido en comparación anual en los últimos cuatro meses y el empleo no agrícola prácticamente no creció en los últimos meses. Por ahora, la incertidumbre sobre la fuerza de la recuperación de EEUU continúa dominando: si bien el consumo en aquel país ha recibido un impulso reciente por el regreso de impuestos a las familias, los incrementos en el precio de energéticos así como condiciones crediticias más adversas continuarán mermando la capacidad de compra de las familias. Los datos de aquel país apuntan a que se registrará una significativa desaceleración en lugar de una recesión severa: las estimaciones del BBVA sobre el ritmo de crecimiento del PIB en aquella economía para 2009 han pasado de 1.6% en abril a 1.0% en agosto.

Conviene destacar en este sentido, que dada la estrecha vinculación de México con Estados Unidos, la moderación industrial en aquel país ha implicado menor demanda por productos mexicanos particularmente en ramas distintas a la automotriz y con elevada participación industrial, como fabricación de equipo de computación y accesorios electrónicos y productos metálicos, entre otros. Mención aparte merece la industria automotriz, cuya dinámica ha sido determinante en los últimos años para sostener el crecimiento de la manufactura. Baste decir que del crecimiento anual de las manufacturas en el primer semestre (3.3%), la rama de equipo de transporte contribuyó con 3.5 pts mientras que la contribución al crecimiento del resto de las ramas fue negativa (-0.2 pts).

Entre los componentes de la demanda, la información disponible hasta ahora en México apunta a que la demanda interna mantiene aportación al crecimiento importante: el consumo privado apenas moderó su ritmo de expansión (4.3% y 4.1% en series desestacionalizadas en el 4T07 y 1T08, respectivamente). Por su parte, la demanda por nuevas inversiones con un crecimiento de 3.9%, muestra síntomas de desaceleración desde mediados de 2006: la

1 Como se informó en su oportunidad (Observatorio del PIB del 29 de abril de 2008), el INEGI publicó nuevas estimaciones del PIB. La reestimación del PIB incluye un cambio de año base (2003 en vez del anterior 1993) con una nueva clasificación de la información. Uno de los resultados más relevantes es que con los nuevos datos hay algunos cambios en la estructura y dinamismo de los sectores con mayor peso en actividades primarias y secundarias, y menor en terciarias. Para la nueva clasificación de las actividades económicas sólo existen publicados datos a partir de enero de 2003 por lo que la serie antigua no es estrictamente comparable.

aportación de este componente al PIB ha pasado de 2.3 pts a 0.8 pts en los últimos ocho trimestres. Entre los componentes de la demanda interna, el consumo privado es probablemente el que se vea mayormente afectado en los trimestres próximos, esto derivado del deterioro paulatino en masa salarial —tanto por volumen del empleo como por salarios reales— así como por factores como la estabilización en el ritmo de expansión del financiamiento al consumo. Para 2008 estimamos que el ritmo de creación de empleos se moderará de 530 mil nuevas plazas en el sector privado formal en 2007 a cerca de 480 en el presente año.²

Por lo antes señalado, la perspectiva de un entorno económico más adverso ha implicado en los últimos meses una revisión a la baja en la perspectiva de crecimiento para México en 2008 y 2009 (ver Situación México 2T08); actualmente estimamos una expansión del PIB para el presente año de 2.3 y próxima a 2.0% en 2009.

Presiones inflacionarias en el corto plazo, mejor panorama a partir del segundo trimestre del 2009

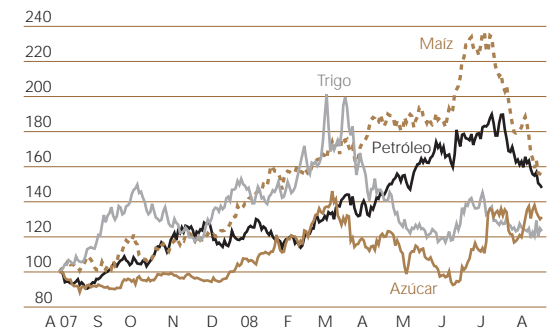
Desde finales de 2007 y particularmente en el primer semestre de este año, cotizaciones internacionales en precios de alimentos —principalmente granos y pecuarios— así como de energéticos, registraron alzas muy importantes en sus cotizaciones. Estos incrementos han tenido su origen tanto en factores relacionados con el abasto por conflictos geopolíticos —particularmente en el caso del petróleo— y climáticos —recientes incrementos en precios de maíz se relacionan con expectativa de menor cosecha en EEUU— así como con factores de demanda entre los que destacan el uso de insumos biocombustibles en la industria y el cambio en la dieta mundial, particularmente en países como China y la India que han implicado presiones de demanda importantes.

Al igual que en el caso del crecimiento, en inflación persiste una gran incertidumbre sobre la evolución futura; existen dudas sobre el comportamiento de los precios internacionales de alimentos y energéticos; por la magnitud del choque, así como su duración. Aunque existen síntomas que apuntan a menores presiones en 2009. No obstante que la desaceleración económica principalmente en países desarrollados apuntará a una menor demanda agregada —limitando el incremento de precios—, por otro lado, es previsible que continúe creciendo la demanda de emergentes aunque a menores tasas, tanto para consumo humano como insumo para productos pecuarios así como para la fabricación de biocombustibles; resulta pertinente recordar que El Banco Mundial estima que 70% en la variación del precio de granos es atribuible a su mayor demanda para producción de etanol.

Las presiones internacionales han dominado la dinámica de la inflación. Cabe mencionar que eliminando los efectos de inflación en alimentos y energía, es decir, alimentos procesados, pecuarios y administrados del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), la inflación se situaría en 3.6% anual en vez del 4.9% observado en julio. Para el futuro cercano, en la medida en que la desaceleración de

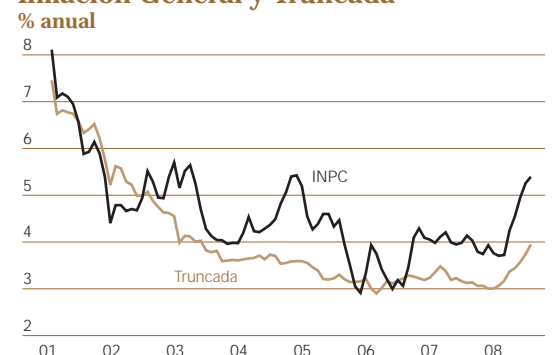
² La estimación de empleo toma ya en cuenta recientes revisiones en el número de incorporaciones al empleo formal privado realizadas por el IMSS: en la serie anterior se reportaban 756 mil 352 nuevas plazas en 2007 mientras que en la nueva serie el número es de 529 mil 216 plazas en el mismo período. En promedio la corrección implicó 223 mil plazas menos anuales en cada mes.

Cotizaciones Internacionales: Petróleo y Alimentos Seleccionados 1 agosto 2007 = 100



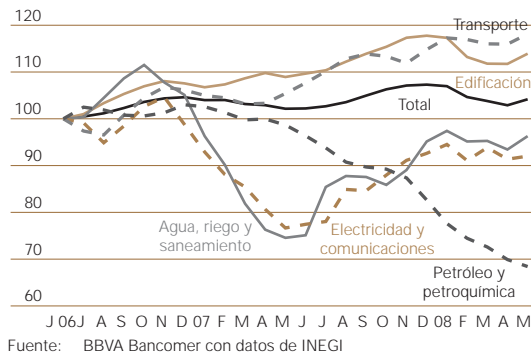
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

Inflación General y Truncada*



* Alimentos, pecuarios y administrados
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Ind. de la Construcción: Componentes
Índices junio 2006 = 100, ajustados estacionalmente



la economía sea más evidente se podría perfilar una disminución de la inflación anual. Asimismo, las expectativas inflacionarias de largo plazo se mantienen ancladas en torno a 3.5% y las negociaciones salariales permanecen contenidas. Los riesgos se concentran en revisiones más severas en precios públicos hacia finales de 2008 y principios de 2009. Aún así, prevalecen riesgos de corto plazo sobre la inflación que nos han conducido a revisar la trayectoria de inflación a la alza, situación reconocida también por Banxico. Esperamos una inflación anual de 5.8% para el cierre de 2008 y de 3.6% para 2009.

Aumenta el peso relativo de la edificación a pesar de su moderación

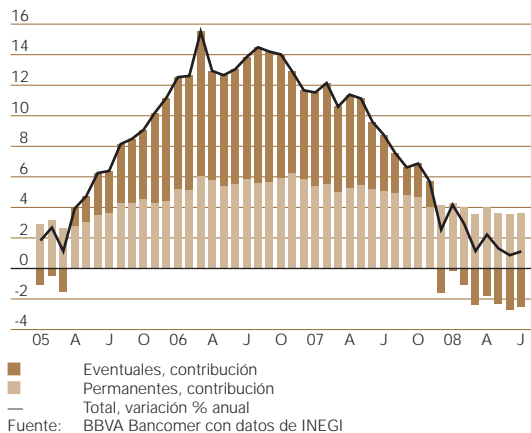
La industria de la construcción no estuvo exenta, en la primera mitad del año, a la moderación en su ritmo de expansión. El crecimiento, en tasa anual de la industria de la construcción ha pasado de 8% en 2006 a 3.0% en 2007 y prácticamente 0% en el segundo trimestre del presente año.

Por componentes, destaca por la fuerza de su contracción los componentes de petróleo y petroquímica³, con contribución negativa al crecimiento de la industria desde finales de 2006 e "in crescendo". Como consecuencia, este componente es el que ha perdido en mayor medida contribución en la industria: entre 2004 y el primer semestre de 2008 su participación en el valor agregado de la producción industrial pasó de 18.4 a 15%. Situación contraria observamos en el caso de la edificación⁴ cuya participación pasó de 48.8 a 54.9% de la industria en los mismos periodos. Así, el componente de edificación se ha consolidado como motor de la industria de la construcción creciendo en términos reales por arriba del agregado consistentemente desde mediados de 2006.

A pesar de la mejor dinámica de la edificación, cabe destacar que en todos los componentes de la construcción se ha observado moderación en los últimos meses. Esta situación ha sido ya evidente también en la creación de empleos en la industria, donde la incorporación de trabajadores eventuales (55% del total del empleo) ha mostrado variaciones anuales de crecimiento negativas desde diciembre: para el mes de julio el IMSS reportó cerca de 30 mil empleados temporales menos que en el mismo periodo del año pasado, y si bien se crearon cerca de 44 mil empleos permanentes en la industria, el saldo neto de creación de empleos es de apenas 13 mil empleados, muy por debajo de los 95 mil trabajadores incorporados anualmente en promedio en 2007.

En la perspectiva para la construcción en los siguientes meses, será determinante el avance en la obra pública anunciada como parte del Programa Nacional de Infraestructura (PNI). En dicho programa, anunciado en el contexto de las políticas fiscales contracíclicas por el Gobierno Federal para afrontar la actual moderación de la economía, se planea una inversión que ascienda a 2,532 mmdp (de 2007) entre 2007 y 2012 (equivalente a 3.7% del PIB cada año). La distribución uniforme de este monto, implicaría una inversión por trimestre de en

Empleo en la Construcción



3 Datos de producción industrial.
4 Como parte de la edificación en la Encuesta de Empresas Constructoras se considera la obra en vivienda uni y multifamiliar, escuelas, edificios para oficinas, edificaciones comerciales y de servicios, edificaciones industriales en general, hospitales y clínicas y edificaciones para recreación y esparcimiento.

torno a 106 mmdp, sin embargo, al primer trimestre se habían ejercido 10 mil millones de pesos. Estos retrasos en el inicio de obra pública han sido atribuidos a procesos de regulación en las dependencias correspondientes, que se han constituido como “cuellos de botella” por lo que no descartamos que una vez agilizados los procesos de licitación, la inversión en infraestructura sea un motor de crecimiento y amortiguador de la moderación económica. Por el contrario, el mayor retraso en el ejercicio de estos proyectos tendería a mermar la solidez interna de la economía.

Un factor a considerar y que puede ser relevante en los siguientes meses como lo fue en el primer semestre del año —ver recuadro sobre la evolución de los costos de construcción y sus perspectivas— se trata del efecto que los altos precios de materias primas a nivel internacional puedan ejercer en los costos de edificación. Baste recordar que el subíndice de “materiales de construcción” del INPP reportado por Banxico muestra una inflación anual de 12.7% en el 2T08. A su interior han destacado insumos como “productos de alambre” para los que la inflación en el mismo periodo promedia 46.8%. Si bien, como fue mencionado en el caso de la inflación en alimentos, el origen de estas dinámicas inflacionarias es externo, no descartamos que hayan incrementado el costo al productor y que este sea trasladado en alguna medida en los subíndices de vivienda del INPC.

Perspectivas: la construcción seguirá siendo un amortiguador de la actividad

Por ahora, los principales riesgos para la actividad económica está en la dinámica del entorno externo, tanto en la actividad económica como en la magnitud y duración de las presiones inflacionarias. En el escenario central consideramos que la moderación de la economía continuará en el segundo y tercer trimestres del año en un entorno presionado por inflación general y subyacente. En este contexto, la industria de la construcción será clave para amortiguar la moderación como uno de los pilares de la demanda interna.

Pronósticos Macroeconómicos

	2007 ^a	2008				2008 ^a
		I	II	IIIe	IV	
PIB (variación % anual)	3.2	3.3	2.1	1.8	2.0	2.3
Empleo (mdp, fdp)	556.2	450.8	328.9	277.0	267.3	331.0
Inflación (fdp, %)						
General	3.97	4.25	5.26	5.61	5.78	5.04
Subyacente	3.99	4.34	5.02	5.26	5.04	4.83
Tasas de interés (fdp, %)						
Fondeo bancario	7.22	7.50	7.75	8.25	8.25	7.84
Cetes 28 días	7.19	7.48	7.78	8.22	8.22	7.81
Bono 10 años	7.84	7.49	8.74	8.45	8.38	8.23
Tipo de cambio (ppd, fdp)	10.94	10.64	10.31	10.30	10.24	10.41

a Promedio anual
e estimado a partir del 3er. trimestre 2008
mdp miles de personas
fdp fin de periodo
ppd pesos por dólar
Fuente: BBVA Bancomer

Evolución de los Costos de la Construcción y sus Perspectivas

El sector de la construcción en México no ha sido ajeno al encarecimiento internacional de materias primas. Según el Banco de México, el incremento en los costos de la construcción a julio de 2008 fue 8.81% anual promedio, el doble a la inflación general observada en dicho lapso (4.45%). Más aún, la tendencia en lo que va del año en la variación del Índice de Costos de Construcción (ICC) ha sido de alza (13.3% anual en julio). Esta situación impone retos para los constructores que —además de asumir mayores costos— deberán hacer frente a un menor ritmo de actividad económica a la de un año atrás.

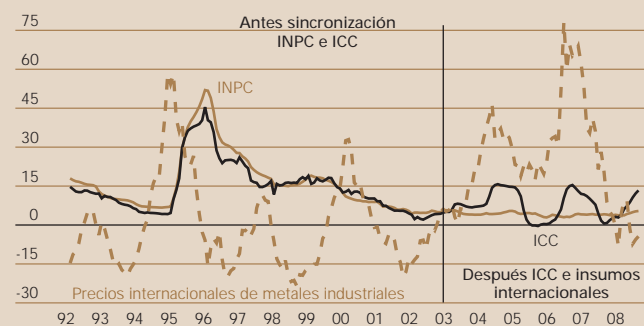
La coyuntura de mayores costos y debilidad en la demanda hace crítico que los constructores realicen una administración más eficiente de sus recursos y pongan especial atención en sus proyecciones para los próximos años. En vista de ello, a continuación destacamos los principales factores que han determinado los costos de construcción en los últimos años, así como el rumbo que pudieran tomar éstos hacia adelante.

Costos de construcción cada vez más vinculados a factores internacionales

Antes de 2003, la evolución en los costos de construcción se aproximaba a la dinámica inflacionaria del país. Esto nos sugiere que factores comunes influenciaban la determinación de ambos precios en la economía.

INPC, ICC y Precios Internacionales

Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México y FMI

Los elevados niveles de inflación prevalecientes antes de 2003 generaban “distorsiones” en los mercados de forma tal que la determinación de los precios de insumos para la construcción pudiera haber recogido más la incertidumbre sobre costos y las expectativas de una alta inflación, que la escasez relativa de dichos materiales de construcción. Esto explicaría que la inflación en el ICC se sincronizará más al INPC —antes de 2003— que a las referencias internacionales de precios.

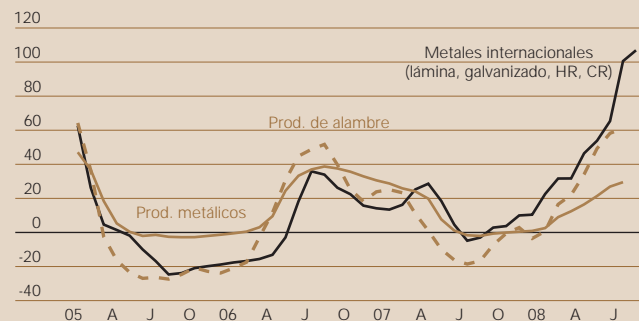
Una vez que la inflación general se estabiliza en torno a los rangos establecidos por Banxico —durante 2003—, las variaciones en los costos de la construcción empezaron a asemejarse a las fluctuaciones observadas en las cotizaciones internacionales. Esta evidencia sugiere que los precios domésticos de materiales de construcción reflejan mejor las condiciones de oferta y demanda: por ejemplo, el alza registrada en el ICC en 2004 y 2006 corresponde a mayores costos de referencia de materiales junto a una boyante demanda ante la expansión de la edificación de vivienda. En contraste durante 2005 y 2007, la moderación en las cotizaciones internacionales se trasladó en una menor inflación para constructores en el país.

De esto se desprende que el manejo prudente de las políticas fiscal y monetaria en el país seguirá contribuyendo para que las fluctuaciones en los costos de construcción sigan reflejando las condiciones —internacionales y locales— de oferta y demanda de insumos.

Mayores inflaciones en materiales de construcción relacionados a insumos metálicos y energéticos

En fechas recientes se han registrado importantes alzas en los precios internacionales de productos metálicos y energéticos que se manifiestan en diferencias de inflación al interior de la construcción en México. Así, la dinámica reciente de precios internos responde más a factores internacionales de oferta que a una mayor demanda interna. En julio, los productos internacionales de hierro aumentaron 106% anual (v.gr. lámina rolada en frío y caliente, galvanizada y alambre), el cobre lo hizo en 5.3%, aluminio 12% y acero 66%. Gran parte de esto se debió al encarecimiento mundial de energéticos —incrementos anuales de 79.9, 167.4 y 78.2% en el WTI, carbón y gas natural—.

Inflación en Costos de Metales para Construcción % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Inflación de Materiales de Construcción

Variación % anual; promedios

	2007	1T08	2T08	Julio
Materiales	4.9	6.3	12.3	16.0
Minerales no metálicos	4.1	6.5	7.0	6.3
Cemento y concreto	3.1	5.4	4.6	7.4
Aglutinantes	3.4	6.1	7.0	8.3
Yeso	5.2	7.4	7.7	8.2
Artículos a base de arcilla	5.8	4.0	4.3	4.8
Ladrillo y tabique	6.5	4.5	4.8	5.2
Prod. a base de concreto	4.6	4.1	4.2	3.8
Partes estruc. de concreto	5.4	6.0	7.8	9.0
Otros productos de concreto	4.8	3.5	4.7	6.2
Otros art. de min. no met.	3.4	0.5	1.3	1.9
Productos de madera	3.5	3.2	3.8	4.0
Triplay	-0.1	4.3	4.6	4.0
Pinturas y similares	1.7	2.8	4.6	6.3
Pinturas vinílicas	1.2	0.4	2.3	3.6
Impermeabilizantes	1.7	4.2	6.2	7.3
Productos de plástico	-0.7	-0.2	3.5	5.6
Tubos de plástico	4.2	2.0	5.6	7.9
Otros productos químicos	13.7	3.2	7.0	16.2
Productos metálicos	8.7	8.0	21.6	29.5
Estructuras metálicas	4.5	11.0	33.1	48.5
Productos de alambre	-0.8	13.1	47.2	61.1
Varilla	-1.4	12.9	45.5	59.3
Equipos eléctricos	8.7	5.1	4.7	5.7
Bombas de agua	9.5	7.1	6.4	7.4
Accesorios eléctricos	9.7	7.7	8.2	6.8
Cable eléctrico	6.2	8.1	8.7	7.3
Muebles y accesorios	7.5	5.1	7.0	6.9
Sanitarios	6.9	4.8	6.2	6.0
Otros mat. y accesorios	3.8	5.6	12.4	15.5
Vidrio	4.5	5.7	6.4	4.5

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

En México, este entorno se ha traducido en inflación en costos mayor en productos metálicos (29.5% anual en julio) y de alambre (61.1%), particularmente en estructuras metálicas con 48.5% y varilla con 59.3%. Otros insumos que observan relativas presiones de alza son productos químicos —asfalto, plásticos e impermeabilizantes—, así como cables eléctricos.

Componentes de Costos de Construcción

Variación % anual; promedios

	2007	1T08	2T08	Julio
ICC	4.7	5.8	10.5	13.3
Materiales	4.9	6.3	12.3	16.0
Alquiler de maq. y equipo	2.6	2.5	2.6	2.9
Remuneraciones	4.2	4.1	3.7	3.3

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Respecto a los demás componentes de costos destaca que: (1) el resto de los materiales presentan incrementos aún contenidos con excepción de los derivados del petróleo; y (2) los costos por alquiler de maquinaria y

por remuneraciones presentan incrementos reducidos —próximos a 3%— que son acordes al ciclo de menor crecimiento en la economía y, en particular, a la tendencia de desaceleración en la industria de la construcción que se observa en el año.

Potencial rumbo de los costos para la construcción

En los próximos meses, la evolución de los costos para la construcción estará sujeta a múltiples factores que afectan a los precios en diferente sentido y que —en última instancia— implican mayor incertidumbre sobre su potencial trayectoria. No obstante, estimamos que continuarán dominando en su dinámica aquellos factores vinculados a la oferta internacional de insumos más que a la demanda interna. En particular aquellos materiales de construcción vinculados al ciclo internacional de costos energéticos serán más susceptibles a presentar los mayores ajustes en 2009 —v.gr. metales y químicos—, en donde el principal riesgo interno se asocia a un ajuste de alza en precios administrados energéticos —electricidad alto consumo, gas natural, e insumos petroquímicos.

Hasta ahora, la inflación del ICC ha registrado ciclos regulares desde 2003, en donde los “picos” de su inflación anual han sido hasta 15.7% y los “valles” de hasta -0.4%. Destaca que la duración entre inflación máxima —“picos” — y mínimos —“valles” — ha sido entre 12 y 14 meses. Atendiendo a esta regularidad y bajo el actual ciclo de costos, la inflación máxima de insumos —hasta 15% anual— pudiera registrarse en el último trimestre del año y empezar su ciclo de bajada paulatina al cierre de 2008. De continuar este patrón, los costos de materiales de construcción disminuirían a lo largo de 2009 de forma tal que promediarían un alza próxima a 5.5% anual. Incluso, estos factores cíclicos nos apuntarían a inflaciones anuales en costos de construcción menores a la inflación general —medida con el INPC— durante un par de trimestres de 2009.

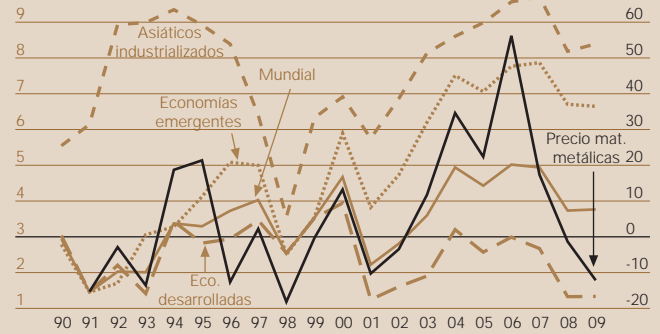
Por lo pronto, en caso de no observarse una sorpresa adicional en los mercados internacionales, en los próximos doce meses pudiéramos empezar a observar reducciones en la inflación anual hacia rangos de 8.8% promedio en productos metálicos —vs. 29.5% anual actual— y de 15.2% en alambre —vs. 61.1% actual—. En contraste, los precios de productos de origen petroquímico —tubos de plástico, canaletas, asfaltos, pinturas vinílicas, etcétera— pudieran seguir aumentando el resto de este año y disminuir su encarecimiento anual hasta el segundo trimestre de 2009. Para el caso de cementos y productos de

concretos los ajustes a la baja serían discretos y pudieran responder en 2009 a ciertas presiones de alza en caso de acelerarse el gasto público en infraestructura.

A pesar de lo anterior, la regularidad en el ciclo de costos de construcción pudiera romperse en caso de prolongarse las alzas mundiales de acero que hemos visto en fechas recientes, lo cual pudiera detonarse por un crecimiento internacional elevado —no visto actualmente— y, paralelamente, a un encarecimiento del insumo energético. Esto llevaría a que la baja sea mucho más discreta a los pasados ciclos de forma tal que el promedio de inflación anual pudiera ubicarse entre 7 y 9% en 2009.

Si bien este es un escenario que no puede descartarse, por lo pronto la evidencia internacional apunta a menor dinamismo en la actividad económica. Los riesgos de una mayor desaceleración internacional se han incrementado no sólo para EEUU, sino también para otras economías desarrolladas y emergentes. Esta situación llevará a restar presiones de alza para la demanda internacional de insumos productivos, en especial de aquellos destinados a bienes duraderos —como metales para la industria automotriz y construcción—. Así, los determinantes externos de los costos de la construcción apuntan a menores presiones para 2009.

Crecimiento del PIB por regiones e Inflación
Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de FMI

Por su parte, los determinantes internos también permitirán una baja en las cotizaciones de materiales de construcción para 2009 al registrarse recientemente un bajo crecimiento de la demanda de insumos por la industria de la construcción. Si bien es previsible un repunte en este sector debido a obras de infraestructura pública, este aumento será parcialmente compensado por el menor impulso en otras edificaciones de carácter privado que se aproximan al ritmo del ciclo mundial.

Octavio Gutiérrez

o.gutierrez3@bbva.bancomer.com

Evolución y Perspectivas del Mercado de Vivienda Durante el 2008

Tras un periodo de fuerte expansión y consolidación en los últimos años, en 2008 el sector inmobiliario se ubica en un proceso de ajuste, donde lo importante será anticipar las tendencias del mercado para aprovechar las oportunidades con mayor potencial. Factores como la desaceleración del ciclo económico, algunas presiones inflacionarias y una recuperación más lenta para la economía de EEUU de lo esperado originalmente, cobran importancia a lo largo del año y obligan a replantear las expectativas del mercado inmobiliario hacia tasas de crecimiento menores, pero aún significativas.

Vista desde una perspectiva general, el mercado inmobiliario muestra un ajuste acorde con el proceso de desaceleración de la economía; si bien con diferencias entre segmentos y regiones. Por ejemplo, en los estratos de menor y mayor valor la contracción resultó más significativa que en el medio; en parte por la mayor flexibilidad para el financiamiento, por la mejora de los últimos años en condiciones de accesibilidad y por la propia demanda de ese segmento. Infonavit por ejemplo, el mayor colocador de créditos a nivel nacional, mantiene la meta de otorgar 500 mil financiamientos en 2008, donde destaca la expectativa de un crecimiento del orden de 24% en esquemas de co-financiamiento y de 15% en créditos hasta de 3 veces el salario mínimo (vsm). También regionalmente se observan diferencias, con el mayor impacto en las plazas ligadas a EEUU —frontera norte y playas—. De modo que, aún en el contexto actual, la perspectiva del mercado inmobiliario presenta luces y sombras, lo relevante es identificarlas y cuantificarlas, por segmento¹ y por región.

Viviendas de bajo valor²: redimensionamiento del mercado

En el mercado de las viviendas de menor valor, es decir "A" y "B", se observan cambios importantes en los últimos tiempos. En el primer caso una contracción en las ventas desde inicios de 2007, que revela un redimensionamiento del mercado; en el informe de avance crediticio del Infonavit de julio, éste segmento era el que menor progreso registraba respecto a la meta anual. Dicho rezago se presenta a pesar de la posibilidad de obtener subsidios para la población que perciben ingresos menores a 2 vsm.

Existen factores de demanda y de oferta que explican la contracción en el segmento "A". Primero, hay señales de un cierto grado de saturación del mercado. Si bien en los estratos salariales más bajos se concentra un alta proporción de la fuerza laboral (cerca de un tercio de los trabajadores en el sector formal recibe menos de 2 vsm) lo importante es la accesibilidad o la capacidad de pago para adquirir vivienda. La mayor parte del déficit remanente de vivienda se concentra en áreas rurales —ver artículo sobre el déficit de vivienda—, donde el empleo formal es escaso y el ingreso corriente es comparativamente más bajo.³

Segundo, la desaceleración de la economía, especialmente en los estados vinculados a EEUU, tiene implicaciones negativas sobre el ritmo de creación de empleos y la evolución de los salarios. Está también presente el proceso inflacionario actual, impulsado principalmente por

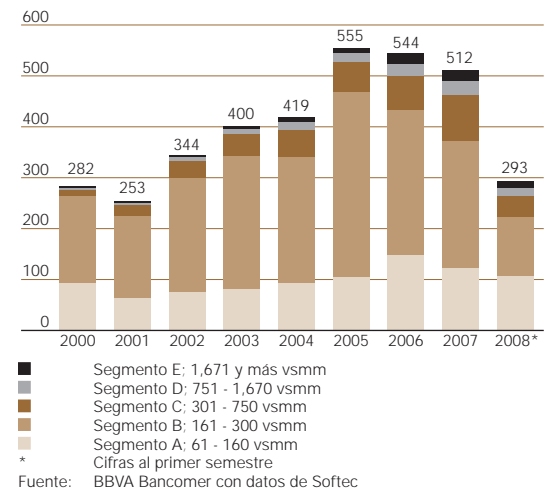
1 A lo largo del texto se identifican los segmentos "A", "B", "C", "D" y "E" como viviendas social, económica, media, residencial y residencial plus, respectivamente.

2 Cuyos precios son menores a 260 mil pesos y de 261 a 480 mil pesos, respectivamente.

3 De acuerdo con la Encuesta Ingreso-Gasto (EINGH) de 2006, los hogares en localidades rurales representan el 22% del total de hogares en el país, y su ingreso corriente monetario es apenas la mitad del que perciben en promedio los hogares en zonas urbanas, respectivamente.

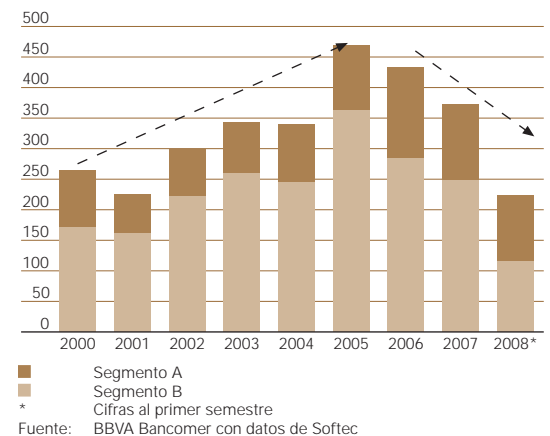
Ventas Totales de Vivienda por Segmento

Miles de unidades anuales



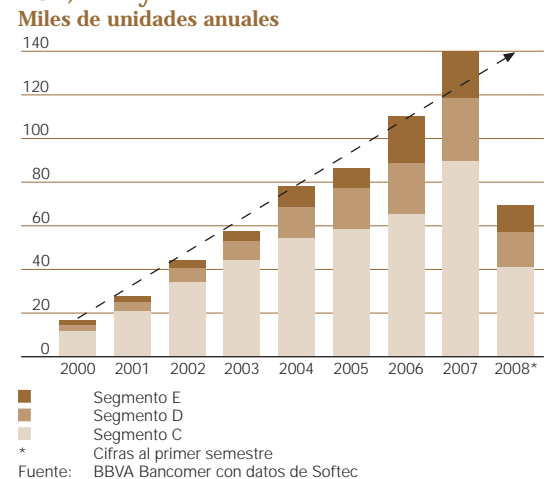
Ventas de Vivienda Segmentos "A" y "B"

Miles de unidades anuales



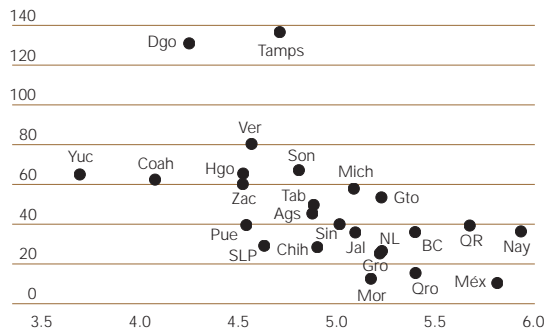
Ventas de Vivienda Segmentos "C", "D" y "E"

Miles de unidades anuales



¿Influyen los Precios en las Metas de Crédito del Infonavit?

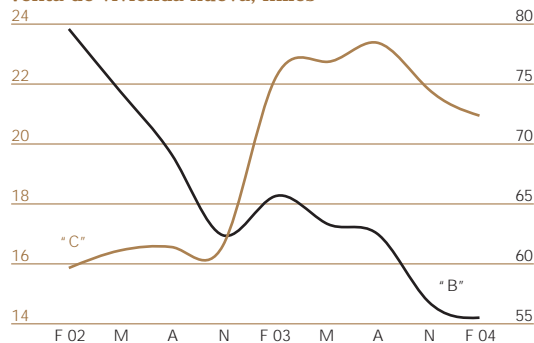
Segmento A: % de avance en meta de financiamiento* vs. precios/m2, cifras al 1S08**



* Respecto a la meta anual, en financiamientos para cajón salarial de hasta 2 salarios mínimos
 ** Para los precios por metro cuadrado son cifras a mayo
 Fuente: BBVA Bancomer con datos de Infonavit y Softec

El Mercado Avanza Hacia Viviendas de Mayor Valor

Venta de vivienda nueva, miles



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Softec

En el Mercado de Altos Ingresos Influye el Ciclo en EEUU

Venta de viviendas nuevas, miles



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Softec

alimentos, que tiene un mayor impacto en los deciles de ingreso más bajos, al destinar una mayor proporción a estos bienes. Así por ejemplo, de enero a agosto de 2008 la inflación general promedió 4.7%, pero, para la población con ingresos de hasta 3 vsm fue de 5.5%.

Por el lado de la oferta, el encarecimiento de la tierra comienza a ser una restricción. La escasez de suelo con servicios públicos a precios competitivos, así como restricciones de orden jurídico —limitantes a esquemas de construcción— derivan en desarrollos relativamente alejados de los centros urbanos, lo cual tiende a encarecer la provisión de servicios —luz, agua, transporte, seguridad y recolección de basura, entre otros—. La limitante que implica el precio de la tierra —y en todo caso, los costos de construcción— para la oferta en el segmento de vivienda “A” cobra aún mayor relevancia cuando se analizan los resultados de la colocación de créditos del Infonavit por entidad federativa. En diez de las 32 entidades del país⁴, el avance en el programa respecto a la meta anual rebasaba el 50% al cierre del primer semestre; en la gran mayoría de los casos, el común denominador es que el precio por metro cuadrado es comparativamente bajo respecto al resto del país. Dado que los costos de materiales, mano de obra y renta de equipo tienen poca variación a nivel regional, la variable que puede hacer diferencias importantes en el costo de edificación y por consiguiente en los precios por metro cuadrado, es el precio de la tierra.

Acerca del segmento “B”, las ventas también se han reducido pero la explicación en este caso podría ser algo diferente. Las modificaciones al esquema de financiamiento del Infonavit, que amplían los montos y hacen más flexible la comprobación de ingresos permiten a las familias acceder a viviendas de mayor valor que en el pasado, además de la propia demanda. Ello podría explicar el hecho de que mientras las ventas en este segmento van a la baja, en el siguiente, “C”, van en aumento.

Desaceleración: en estratos de altos ingresos y en regiones vinculadas con EEUU

Para los segmentos de vivienda de mayor valor, “D” y “E”, la evolución del mercado ha comenzado a dar señales de un ajuste a la baja en las ventas durante la 1er mitad del 2008. Ambos siguen una tendencia similar y muestran que el crecimiento prácticamente se detuvo a mediados de 2007, lo cual coincide con la crisis hipotecaria en EEUU, pero conviene hacer diferencias. Si dentro del segmento “E” se separan las ventas en las ciudades típicamente orientadas a residentes extranjeros, que se ubican particularmente en zonas de playa (Los Cabos, Cancún, etc.), se observa que su caída en ventas ha sido consistente desde la segunda mitad del 2007. Por su parte, el mismo segmento, en el D.F., Estado de México, Nuevo León (Monterrey) y Jalisco (Guadalajara) —que en conjunto representan alrededor de 75% del mercado, una vez que se excluyen los destinos para residentes extranjeros—, la evolución de las ventas mostró incluso una moderada tendencia de alza hasta el cierre de 2007 y la desaceleración comenzó a manifestarse en el presente año. Los meses de inventario, que muestran el tiempo estimado para agotar la oferta disponible de vivienda nueva, son otro indicador que confirma las diferencias entre ambos mercados. Por ejemplo, mientras que para el D. F. dicho indicador fluctuaba en el 2do trimestre entre 9 y

4 Coahuila, Durango, Guanajuato, Hidalgo, Michoacán, Sonora, Tamaulipas, Veracruz, Yucatán y Zacatecas.

11 meses, para Puerto Vallarta, Nuevo Vallarta, Los Cabos y Cancún, el rango era 17 a 25 meses.

Pese a ello, debe mencionarse que el mercado para inversionistas del exterior está lejos de haber perdido su atractivo por su potencial de mediano plazo. Basta considerar que en 2007 se comercializaron cerca de 12 mil unidades con un valor aproximado de 7 mil millones de dólares, lo que representa el 13% de la inversión inmobiliaria total del país. Su tamaño continúa siendo relativamente pequeño con respecto al dinamismo de EEUU en donde se comercializaron alrededor de 1 millón de viviendas de este tipo al año y en Canadá 50 mil. Por ello, se considera que es un mercado con amplio potencial: hay 9 mil kilómetros de playa y sólo se han desarrollado 200 km. En los últimos años han mostrado una fuerte expansión, sobre todo los ubicados al norte y occidente de México. Elsto se explica por la demanda de norteamericanos retirados y con alto ingreso —*baby boomers*—, que consideran esta zona ideal para su retiro por diversas razones, como el clima, precio, hospitalidad, distancia con respecto a sus lugares de origen, etc. Dentro de este mercado destaca Los Cabos por lo elevado de sus precios: mientras que el promedio del valor por metro cuadrado en ciudades de playa a nivel nacional promediaba alrededor de 30 mil pesos, en dicha plaza fue de 43 mil pesos.

Otro elemento que nos pudiera orientar sobre lo que está ocurriendo en los segmentos preferidos por los norteamericanos es el flujo de inversión destinado a desarrollar este nicho residencial de playa. Durante el 1T08, la inversión turística privada ascendió a 2 mil millones de dólares, que se compara con los 1.5 mil millones de dólares invertidos en igual trimestre de 2007. Así, se percibe que el ajuste en este mercado es transitorio y a diferencia de lo que ocurre en EEUU que se siguen depreciándose fuertemente —después de una tendencia de precios al alza prolongada durante más de diez años— las inversiones en segunda residencia en México han conservado su valor.

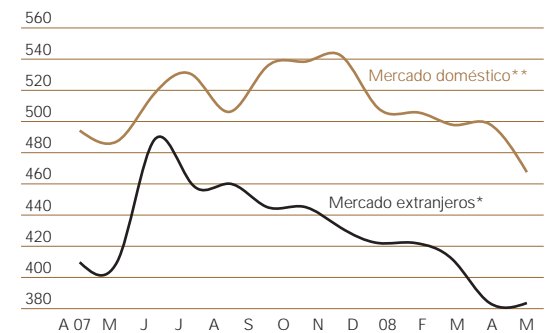
Perspectiva: desaceleración cíclica, no un freno

Las expectativas de corto plazo en el mercado de vivienda y de crédito se han moderado, y aunque se mantienen positivas, obligan a una mejor planeación y ejecución. Al tiempo que el sector muestra algunos efectos de la desaceleración económica aparecen también cambios importantes en algunos segmentos, en parte asociados a nuevos esquemas de financiamiento, como particularidades de demanda. En cualquier caso, es claro que la evolución del mercado varía en función de los segmentos y al interior de ellos, por regiones. Las ciudades con mayor grado de vinculación al ciclo económico de EEUU, ya sea por actividad industrial —manufacturera y/o maquiladora— o servicios —turismo y desarrollos residenciales en playa— han resentido en mayor grado los efectos de la situación económica de aquél país. En los estados donde la vinculación es comparativamente menor, se aprecia el efecto positivo de los programas del gobierno para acelerar la construcción y el acceso a la vivienda para los segmentos de población de ingresos medios y bajos.

En la línea con las medidas fiscales contracíclicas, es conveniente resaltar la importancia del Programa Nacional de Infraestructura (PNI) y los programas estatales de obra pública, que esperamos faciliten la ampliación de la oferta adecuada de terreno y con ello mitigar uno de los principales cuellos de botella para la edificación de vivienda, en particular la destinada a los segmentos de menores ingresos. Al mismo tiempo, el PNI permitirá ofrecer servicios de calidad y cantidad suficiente para fortalecer los segmentos habitacionales para retiro o vacacional.

Los Destinos para Extranjeros han Sido los Más Afectados

Venta de vivienda nueva, miles



* La Paz, Los Cabos, Riviera Maya, Nuevo Vallarta y Puerto Vallarta
 ** Monterrey, Guadalajara, Distrito Federal y Estado de México
 Fuente: BBVA Bancomer con datos de Softec

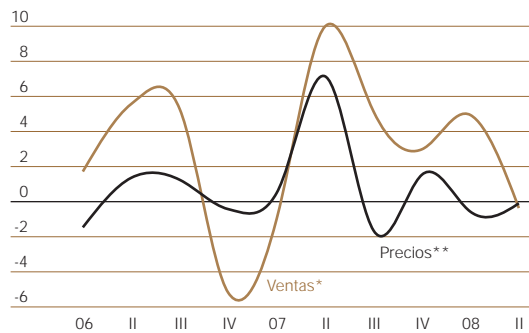
No. de Créditos Otorgados por Organismos de Vivienda Miles de flujos anuales

	2000	2007	Meta 2008	1S08	Avance vs meta
Total adq. vivien.	326.4	815.2	932.7	444.3	47.6
Interés social	325.6	708.6	721.7	286.4	39.7
Infonavit	250.1	440.7	500.0	234.3	46.9
SHF	46.7	32.6	108.0	15.3	14.1
Fovissste	24.3	55.0	113.7	33.3	29.3
Fonhapo	4.5	180.3	217.8	3.5	1.6
Media y residen.	0.8	63.1	155.0	73.5	47.4
Banca y Sofoles	0.8	63.1	155.0	73.5	47.4
Otros		43.5	56.0	84.5	150.9
Reducción*		-181.3	nd	-126.6	
Equivalencia		633.9		317.7	

* Se refiere a los financiamientos que están considerados en dos o más instituciones
 Fuente: BBVA Bancomer con datos de Conafovi

La Desaceleración llegó al Mercado Inmobiliario

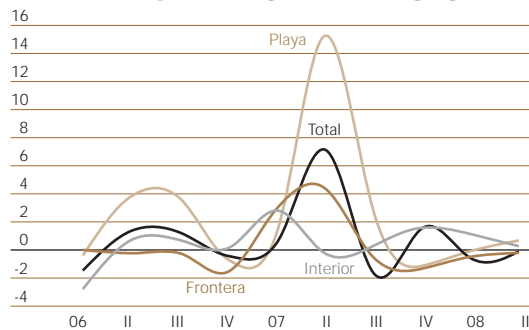
Variación % trimestral



* Viviendas nuevas
 ** Pesos por metro cuadrado, valuados a precios constantes
 Fuente: BBVA Bancomer con datos de Softec

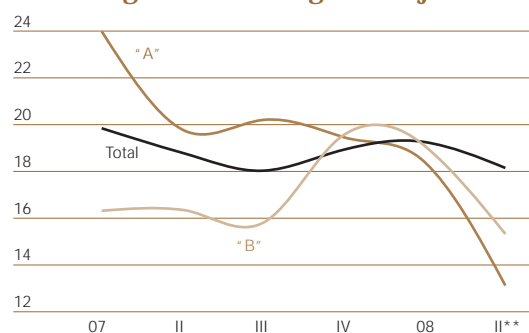
Regionalmente, el Impacto Depende de la Vinculación con EEUU

Var. % trim. en precios* según ubicación geográfica



* Pesos por metro cuadrado, valuados a precios constantes
 Fuente: BBVA Bancomer con datos de Softec

Los Inventarios* Disminuyen en los Segmentos de Ingreso Bajo



* Medido en meses requeridos para vender, al ritmo de ventas corriente, el stock de vivienda en cada desarrollo
 ** Cifras a mayo
 Fuente: BBVA Bancomer con datos de Softec

Durante este año, ha sido más notoria la desaceleración de la actividad económica y su efecto en el sector inmobiliario; si bien, como se describió en la sección anterior de actividad de vivienda con fuertes disparidades regionales y por segmentos. En ese contexto, surgen algunas interrogantes adicionales: ¿las tendencias que veníamos observado de sobreoferta de vivienda se ha acrecentado por la desaceleración de EEUU?, ¿existen efectos en los precios de la vivienda por esta dinámica?, ¿cuál es la diferencia por segmentos y regiones?

¿Ha influido el ciclo en EEUU?

Desde una perspectiva nacional la dinámica del mercado inmobiliario muestra señales generalizadas de desaceleración desde el 2do semestre de 2007, coincide con el recrudecimiento de la crisis hipotecaria en EEUU. La desaceleración ha sido gradual y moderada; al 2do trimestre de este año las ventas registraban incrementos en cuatro de las últimas cinco observaciones trimestrales, en forma decreciente y con ligera contracción en el periodo más reciente.

La relación entre el mercado inmobiliario mexicano y el ciclo económico en Estados Unidos se aprecia con mayor claridad cuando se analiza desde un punto de vista geográfico: tomando como referencia la variación en los precios¹, en los estados ubicados en la franja fronteriza con Estados Unidos (Baja California, Coahuila, Chihuahua, Nuevo León, Sonora y Tamaulipas) el ajuste ha sido más pronunciado, con variaciones negativas en los últimos cuatro trimestres. En las ciudades de playa donde existe una fuerte presencia de desarrollos inmobiliarios para el mercado de inversionistas de EEUU (Cancún, Los Cabos, Puerto Vallarta, Nuevo Vallarta, Ixtapa y Acapulco) el repunte en precios durante el segundo trimestre de 2007 fue el más significativo y se ha ajustado a la baja a partir de entonces. Por último, en las ciudades del interior, relativamente menos expuestas al ciclo económico de EEUU, el ajuste ha sido el más moderado: en dichos estados no se observa una contracción en los precios.

Los inventarios por su parte registran fuertes diferencias entre segmentos, si bien el promedio a nivel nacional se ha mantenido relativamente estable, en el segmento de bajos ingresos "A" y "B" la tendencia es a la baja, lo cual sugiere que en esos segmentos la evolución del mercado es relativamente favorable², en los de altos ingresos "D" y "E", la desaceleración del mercado es pronunciada y muestra síntomas más firmes de aumento en los inventarios. Regionalmente se observan también diferencias importantes en los inventarios dependiendo si se trata de ciudades del interior, en frontera o en playa.

Por la parte de la actividad bancaria, la desaceleración del mercado inmobiliario ha implicado no sólo un menor ritmo de expansión en el crédito sino un aumento de la morosidad. En torno a esto último, es interesante notar que a lo largo de 2008, en las entidades donde los inventarios de vivienda se han acumulado con mayor intensidad, son

1 Precios por metro cuadrado, a precios constantes.
 2 Como fue descrito en la sección de Actividad de Vivienda en estos segmentos se observa un redimensionamiento, una posible explicación de la baja en menores inventarios puede provenir de una mejor planeación ante la saturación de mercados en los meses previos a los síntomas de desaceleración de EEUU y cierta migración de los demandantes hacia los segmentos medios de vivienda por mejores condiciones de accesibilidad (p.ej. ampliación de los topes de financiamiento con el apoyo del Infonavit), que ha sido identificada por los desarrolladores.

también en donde la cartera hipotecaria vencida ha crecido con más fuerza. También resulta interesante observar que la lista es encabezada por los estados donde la vinculación con EEUU es importante: Baja California Sur, Quintana Roo, Sinaloa y Jalisco.

¿Se ha intensificado la sobreoferta de vivienda?

Pero, ¿en qué medida la desaceleración de EEUU incrementa el exceso de oferta habitacional y genera un ajuste más severo en el sector? Los indicadores de coyuntura ofrecen una primera respuesta: ajustes significativos —a la baja— en los precios o en las ventas, o —al alza— en los inventarios³ y sostenidos durante algún tiempo, podrían interpretarse como indicativos de un ajuste más profundo en esos mercados. A partir de la evolución en el primer semestre de 2008 —periodo enero-mayo— en los tres indicadores referidos respecto al promedio en 2007⁴ y los segmentos de vivienda según su valor —“A”, “B”, “C”, “D” y “E”—, se identificaron aquellos estados alejados significativamente —más de una desviación estándar— respecto al promedio nacional. Así, para cada entidad federativa considerada en la muestra, se obtuvieron un total de tres indicadores de exceso de oferta para los cinco segmentos de vivienda, es decir, se analizaron un total de quince indicadores.

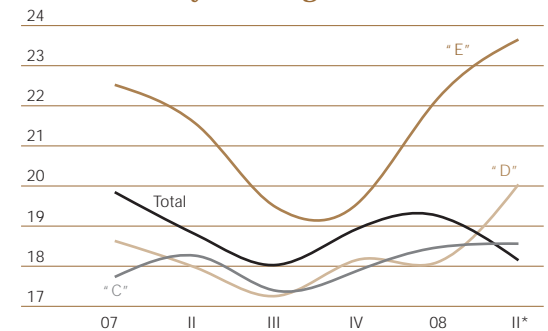
Si bien en el contexto actual de desaceleración es natural que diversas entidades se alejen de la tendencia nacional en al menos un indicador⁵, es interesante notar que en algunos casos las señales de sobreoferta aparecen reiteradamente, sea en distintos segmentos o en más de una ocasión dentro del mismo segmento. Se consideró como criterio para discriminar los casos aislados, tomar sólo aquellas entidades donde las señales fueran persistentes: en dos de los tres indicadores, o bien en tres de los cinco segmentos. Surgieron así un total de doce entidades: Baja California, Baja California Sur, Guerrero, Nayarit, Michoacán, Morelos, Querétaro, Sinaloa, Sonora, Tabasco, Veracruz y Zacatecas. Vistos por segmento, la sobreoferta se encuentra relativamente concentrada: la mitad de los casos se presenta en los segmentos “D” y “E” —residencial y residencial plus—, cuya participación conjunta en la oferta disponible en el mercado es menor al 15%. En algunas entidades las señales reiteradas de sobreoferta aparece en más de un segmento: como por ejemplo en Tabasco —“A” y “D”— y Baja California —“D” y “E”—.

¿Qué factores podrían ayudar a explicar la sobreoferta?

¿Hay algún elemento común en las entidades donde las señales de sobreoferta aparecen reiteradamente? En alguna medida, prácticamente todas tienen un fuerte vínculo con la economía de EEUU. Se pueden agrupar en tres categorías: aquéllas donde la integración —industrial— con ese país ha ido en aumento; aquéllas con importantes desarrollos inmobiliarios en playas y por último, aquéllas que son importantes receptoras de remesas. El primer bloque incluyó: Sinaloa, Hidalgo, Baja California, Coahuila, Sonora y Estado de México. Las tres primeras se ubicaron en las primeras posiciones en términos del aumento en la integración con EEUU durante la década actual, y

3 A través de los meses requeridos, al ritmo corriente de ventas, para agotar el stock de vivienda de cada desarrollo.
 4 Con base en la información derivada de la empresa Softec a nivel nacional. La muestra cubre 36 ciudades del país, abarcando la mayoría de las entidades federativas. Los estados no incluidos en la muestra son Campeche, Chiapas, Durango, Oaxaca y Tlaxcala.
 5 Un total de 20 entidades aparecieron marcadas en al menos uno de los indicadores.

...pero Aumentan en los de Medio y Alto Ingreso

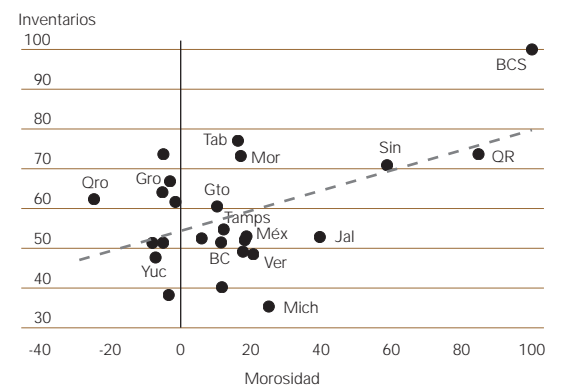


* Cifras a mayo
 Fuente: BBVA Bancomer con datos de Softec

¿Impacta la Desaceleración Inmobiliaria al Sector Bancario?

Acumulación de Inventarios vs. Morosidad Cartera Hipotecaria

Indices basados en var. % anual 2008 vs. prom. 2007*



* Para ambos indicadores, se considera el incremento en 2008 respecto al promedio observado en el periodo enero-mayo 2008 vs. el promedio registrado en 2007
 Fuente: BBVA Bancomer con información de BBVA y Softec

Dimensionando la Sobreoferta*: ¿Qué Estados y Qué Segmentos?

	Segmentos de vivienda				
	"A"	"B"	"C"	"D"	"E"
Baja California				X	X
Baja California Sur			X		
Guerrero			X		
Michoacán	X				
Morelos					X
Nayarit					X
Querétaro					X
Sinaloa		X			
Sonora			X		
Tabasco		X		X	
Veracruz		X			
Zacatecas				X	

* Desviación significativa respecto a promedio nacional en variaciones 2008 vs. 2007 en precios, ventas e inventarios
 Fuente: BBVA Bancomer con datos de Softec

Dimensionando la Sobreoferta*:

¿Qué la Explica?
Enero-mayo 2008

Inversión residencial en playas ²	Integración con EEUU ¹
Gro (7)	Son (12) BC (4)
Sin (8)	Coah (7) Sin (1)
Nay (2) BC (6)	Hgo (3) Méx (16)
BCS (1)	
Tab	Ver (6)
	Mor (14)
	Méx (4)
Otros factores ⁴	Remesas ³

* Desviación significativa respecto a promedio nacional en variaciones 2008 vs. 2007 en precios, ventas e inventarios
 Nota: Cifras en paréntesis denotan posición relativa del estado en el indicador respectivo
 1 Entidades que en el periodo 2001-2006 aumentaron su vinculación con el ciclo económico de EEUU
 2 Flujos acumulados de inversión extranjera directa en Fideicomisos Residenciales en Zonas Restringidas
 3 Remesas totales del estado
 4 En Tabasco, la sobreoferta se explica por los daños en Villahermosa tras las inundaciones ocurridas a finales de 2007
 Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI, Softec, Banco de México y Secretaría de Economía

las tres restantes ya tenían una fuerte integración con esa economía desde el inicio del TLCAN, en 1994.⁶

El segundo grupo quedó integrado por Baja California Sur, Nayarit, Baja California, Guerrero y Sinaloa, donde a lo largo de la década los proyectos inmobiliarios para el mercado de residentes de EEUU han tenido un importante desarrollo. Un tercer agrupamiento quedó conformado por entidades que reciben cantidades importantes de remesas: es el caso del Estado de México, Veracruz y Morelos. Sólo dos entidades aparecieron en más de un bloque: Baja California, donde la integración con EEUU ha sido importante y también se han realizado cuantiosas inversiones en los denominados Fideicomisos Residenciales en Zona Restringida y el Edo. de México, que también posee una fuerte vinculación con EEUU y ocupa uno de los primeros sitios a escala nacional en ingresos por remesas. La única entidad que no encaja en los factores mencionados es Tabasco, aunque ahí la explicación parece relacionarse con los daños que sufrió la capital del estado a raíz de las inundaciones de 2007.

¿Qué hay de las “señales” del mercado?

Pero puede argumentarse que no todo es el ciclo. Están también las “señales” que envían al mercado los organismos públicos de vivienda a través de sus metas o montos de créditos autorizados para cada plaza y que constituyen una importante referencia para el número de viviendas a edificar en cada mercado, especialmente en los segmentos “A” y “B”. El mercado requiere contar con indicadores adicionales, que resulten oportunos, confiables y con un alto grado de consenso entre los participantes y que sean la base de la inversión residencial por segmento y plaza. También ayudarían a corregir los desequilibrios recurrentes entre oferta y demanda inmobiliaria las políticas sectoriales: por ejemplo, acelerando el ejercicio del presupuesto en actividades complementarias a la vivienda, como dotación de infraestructura y provisión de servicios públicos; de igual forma, ayudaría la sincronización entre los ciclos de construcción y ventas.

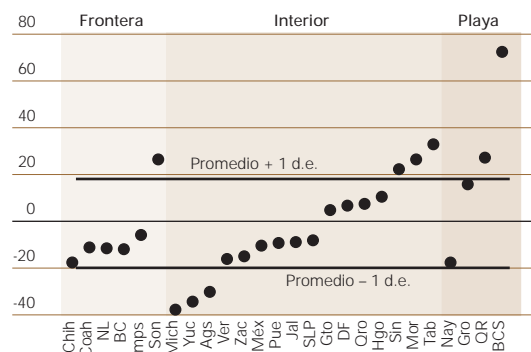
Conclusiones

El contexto de desaceleración de la economía mexicana ha tenido implicaciones importantes para el sector inmobiliario, que ha resentido los efectos especialmente en segmentos más ligados al ciclo económico de Estados Unidos. Si bien en cada mercado o región el sector inmobiliario se ajusta gradualmente a la tendencia de la actividad a nivel local como al contexto de EEUU, el surgimiento de algunas señales de excesiva lentitud en algunos mercados obliga a preguntarse cuáles son y qué las explica.

A partir de la acumulación de inventarios, la velocidad en las ventas y los precios en términos reales, un total de doce entidades a nivel nacional mostraron durante el primer semestre de 2008 señales reiteradas de sobreoferta. En la mayoría de los casos puede establecerse algún vínculo con EEUU, a través de la integración industrial, el mercado para residentes de ese país —Baby-Boomers—, así como las remesas. Así, las señales de desaceleración no se perciben como estructurales o sistémicos sino que más bien puede decirse que son de carácter coyuntural, e irán desapareciendo en la medida que aquella economía también de muestra de recuperación, lo que acelerará el crecimiento de la economía y del sector inmobiliario en el país.

⁶ Este indicador se tomó como referencia para explicar el aumento en el grado de integración con la economía de EEUU en la presente década. Para mayor detalle consultar *Situación Regional Sectorial Mayo 2008*.

¿En qué Plazas se han Acumulado los Inventarios?
Variación % 2008 vs. 2007



d.e. desviación estándar
 Fuente: BBVA Bancomer con datos de Softec

Programa Nacional de Vivienda (PNV) 2007-12: Hacia un Desarrollo Habitacional Sustentable¹

Objetivos

La presente administración no solamente quiere continuar con el dinamismo del sector vivienda que hemos observado desde el año 2002, sino acelerarlo para lograr construir 6 millones de vivienda durante su gestión (2007-12). Esta meta esta constituida principalmente por la formación de hogares (3.9 millones) proveniente de las tendencias demográficas y por el objetivo de cubrir una parte del déficit acumulado históricamente (2.1 millones viviendas adicionales). Además, el programa va más allá, se pretende que el parque habitacional que se construya, remodele o se mejore deberá seguir criterios de sostenibilidad con el uso racional de los recursos para mejorar el patrimonio y el desarrollo urbano del país. Por último, también plantea la necesidad de consolidar el Sistema Nacional de Vivienda a través de un nuevo modelo institucional que reordene y adecue sus facultades entre los diferentes niveles de gobierno para impulsar en forma más efectiva y sostenida al sector vivienda.

Existe una especial mención a las familias de menores ingresos. De acuerdo con el programa, el 50% de la demanda de viviendas por tendencias demográficas durante la actual administración provendrá de hogares con ingresos menores a cuatro salarios mínimos, un poco más de una tercera parte corresponderá a tres salarios y una quinta parte a menos de dos salarios.

En este contexto, el Programa Nacional de Vivienda 2007-12 (PNV) establece cuatro estrategias básicas para lograr los objetivos mencionados: (1) incrementar el financiamiento a la vivienda, en particular para las familias de menores ingresos; se pretende lograr una mejor coordinación entre la asignación de créditos hipotecarios y la capacidad de pago de las familias; (2) impulsar un desarrollo habitacional sostenible mediante la definición de nuevos criterios ambientalistas, con base en experiencias internacionales;

(3) implementar una mejor gestión pública que permita consolidar el Sistema Nacional de Vivienda con una mejor coordinación de los tres niveles de gobierno para lograr disminuir los costos de transacción y hacer más eficiente la construcción del parque residencial; y (4) facilitar e impulsar la política de subsidios y equipamiento urbano.

Estrategias y líneas de acciones

1) Financiamiento a las familias

El desarrollo y adaptación de instrumentos de fondeo es prioritario para ampliar la cobertura del financiamiento hipotecario. Se mencionan la intención de impulsar los programas de bursatilización de la cartera hipotecaria en el Mercado Secundario de Hipotecas (MSH), continuar fomentando el co-financiamiento entre la banca comercial y los organismos públicos de vivienda, en particular para las familias de menores ingresos y propiciar una mayor inversión extranjera directa en la industria de la construcción. Por otra parte, el fortalecimiento de la capacidad de ahorro de las familias se realizará a partir de una mayor oferta de la vivienda usada y seminueva, —desarrollo del mercado secundario de vivienda— una mayor penetración de las bolsas de vivienda nueva y el equipamiento de tecnologías de vanguardia en la industria de la construcción. La modernización del sistema de registros públicos de la propiedad y bases catastrales será clave en el PNV y se realizará con esquemas de certificación de calidad y regularización de la tenencia de la propiedad.

2) Desarrollo habitacional sostenible

Los criterios de sustentabilidad se basan en nuevas normas oficiales que estimulen la verticalidad en la construcción de viviendas con medidas de protección al cambio climático y el lanzamiento de "Hipotecas Verdes". También se constituirán reservas territoriales con una mayor participación de la federación, estados y municipios; se diseñarán mejores prototipos

¹ La versión ejecutiva de este programa se puede consultar en www.conavi.com; se espera una versión detallada de este programa durante el segundo semestre de 2008.

Programa de Financiamiento a la Vivienda (PNV)

Miles de créditos

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2007-12
Total	790.0	850.0	900.0	1,050.0	1,200.0	1,350.0	6,140.0
Formación de hogares	662.0	663.3	664.0	663.7	663.6	662.6	3,979.2
Cobertura de déficit	128.0	186.7	236.0	386.3	536.4	687.4	2,160.8
Por salarios mínimos							
Más de 4 s.m.	331.0	331.7	332.0	331.9	331.8	331.3	1,989.6
Menos de 3 s.m.	220.7	221.1	221.3	221.2	221.2	220.9	1,326.4
Menos de 2 s.m.	132.4	132.7	132.8	132.7	132.7	132.5	795.8

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Conavi

de planes maestros de urbanización, y se simplificarán los trámites y licencias de la construcción residencial. Se definirán nuevos códigos de edificación para incentivar mejores criterios ambientalistas que mejoren la calidad de la vivienda.

3) Gestión pública del Sistema Nal. de Vivienda

Se tiene como prioridad mejorar el modelo vigente de ordenamiento urbano y territorial mediante el diseño de opciones jurídicas-administrativas para integrar al sector y fortalecer la transversalidad de las acciones gubernamentales, en sus tres niveles: municipal, estatal y federal, que evite duplicidades y aumente la efectividad de las instituciones. En este sentido, el Sistema Nacional de Vivienda es la instancia que coordinará la implementación de estos nuevos modelos gubernamentales. Por otra parte, el Sistema Nacional de Información e Indicadores de Vivienda (SNIIV) será prioritario para facilitar una toma de decisiones más eficiente a través de mayor acceso a información a los usuarios y agentes del sector.

4) Política de subsidios y equipamiento urbano

Habrà una mejor difusión y focalización a la ciudadanía sobre los programas de subsidios, el uso de medidas de protección ante el fenómeno del cambio climático, un mejor uso de la infraestructura existente, el agua y la energía. También se incentivará el uso de nuevos parámetros de redensificación urbana basados en programas de los gobiernos municipales. Este objetivo, también, plantea la necesidad definir mejores incentivos para el uso y gestión del suelo a través del uso de reservas territoriales en el país.

¿Es factible el PNV 2007-12?...una valoración

El presente programa sexenal de vivienda es muy ambicioso, pero debe de ser calificado como muy positivo, ya que intenta solucionar una problemática de fondo, no únicamente continuar con el tren de vivienda sino ir más allá, al redefinir el actual paradigma de desarrollo y crecimiento urbano bajo esquemas ambientalistas que logren mejorar la calidad de la vivienda y con ello dar una mayor sostenibilidad al sector en el largo plazo. En este sentido, el PNV es positivo, aunque su factibilidad dependerá parcialmente de la integración del sector y de la mejoría del marco regulatorio bajo un nuevo esquema institucional que responda de una manera más eficiente a las nuevas necesidades que demanda el mercado de la vivienda.

La mejoría del financiamiento a las familias de menores ingresos —sobre todo para los hogares que perciben menos de 4 salarios mínimos— dependerá de múltiples factores: de una mejor sincronización entre la capacidad de pago de los hogares —el uso en algunos casos de los subsidios—, el diseño y adaptación de los instrumentos hipotecarios exis-

tentes y el desarrollo de nuevos esquemas hipotecarios que faciliten una mayor accesibilidad a la vivienda. Además, ante las restricciones de liquidez y limitada capacidad de pago de estas familias debería de existir una estrategia más activa de fomento al ahorro que facilite la adquisición de vivienda.

Las metas de subsidios del gobierno federal requieren de una mayor promoción informativa de la disponibilidad de estos recursos para lograr una mejor asignación entre la población de menores ingresos. Para el impulso de los criterios de sostenibilidad será indispensable una acelerada adaptación de nuevas tecnologías que cumplan los criterios de ahorro y uso eficiente de la energía y agua. También se requiere una mayor participación coordinada del sector público en sus diferentes ámbitos de gobierno para definir los códigos de edificación y las tecnologías aptas a la realidad del sector vivienda en México —como por ejemplo: construir en zonas “seguras”—. La consolidación del Sistema Nal. de Vivienda requiere de una mayor capacitación de gestores públicos y un mayor compromiso de la ciudadanía con el cuidado del medio ambiente.

Existe consenso entre los analistas que la principal restricción al desarrollo urbano del sector está en el estado actual del mercado de suelo. Por lo que se tiene que enfatizar algunas acciones adicionales al PNV; como las siguientes:

- Una mayor presencia de indicadores de plusvalía que identifiquen las características de la dotación de infraestructura urbana y oferta de vivienda disponible en el SNIIV, de tal manera, que ofrezca mejores señales a los desarrolladores y los demandantes de vivienda
- Desde una perspectiva de largo plazo, también es necesario fijar restricciones al hacinamiento poblacional y autoconstrucción; así como generar incentivos para abandonar la informalidad que opera en el mercado de vivienda, en un contexto de desarrollo urbano sostenible
- Diseñar un ejercicio periódico de monitoreo y seguimiento al cumplimiento de las metas del PNV 2007-12

Por último, el PNV 2007-12 debe ser la base para el diseño e implementación del siguiente Programa Nacional de Vivienda 2013-18; de tal manera que se eviten discontinuidades en el desarrollo y en líneas estratégicas del plan vigente en el país y se aproveche la experiencia adquirida en esa etapa. En síntesis, el PNV deberá ser valorado positivamente por que pretende fortalecer las tendencias positivas que hemos observado en el desarrollo de la vivienda en el país en los últimos años.

Leonardo González leonardo.gonzalez@bbva.bancomer.com

Financiamiento del Sector Privado a la Vivienda: Continúa una Oferta Abundante

Crédito Bancario: desaceleración principalmente proveniente de la demanda

Desde que se inició la expansión del crédito de la banca comercial a la vivienda en 2004 se ha registrado un desempeño favorable, con oferta abundante de financiamiento. Su dinamismo se ha reflejado en altas tasas de crecimiento, las cuales han posibilitado que su saldo vigente como proporción del PIB haya aumentado. Así, al final de 2004 esa razón fue de 0.8% del PIB y para el segundo trimestre de 2008 se ubicó en 2.3%.

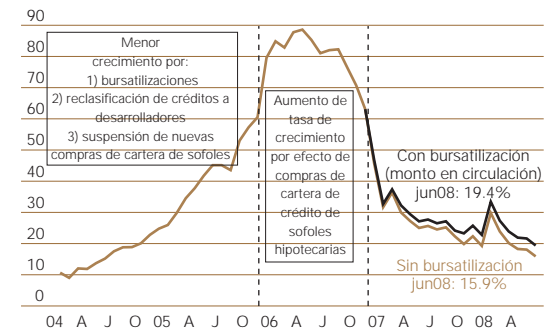
Cabe mencionar que las compras de cartera de crédito que algunos bancos realizaron al final de 2005 y parte de 2006 de Sofoles Hipotecarias tuvieron el efecto transitorio de aumentar la tasa de crecimiento de su saldo. Una vez que estas instituciones dejaron de seguir comprando cartera de crédito de las Sofoles, la tasa de crecimiento de su saldo se redujo. Ésta se volvió a ubicar en niveles similares a los que había registrado antes de este evento hacia finales del 2006. En este contexto resalta de manera importante que los flujos de financiamiento mensuales permanecen relativamente altos. Por ejemplo, en 2006 el flujo promedio mensual de financiamiento fue de 5.6 mil millones de pesos (mmp), en 2007 se ubicó en 4.5 mmp y para los seis primeros meses de 2008 ascendió a 4.6 mmp.

No obstante el desempeño positivo de los flujos de financiamiento, desde el inicio de 2007 hasta junio de 2008 el ritmo de crecimiento del saldo del crédito bancario a la vivienda se ha desacelerado. Esto ha sido consecuencia de diversos factores —algunos económicos— como: la desaceleración de la economía que ha implicado una menor generación de empleo; el encarecimiento de las materias primas, lo que ha reducido la capacidad de pago de las familias; avances en la cobertura del déficit habitacional en donde existía capacidad de endeudamiento de las familias¹ y un aumento moderado de las tasas de interés para este tipo de crédito. Además, también han existido otros efectos, más de carácter financiero, como ha sido la realización de algunas bursatilizaciones de cartera de crédito a la vivienda que algunos bancos han llevado a cabo. En la gráfica se aprecia que si se considera a las bursatilizaciones de cartera de crédito a la vivienda de la banca que están en circulación, la tasa de crecimiento real anual del crédito a la vivienda sería un poco mayor a la que se obtiene si se omiten esas colocaciones de créditos hipotecarios. Así, en junio de 2008 la tasa de crecimiento real anual del crédito bancario otorgado a la vivienda fue 15.9% sin bursatilizaciones y 19.4% considerándolas.

Crédito a la Vivienda de Sofoles: una moderación más marcada

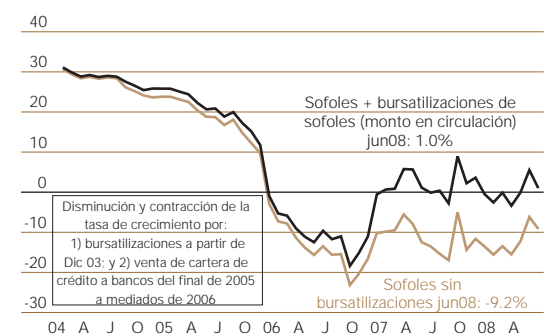
El saldo del crédito otorgado a la vivienda por Sofoles Hipotecarias desde diciembre de 2005 muestra tasas de crecimiento anuales reales negativas. Esto ha sido consecuencia también de las razones comentadas para el caso de la banca comercial —desaceleración, inflación, cobertura de déficit habitacional, aumento de tasas de interés— y que se agregan el hecho de la realización de las bursatilizaciones de cartera de crédito de diversas Sofoles Hipotecarias. Además, habría que

Crédito Bancario Vigente a la Vivienda Variación % real anual



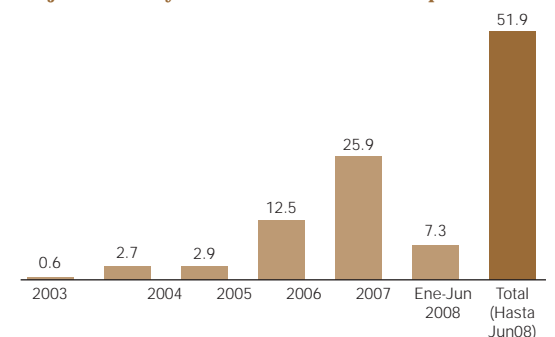
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Sofoles Hipotecarias Variación % real anual del saldo



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México y SHF

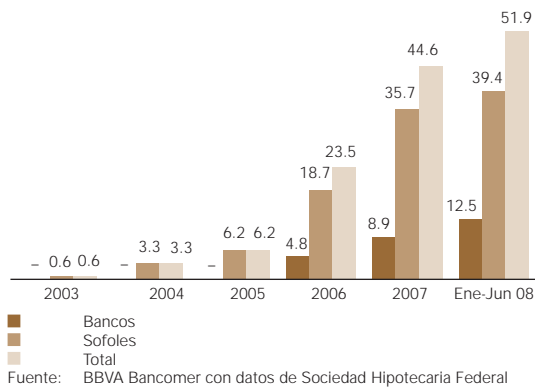
Bursatilizaciones de Créditos Hipotecarios a la Vivienda Flujos anuales y saldo acumulado en mmp corrientes



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Sociedad Hipotecaria Federal

1 Revisar el artículo en esta edición: ¿Existe aún un déficit de vivienda?...

Bursatilizaciones
Saldos en mmp corrientes



reconocer que algunas de estas entidades han tenido complicaciones para obtener recursos. Lo anterior fue razón importante por la cuál se modificó la Ley de Sociedad Hipotecaria Federal (SHF) para que ésta continúe otorgando financiamiento a estas entidades no bancarias y amplíe su abanico de fondeo a otras —como las Sofomes—. Estas razones explican por qué en junio de 2008 la tasa de crecimiento real anual del saldo de la cartera de crédito vigente de las Sofoles Hipotecarias fue -9.2%, como se aprecia en la gráfica adjunta.

Si al saldo de la cartera de crédito de estas Sofoles se le suman las bursatilizaciones que éstas realizaron y que están en circulación, se tiene que el deterioro de su saldo es menor y éste sólo se ha visto afectado desde un punto de vista financiero, principalmente por la venta de cartera de crédito. La gráfica indica que la tasa de crecimiento real anual en junio de 2008 de las Sofoles Hipotecarias considerando bursatilizaciones fue de 1%.

Bursatilizaciones de Cartera de Crédito a la Vivienda²: un mercado con potencial de mediano y largo plazo

Bancos y Sofoles Hipotecarias han bursatilizado parte de su cartera de crédito a la vivienda como medida mediante la cual estas entidades financieras del sector privado han podido allegarse recursos frescos para seguir otorgando nuevos créditos. Las Sofoles empezaron a bursatilizar créditos a la vivienda a partir de diciembre de 2003 y en ese mismo mes de 2006 se realizó la primera bursatilización de un banco. A junio de 2008 el 76% del saldo total de las bursatilizaciones correspondió a las realizadas por Sofoles Hipotecarias y el 24% restante las efectuaron bancos.

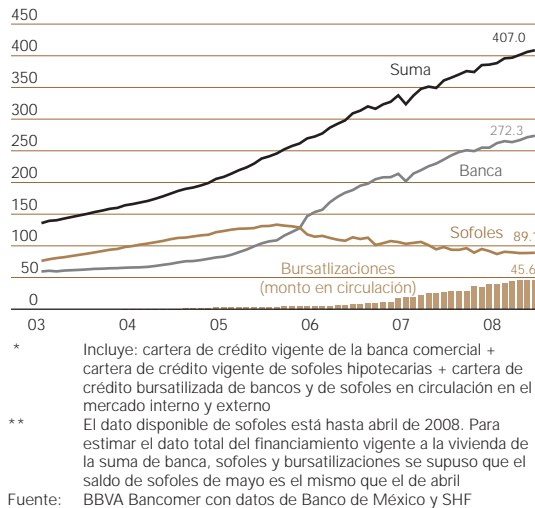
En la medida en que el crédito a la vivienda concedido por entidades privadas siga creciendo a tasas reales elevadas, los bancos y sofoles seguirán percibiendo la conveniencia de bursatilizar parte de su cartera de créditos a la vivienda. Factores de corto plazo, como aumentos transitorios en las principales tasas de interés de referencia de las emisiones y un menor apetito de los inversionistas —como sucedió recientemente—, pueden retrasar algunas emisiones de cartera respaldadas con hipotecas. Una vez que las condiciones financieras internacionales se tiendan a normalizar, dadas las sólidas bases del sector y de la estructura del mercado de bursatilizaciones en México, el número y monto de las emisiones retomará el fuerte dinamismo que le ha caracterizado.

Financiamiento total del sector privado a la vivienda

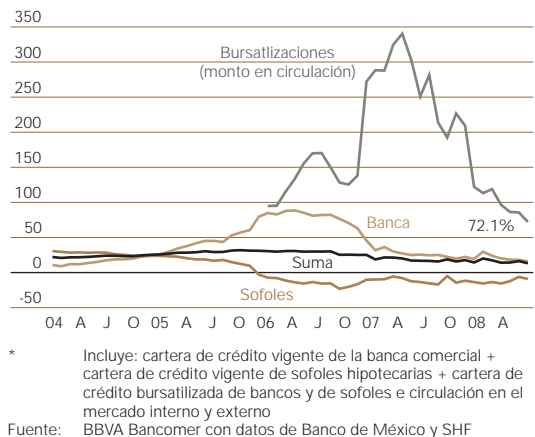
El crédito al que recurren las familias y las empresas que demandan para adquirir vivienda de una entidad del sector privado proviene tanto de sofoles hipotecarias como de bancos. Adicionalmente, para dimensionar la magnitud del financiamiento total que estas instituciones han otorgado, se tiene que considerar a las bursatilizaciones que han realizado. Así, la suma de las carteras de crédito de esas entidades financieras más las bursatilizaciones de cartera permiten conocer con mayor detalle el comportamiento del total del financiamiento.

Como lo indica la gráfica, el financiamiento total del sector privado a la vivienda ha seguido creciendo de manera importante. Actualmente la

Financiamiento Privado a la Vivienda*
Saldos constantes en mmp de junio de 2008



Financiamiento Privado a la Vivienda*
Variación % real anual



2 Revisar en esta edición el artículo "El Mercado de Bursatilizaciones en México"

banca es la principal entidad privada que otorga crédito a la vivienda. Por ejemplo, los datos disponibles hasta junio de 2008 indican que en ese mes el 67% del saldo del crédito privado total concedido a la vivienda lo otorgó la banca; las sofoles participaron con 22% y la cartera bursatilizada en circulación representó el 11% del crédito total.

Al considerar al financiamiento total del sector privado a la vivienda se aprecia que desde 2003 éste ha crecido de manera ininterrumpida. En junio de 2008 su tasa de crecimiento real anual fue 13.2%, la cual refleja un crecimiento de importante magnitud. Cabe mencionar que el crédito bancario es el que más ha contribuido al crecimiento del financiamiento total a la vivienda: en junio de 2008 aportó 11.9 puntos porcentuales (pp) de los 13.2 en que creció; las bursatilizaciones lo hicieron en 5.3 pp y la contribución de las sofoles fue negativa y de -2.5 pp.

Otra manera de analizar el dinamismo del financiamiento total del sector privado a la vivienda es mediante sus flujos anuales. Estos flujos de crédito crecieron desde el inicio de 2004 hasta mediados de 2006 a niveles altos como consecuencia de la gran demanda insatisfecha de este financiamiento —tanto por déficit habitacional como demanda efectiva de vivienda proveniente de la formación de hogares— y de la relativa disponibilidad abundante de recursos. A partir de 2007, año en que el PIB creció a menor ritmo que en 2006, además que se sumaron otras razones económicas ya mencionadas, los flujos anuales de crédito se moderaron para fluctuar alrededor de 50 a 60 mmp.

Cabe mencionar que el flujo anual promedio de recursos financieros que las entidades privadas canalizan para otorgar nuevo crédito a la vivienda representa alrededor del 0.5% del PIB anual del país. Es decir, estos flujos de recursos siguen siendo altos y son una importante cantidad de fondos que las entidades financieras del país movilizan para que importantes segmentos de familias del país mejoren su bienestar al poder adquirir vivienda con un crédito otorgado por una entidad financiera del sector privado.

Perspectivas del crédito a la vivienda: mejores síntomas hacia el segundo semestre del próximo año

Para el resto de 2008 se espera que el crédito a la vivienda crezca a tasas un poco menores a las observadas en el primer semestre. La moderación proviene principalmente de condiciones de demanda vinculadas con el comportamiento de la economía y de avances en la cobertura del déficit habitacional histórico. Para el resto del año, si la economía crece por arriba del 2% entonces la tasa de crecimiento del crédito bancario a la vivienda podría ubicarse alrededor del 17% real en promedio anual en tanto que el financiamiento total proveniente de bancos, sofoles y bursatilizaciones sería menor y de alrededor del 14%.

En la medida en que la economía muestre mayores síntomas de fortaleza hacia el segunda parte del 2009, es decir, cuando la tasa de crecimiento de la actividad económica sea mayor y el empleo en el sector formal de la economía aumente a mayor ritmo, entonces habría elementos para esperar que el crecimiento del crédito a la vivienda pudiera ser mayor impulsado por una mayor demanda habitacional efectiva.

Tasas de interés: moderado incremento

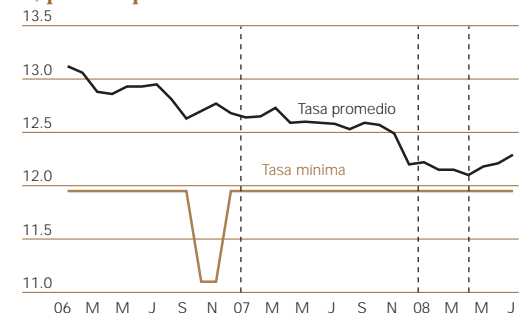
La tasa de interés promedio del crédito a la vivienda que cobran las sofoles y los bancos se ha reducido desde 2002 hasta principios de 2008. Por ejemplo, en diciembre de 2005 ésta fue 13.25%; al final de 2006 bajó a 12.68; en el último mes de 2007 se redujo a 12.20; en abril de 2008 bajó hasta 12.10%. En junio y julio aumentó ligeramente para ubicarse en 12.21 y 12.29%, respectivamente. En este lapso la tasa mínima de 11.95% sólo se modificó temporalmente al final de 2006 a la baja. El comportamiento hasta abril de 2008 significa que la disminución de la tasa de interés promedio se debe a que cada vez una mayor proporción de entidades financieras redujo las tasas de interés de sus créditos a la vivienda, lo cual refleja mayor competencia entre éstas. Por su parte, el ligero aumento de la tasa de interés promedio de los créditos a la vivienda observado a partir de mayo de este año se debe a las alzas en las principales tasas de referencias del mercado financiero.

En tanto las principales tasas de interés se mantengan altas y las presiones inflacionarias no cedan, es posible que las tasas de interés promedio de estos créditos no bajen. Cuando las principales tasas de interés bajen, las tasas de interés promedio de los créditos a la vivienda disminuirán de manera similar a como lo hicieron hasta abril de 2008.

La mayor competencia entre instituciones por colocar más créditos también redujo la tasa de interés máxima. Esta bajó al final de 2007, y conservó ese nuevo nivel hasta junio de 2008. Esto hizo que la diferencia entre la tasa de interés máxima y mínima se redujera de 298 puntos base (pb) en noviembre de 2007 a 47 pb en diciembre de ese año. La tasa de interés máxima aumentó en julio de 2008 debido a las presiones generadas por los aumentos recientes de las principales tasas de interés. En julio la diferencia entre tasa máxima y mínima aumentó y fue de 255 pb.

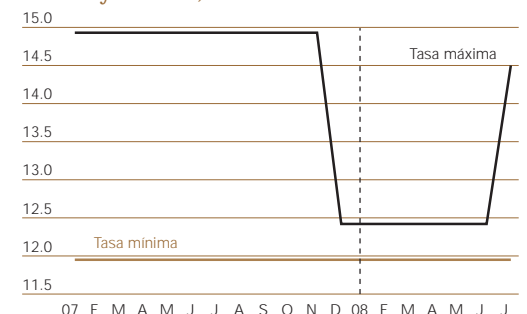
Fuente: BBVA Bancomer

Créditos a la vivienda: Tasas de Interés %, plazos equivalentes



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Créditos Hipotecarios: Tasas de Interés Mínima y máxima, %

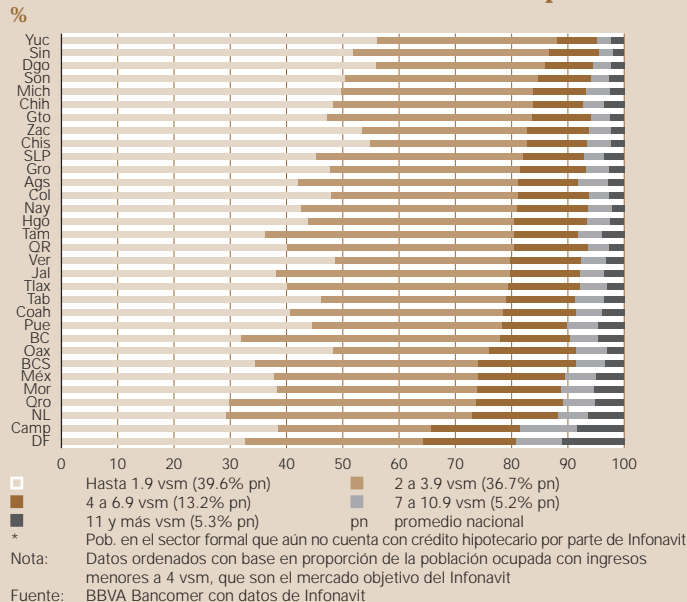


Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Infonavit, Contrapeso al Ciclo Económico

A pesar de la desaceleración, el Infonavit continúa con metas ambiciosas y las está cumpliendo. Su proyección de financiamiento para el 2008, implica un crecimiento en el número de créditos del 13.5%, en un escenario optimista podría llegar a 22.5%. Con una población por atender cercana a los 9.5 millones de trabajadores, el volumen de demanda supera el efecto de los vaivenes en la economía: al cierre de julio, el Instituto había otorgado el 60% de los créditos planteados para todo el año. En términos generales, el Infonavit cuenta con dos esquemas de financiamiento: con recursos propios, que representa el 80% de su cartera y está orientado a trabajadores con ingresos menores a seis veces salario mínimo (vsm) y en co-financiamiento con otras instituciones, que aporta el 20% restante y constituye un complemento al financiamiento de vivienda para la población con ingresos medios y altos. Este segundo esquema ha sido particularmente exitoso a raíz de la eliminación de restricciones en cuanto al valor de la vivienda, para el grupo de trabajadores con ingresos mayores a 11 vsm, al mes de julio se había rebasado la meta de créditos para todo el año en cerca de 50%.

Distribución Salarial de la Población Ocupada*



La estructura de financiamiento del Infonavit está asociada a la distribución salarial de población ocupada: entre la población trabajadora en el sector formal que no cuenta aún con vivienda, cerca del 40% percibe ingresos inferiores a dos vsm, y otro 37% se ubica en un rango de dos a menos de cuatro vsm. Así, no sorprende que, del total de créditos otorgados durante 2008 sólo con recursos del Instituto, dos de cada tres fueron destinados a trabajadores con percepciones de hasta 4.0 vsm. Por ello,

los programas de apoyo a la vivienda de dicho instituto —y para el caso, de los organismos públicos de vivienda en general— tienen mayor importancia en términos relativos en las plazas donde los salarios son más bajos. Y es que mientras que en Yucatán cerca del 90% de la población ocupada recibe ingresos por debajo de cuatro vsm, en el Distrito Federal la proporción es del 65%. La estructura salarial muestra también que sólo 5.2% de la población ocupada percibe ingresos en el rango de 7 a 11 vsm.¹ Esto implica que la capacidad de absorción del mercado en este segmento es la más limitada; tal vez por ello es que, de entre los distintos esquemas de financiamiento con que cuenta el Infonavit, el que se enfoca a dicho segmento de ingreso, Cofinavit 7 a 10.9 salarios mínimos, es el único que presenta un alto nivel de rezago: a julio su grado de avance respecto a la meta anual era de apenas 15%.

Avance Crediticio 2008

Miles

	Meta 2008	Part. %	Avance a julio	Avance vs. meta (%)
Total	500.0	100.0	270.6	54.1
Sólo Infonavit	403.0	80.6	220.7	54.8
Hasta 1.9 vsm	115.0	23.0	52.2	45.4
De 2 a 3.9 vsm	195.0	39.0	113.4	58.1
Tradicional	93.0	18.6	55.1	59.2
Cofinanciamiento	97.0	19.4	49.9	51.5
Hasta 6.9 vsm	27.0	5.4	19.5	72.1
De 7 a 10.9 vsm	55.0	11.0	8.5	15.4
Más de 11 vsm	15.0	3.0	22.0	146.7

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Infonavit

Infonavit: complemento al financiamiento, sin descuidar al déficit remanente

Los cambios que ha impulsado el Infonavit en términos de sus políticas de financiamiento han dado un fuerte impulso al mercado de vivienda, especialmente para los estratos salariales medios y altos. Ha sido también un importante factor para mitigar los efectos de la desaceleración, permitiendo mantener la construcción de vivienda y ampliando la accesibilidad al crédito para la población. En el futuro, el reto será establecer metas de financiamiento que tomen en cuenta la evolución del ciclo económico y no sólo el mercado potencial, que en algunos segmentos muestra un estrecho margen de expansión. Además, de seguir evaluando nuevas fórmulas para atender de mejor manera a estratos de bajos ingresos, en donde queda el mayor déficit remanente de vivienda y uno de los mercados más relevantes del Instituto.

Eduardo Torres

e.torres@bbva.bancomer.com

Alma Martínez

alma.martinez@bbva.bancomer.com

1 Aunque la proporción es similar para quienes reciben ingresos por encima de 11 vsm, 5.3%, en este último grupo la dispersión es muy amplia.

¿Existe Actualmente un Déficit de Vivienda?...

Introducción

En los últimos dos años hemos escuchado con mucha frecuencia que estamos observando episodios de Sobreoferta de Vivienda. Esto contrasta significativamente con lo que se afirmaba a principios del ciclo de construcción de vivienda que arrancó en el 2002; en donde se llegó a mencionar que existía cerca de 5 millones de déficit, se llegó a calificar como un déficit histórico, por que perduró por mucho tiempo y era complicado de satisfacer. Esa cifra era un lugar común entre los actores que participaban en aquel entonces en el sector y era una señal inequívoca de un mercado no atendido, potencial, que ofrecía bajo ciertas circunstancias una oportunidad.

Pero, ante la evolución y dinamismo de construcción de vivienda en los últimos años, surgen muchas preguntas alrededor de este tema: ¿sigue persistiendo un déficit habitacional?, ¿cuál es su magnitud?, ¿en que segmentos se encuentra?, ¿en qué plazas?, ¿por qué no se ha satisfecho dado que existe condiciones favorables como estabilidad macro, disponibilidad de financiamiento y una mejora significativa en las condiciones de accesibilidad?, ¿cuáles son las acciones que se pueden emprender para reducirlo más aceleradamente?, ¿puede representar todavía una oportunidad?.

El objetivo de este artículo es intentar responder a estas interrogantes y completar la fotografía sobre la evolución del sector durante el ciclo que fue descrito en la edición anterior de nuestra revista *Situación Inmobiliaria México*¹. Consideramos que intentar contestar esas interrogantes ayudarán a entender de mejor manera lo que está ocurriendo en el sector de vivienda, de tal forma que puedan ser una guía para diferentes acciones y reflexiones para desarrolladores, financiadores y administradores de políticas públicas.

Hacia una definición del “déficit de vivienda”

En el análisis del déficit de vivienda encontramos que no existe consenso sobre su definición y magnitud. Las diferentes mediciones del actual déficit de vivienda son muy generales, poco específicas, carecen de una definición robusta que considere a las variables que explican la evolución de este indicador a través del tiempo. Las distintas aproximaciones a este tema responden a diversos objetivos de la institución que los presenta.

El déficit de vivienda constituye una “señal” para los distintos actores del sector: para los desarrolladores al localizar e identificar los sitios susceptibles de construir stock residencial; para el sector público —en sus diferentes niveles— para una planeación y eficiente dotación de infraestructura; para el sistema financiero es relevante para la adecuada asignación de crédito; para las calificadoras de valores para evaluar los riesgos y monitorear de mejor manera los instrumentos emitidos. Además, una mejor estimación del déficit podría complementar la información coyuntural del mercado y así contribuir a reducir los momentos de Sobreoferta de Vivienda.

¹ Revisar la edición de *Situación Inmobiliaria México* de enero del 2008 los artículos titulados: “¿Exceso de Oferta de Vivienda?...¿es tan sólo esto?...” y “El Mercado de la Vivienda en este ciclo de crecimiento”

Criterios Generales para la Estimación del Déficit Habitacional

Efecto	Meta/objetivo	Déficit cero	
Bono demográfico	+	2015, máximo: favorable a 30's	Positivo Incrementa dem. potencial
Hacinamiento	+	ONU: disminuir	Negativo Política social
Cartera hipotecaria (CH)	-	1 millón créditos anuales CH/PIB: incrementar	Positivo Provee financiamiento
Subsidios Federales	-	Subsidios al frente 2.3-4 mmd	Positivo Multiplica la demanda
Generación de empleo	+	1 millón empleos anuales	Positivo Mayor demanda efectiva
Depreciación	+	Mayor calidad. Mejoramiento	Negativo Mejoramiento habitacional
Construcción	-	2.4% anual Sobreeferta	? Coordinación

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Softec

Ante este escenario, es importante lograr una robusta definición de déficit habitacional que sea estándar, periódica y homogénea entre todos los actores del sector, de tal forma que se logre establecer un consenso sobre su definición y así obtener una sólida "señal" que ofrezca una medición consistente y de mayor frecuencia sobre el rezago y las necesidades de vivienda.

En la situación más deseable este indicador debe cuantificar los desequilibrios del mercado por segmento de vivienda, plaza, estrato de ingreso, precio adquirible y tipo de instrumento de financiamiento, lo cual facilitará la gestión de políticas públicas, planes de urbanización, políticas de migración y decisiones de inversión inmobiliaria por parte de los desarrolladores.

Criterios generales para la estimación del déficit habitacional

La definición más básica de déficit de vivienda es la diferencia que observamos entre la demanda y oferta. Esta a su vez se pueden agrupar de manera general en dos rubros: estáticas para el caso de hacinamiento y depreciación, y dinámicas en el caso de demanda potencial, efectiva y capacidad de pago. Los criterios generales que pueden ser utilizados para lograr una estimación del déficit habitacional son los siguientes:

a) Dinámica poblacional. El bono demográfico de la pirámide poblacional nos muestra que hasta la década de los años 30 observaremos una tendencia creciente, que será favorable, sostendrá la demanda potencial a través de la formación de hogares, se alcanzará su máximo hacia el año 2015.

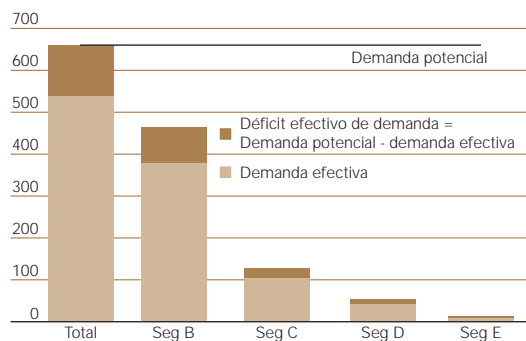
b) Hacinamiento. La población en México, en términos generales, vive en un estado de hacinamiento en las viviendas que actualmente ocupa; este es una necesidad que deberá ser resuelta mediante una construcción más acelerada de nuevas viviendas y con la mejoría de los niveles de accesibilidad de las familias con menores niveles de ingreso.

c) Capacidad de pago. La demanda potencial está restringida por la capacidad de pago hipotecaria de las familias; lo que representa la demanda efectiva, de ahí la importancia de la generación de empleo y en general de mejoría del mercado laboral. El déficit actual entre demanda potencial y efectiva esta alrededor de 120 mil viviendas anuales, concentrado principalmente en el segmento "B" con el 70% del mercado efectivo.² Estos factores constituyen una de las limitantes para lograr la meta de asignación de un millón de financiamientos anuales promedio hasta el 2012 proyectadas en el Programa Nacional de Vivienda (PNV). En el corto plazo, esta industria debería fijar sus criterios de crecimiento principalmente con base en la tendencia de la demanda efectiva y el déficit acumulado de vivienda. En un escenario ideal de largo plazo sería lograr que la construcción de viviendas alcance a la demanda potencial.

d) Subsidios. Los subsidios federales a la adquisición de vivienda representan un apoyo adicional para reducir al déficit de demanda del mercado. El gobierno federal establece diferentes escenarios en la asignación de estos recursos, en un rango entre los 2.3 a 4 miles de

Demanda de Vivienda en México, 2006

Miles de unidades



Fuente: BBVA Bancomer

2 Revisar la edición de *Situación Inmobiliaria México* de septiembre del 2007 el artículo titulado: "Demanda Efectiva de Vivienda", en donde se analiza los diferenciales entre la demanda potencial y efectiva por segmento y por entidad federativa.

millones de pesos (Mmp) durante el sexenio; estas transferencias tienen un importante efecto multiplicador en la demanda efectiva.³

e) Calidad de vivienda. La depreciación y deterioro del stock habitacional tiene un impacto negativo al ampliar el déficit de vivienda. En la medida que se diseñen nuevos y aumente la efectividad de los instrumentos hipotecarios existentes se facilitará el mejoramiento de las viviendas lo que permitirá el incremento en la calidad del parque habitacional. Además, es necesario considerar que en un concepto más amplio de calidad de la vivienda se deberían de incluir las amenidades con las cuales cuenta y la infraestructura que la rodean. En este rubro México también presenta un importante déficit y rezagos históricos. Por lo que una correcta cuantificación de este indicador permitiría corregir con mayor rapidez este desequilibrio del mercado.

Como hemos insistido, una definición integral y robusta del “déficit de vivienda” en México debería considerar los criterios antes mencionados para entonces realizar las estimaciones del mismo con el mayor nivel de desagregación y periodicidad posibles. Lo que podría facilitar una mejor coordinación entre los agentes del sector inmobiliario y lograr el objetivo final de una reducción más acelerada del déficit habitacional.

Evolución histórica del déficit habitacional

En 1970 la Dirección General de Habitación Popular de la que era la Secretaría de Asentamientos Humanos y Obras Públicas —SAHOP— inició las estimaciones del déficit de vivienda con información de los Censos Poblacionales. Actualmente este cálculo lo realizan los distintos organismos públicos del sector. Las estimaciones oficiales del Déficit de Vivienda son realizadas por los siguientes organismos públicos: Infonavit, Conavi y SHF. Todos estos con posiciones divergentes debido al uso de distintas metodologías de cálculo y también a que estos lo realizan con distintos fines como fijación de metas o políticas públicas, etc.

En la presente administración, tal como se apunta en el recuadro sobre subsidios, es prioritario el diseño de instrumentos y políticas públicas para disminuir el actual déficit de vivienda. A partir del II Censo de Población y Vivienda del INEGI, la Conavi definió las metas de vivienda donde se pretende colocar más de 6 millones de créditos, de los cuales menos del 50% corresponde a la cobertura del déficit con únicamente 2.1 millones de créditos.

Según estas estimaciones —que se consideran como las disponibles sobre el tema— el déficit de vivienda alcanzó su máximo entre la década de los 80. A partir de los 90 se observó un gradual disminución, que probablemente se ha acelerado en los últimos años. Para el año 2000, según la Conavi, teníamos un rezago de 4.3 millones de viviendas de los cuales 1.8 millones corresponden a vivienda nueva y 2.5 a mejoramiento de vivienda. El rubro de vivienda nueva está integrado por reposición de stock residencial (1 millón) y sobre ocupación (750 mil); mientras que remodelación se compone de mejoramiento (400 mil) y ampliación (2 millones).

³ La aplicación de subsidios al frente para la adquisición de vivienda para las familias de menor capacidad de pago constituye un ingreso complementario que hace efectiva la demanda de vivienda; de tal manera que podemos observar un hogar sujeto a esta transferencia y a la contratación de un crédito hipotecario. O bien, representan un complemento para aquellos que cuentan con cierto nivel de ahorro para poder liquidar los pagos indirectos y costos de transacción de un crédito hipotecario (enganche, honorarios notariales, avalúos, escrituración, etc.)

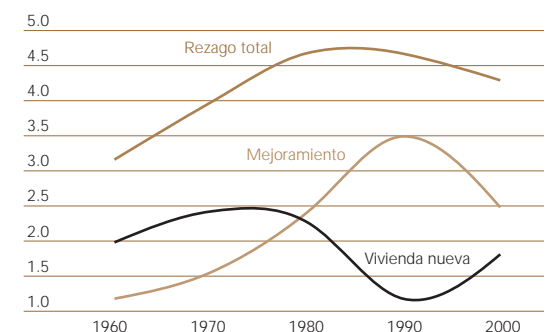
“Déficit de Vivienda” Estimados por Organismos Públicos

Millones de unidades	
Conavi, necesidades de vivienda	6.1
SHF	9.4
Fovissste* (déficit de afiliados)	1.6
Infonavit**	3.0

* Fovissste presenta su déficit para los afiliados no atendidos
 ** Infonavit estima el déficit en unidades requeridas en el mercado
 Fuente: BBVA Bancomer

“Déficit de Vivienda”: Evolución Histórica

Millones de unidades residenciales



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Conavi

“Déficit de Vivienda” en México

Evolución histórica del rezago habitacional, miles de unidades

	1960	1970	1980	1990	2000
Rezago total	3,160	3,977	4,678	4,667	4,291
Vivienda nueva	1,981	2,422	2,267	1,176	1,811
Participación %	62.7%	60.9%	48.5%	25.2%	42.2%
Mejoramiento	1,179	1,555	2,411	3,492	2,480
Participación %	37.3%	39.1%	51.5%	74.8%	57.8%

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Conavi

Como lo hemos comentado en otras ocasiones, el ciclo de crecimiento de la vivienda entre el 2002-2007 debe de ser valorado como muy positivo, con un crecimiento por encima del promedio de la economía. En este lapso se han construido aproximadamente 3.5 millones de viviendas. Sin embargo, la mayor parte de este parque habitacional ha sido asignado a la satisfacción de la demanda de nueva vivienda proveniente de la formación de hogares. Cabe suponer que se ha reducido marginalmente el déficit por mejoramiento de vivienda y que este representa actualmente la mayoría del déficit habitacional histórico total.

El déficit de vivienda del ciclo antes mencionado se ha cubierto en donde se podía materializar, en donde había capacidad de pago de las familias, esta dentro de la primera parte de la evolución del ciclo que hemos llamado de “accesibilidad ante mejores condiciones financieras”, en ese contexto una parte importante reciente se ha cubierto por la generación de nueva demanda por formación de hogares. Ahora queda un déficit por cubrir, de carácter más remanente, más complicado en zonas más remotas y de menor capacidad de pago de las familias. Para este segmento poblacional deficitario se observan restricciones en la asignación de créditos hipotecarios debido a una situación laboral inestable o pertenencia a la economía informal; sus garantías e historial crediticio es débil lo que acentúa el problema del déficit remanente.

Rezago Habitacional 2000

	Ocupantes	Viviendas	Hogares	Hacinamiento			Deterioro			Rezago habitacional		
				Sobre-ocupadas	Ampliaciones	Total	Reposición	Mejoramiento	Total	Vivienda nueva	Remodelación	Total
Total Nacional	95,376,614	21,513,862	22,268,916	755,681	2,042,099	2,797,780	1,055,249	437,636	1,492,885	1,810,930	2,479,735	4,290,665
México	12,472,648	2,743,144	2,848,992	105,848	221,043	326,891	111,117	40,343	151,460	216,965	261,386	478,351
Veracruz	6,857,389	1,597,311	1,635,564	38,253	222,449	260,702	113,618	46,618	160,236	151,871	269,067	420,938
Chiapas	3,778,574	779,472	808,149	29,304	185,635	214,939	50,987	23,398	74,385	80,291	209,033	289,324
Puebla	4,914,782	1,028,692	1,068,836	40,144	163,713	203,857	50,729	23,759	74,488	90,873	187,472	278,345
Oaxaca	3,416,849	738,087	763,292	25,205	157,926	183,131	45,035	21,764	66,799	70,240	179,690	249,930
Guerrero	3,041,892	651,149	674,177	23,028	153,318	176,346	48,591	22,908	71,499	71,619	176,226	247,845
Distrito Federal	8,450,809	2,103,752	2,180,243	76,491	68,177	144,668	76,748	24,068	100,816	153,239	92,245	245,484
Jalisco	6,235,981	1,378,666	1,441,069	62,403	58,929	121,322	47,456	18,494	65,950	109,859	77,423	187,282
Michoacán	3,931,372	846,333	887,958	41,625	78,403	120,028	42,800	22,810	65,610	84,425	101,213	185,638
Guanajuato	4,625,930	918,822	990,119	71,297	51,951	123,248	35,718	13,271	48,989	107,015	65,222	172,237
Tamaulipas	2,720,159	677,489	689,844	12,355	55,007	67,362	33,380	14,794	48,174	45,735	69,801	115,536
Chihuahua	2,952,401	733,379	744,159	10,780	48,247	59,027	34,071	18,314	52,385	44,851	66,561	111,412
Hidalgo	2,220,014	491,482	503,151	11,669	60,212	71,881	24,045	8,996	33,041	35,714	69,208	104,922
San Luis Potosí	2,281,812	489,828	504,990	15,162	50,177	65,279	26,926	11,237	38,163	42,088	61,354	103,442
Yucatán	1,645,421	371,242	387,573	16,331	49,212	65,543	25,786	8,354	34,140	42,117	57,566	99,683
Nuevo León	3,781,624	878,600	915,404	36,804	20,292	57,096	30,876	10,887	41,763	67,680	31,179	98,859
Sinaloa	2,514,540	572,816	585,943	13,127	47,371	60,498	27,986	9,143	37,129	41,113	56,514	97,627
Baja California	2,272,952	559,402	568,090	8,688	31,040	39,728	33,730	17,796	51,526	42,418	48,836	91,254
Tabasco	1,877,280	410,388	424,613	14,225	41,906	56,131	25,651	8,412	34,063	39,876	50,318	90,914
Sonora	2,186,002	527,427	535,743	8,316	36,514	44,830	32,117	10,952	43,069	40,433	47,466	87,899
Coahuila	2,269,189	539,169	552,024	12,855	24,213	37,068	21,043	9,872	30,915	33,898	34,085	67,983
Morelos	1,495,193	354,035	364,798	10,763	31,672	42,435	18,777	6,420	25,197	29,540	38,092	67,632
Quintana Roo	860,281	210,482	216,478	5,996	29,888	35,884	13,703	6,990	20,693	19,699	36,878	56,577
Querétaro	1,387,927	295,143	31,098	14,955	24,989	39,944	11,637	4,014	15,651	26,592	29,003	55,595
Durango	1,432,005	322,288	329,552	7,264	22,555	29,819	13,568	8,318	21,886	20,832	30,873	51,705
Zacatecas	1,345,213	298,217	307,698	9,481	20,005	29,486	10,849	6,973	17,822	20,330	26,978	47,308
Campeche	684,742	156,125	160,492	4,367	25,271	29,638	11,675	5,110	16,785	16,042	30,381	46,423
Tlaxcala	953,842	193,288	203,443	10,155	20,540	30,695	7,397	3,184	10,581	17,552	23,724	41,276
Nayarit	907,791	219,181	222,953	3,772	19,178	22,950	9,593	3,735	13,328	13,365	22,913	36,278
Aguascalientes	936,872	199,398	208,167	8,769	7,496	16,265	6,393	2,481	8,874	15,162	9,977	25,139
Colima	508,592	124,714	128,295	3,581	8,691	12,272	6,205	1,950	8,155	9,786	10,641	20,427
Baja California Sur	416,536	104,341	107,009	2,668	6,139	8,807	7,042	2,271	9,313	9,710	8,410	18,120

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Conavi

En este contexto, la tendencia natural que debería de prevalecer es que se reduzca el déficit por mejoramiento de vivienda y que se atienda a la población de menores ingresos. La nueva fase del ciclo se caracteriza por la necesidad de reducir el déficit de vivienda en condiciones distintas al pasado, que imponen la necesidad de replantear el paradigma vigente de desarrollo urbano. Ahora, este debe estar enfocado hacia el acceso a las poblaciones menos desarrolladas con elevado potencial de crecimiento del mercado de vivienda, como por ejemplo las ciudades intermedias y poblaciones rurales pero, con criterios de sustentabilidad ambiental; de uso eficiente de agua y energía. Además, deberá de continuar los crecimientos provenientes de las dinámicas poblacionales y de otros segmentos como los turísticos, de segunda vivienda y residencial plus.

Estimación y valoración del déficit de vivienda

En esta sección presentamos distintas aproximaciones cuantitativas al déficit de vivienda; utilizamos las siguientes: (a) tenencia propia, (b) viviendas y población en déficit de habitación, (c) déficit de vivienda ajustado por ingreso y economías de escala, (d) déficit de vivienda por días laborables, (e) déficit de vivienda por derechohabencia a la seguridad social y (f) el déficit latente aproximado por nivel educativo.

a) “Déficit de tenencia propia”: rezagos en la asignación de derechos de propiedad.

El déficit de tenencia propia se refiere al rezago que enfrenta el país en la asignación de derechos de propiedad inmobiliarios. Este déficit se mide por el diferencial de tenencia de los inmuebles bajo el régimen de propiedad y alquiler. Para realizar su estimación se considera la población, los hogares y el número de viviendas y de ahí se deriva el margen remanente que aún no cuenta con una vivienda propia. Como es natural este déficit está distribuido heterogéneamente entre los distintos segmentos residenciales.

Una forma de aproximarlos es a través de la Encuesta Nacional de Ingreso Gasto de los Hogares (ENIGH), la más reciente corresponde al 2006, en ella se muestra que la tasa de tenencia propia es del 86%; es decir existe un déficit del 14%, equivalente a aproximadamente 800 mil hogares de rezago en tenencia propia; donde el 20% está concentrado en las familias con ingresos inferiores a 3 salarios mínimos (sm), equivalentes a 150 mil viviendas y el 33% en los hogares con ingresos iguales o superiores a 8 o más sm, equivalentes a 300 mil unidades. Para el primer grupo, el precio de vivienda adquirible es inferior a 250 mil pesos y para el segundo está en el rango de 800 mil a 4.6 millones de pesos, o superiores. Cabe mencionar que el rango de asalariados de 0 a menos de 8 sm, representan el 66% del grupo deficitario lo que corresponde a 530 mil unidades de vivienda. Por otra parte el segmento que esta integrado por los empleados de 8 o más sm es un grupo caracterizado por integrar el mercado de alquiler, o bien, estar en déficit de tenencia propia. Podemos considerar que dentro de este último grupo se encuentra la clase media, que pone en evidencia que también existe un déficit habitacional en ese segmento, aunque relativamente más limitado, que en los grupos de ingresos inferiores a este.

Esta estimación es conservadora, al no considerar criterios como los mencionados en la sección anterior, como por ejemplo hacinamiento y calidad de vivienda. De cualquier forma, la tenencia en propiedad residencial debe seguir siendo el principal criterio para definir las po-

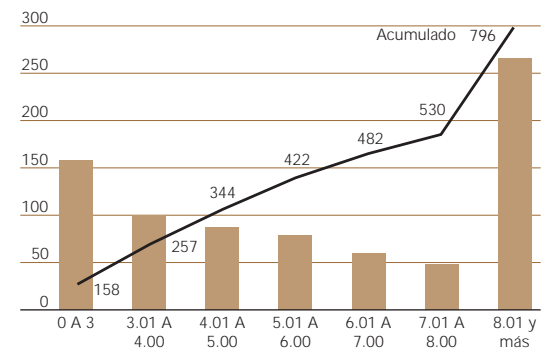
Estimación del Rezago Habitacional 2000

Total	4,290,665		
=		Reposición	Sobreocupadas
Vivienda nueva	1,810,930	1,055,249	755,681
+		Mejoramiento	Ampliación
Remodelación de vivienda	2,479,735	437,636	2,042,099

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Conavi

“Déficit de Viviendas” por Tenencia Propia (por Rango de Salarios Mínimos)

Miles de unidades



Fuente: BBVA Bancomer con datos de ENIGH 2006

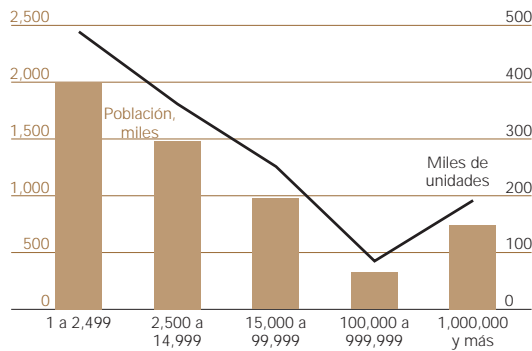
“Déficit de Vivienda” por Tenencia Propia

Miles de unidades

	Viviendas	Hogares	Diferencia	Part. %
Salarios mín.				
0 a 3	709.5	867.1	-157.6	19.8%
3.01 a 4.00	566.5	666.3	-99.7	12.5%
4.01 a 5.00	417.4	504.1	-86.7	10.9%
5.01 a 6.00	371.2	449.5	-78.3	9.8%
6.01 a 7.00	311.4	371.5	-60.1	7.6%
7.01 a 8.00	193.8	241.5	-47.7	6.0%
8.01 y más	992.8	1,259.0	-266.2	33.4%
Total	3,562.8	4,359.0	-796.2	100.0%

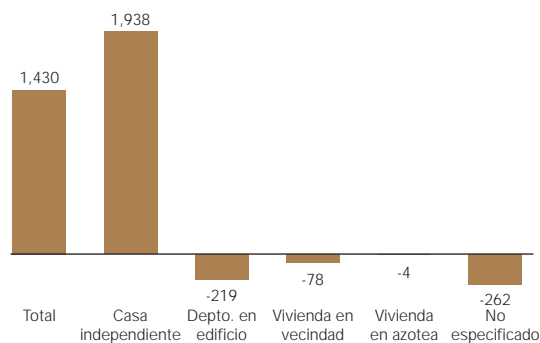
Fuente: BBVA Bancomer

“Déficit de Habitación” por Tipo de Región



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Viviendas con “Población en Déficit de Habitación” por Tipo de Vivienda



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

“Déficit de Vivienda” por Tipo de Región y Vivienda

	Total	Part.	C.I.	D.E.	V.V.	V.A.	N.E.
Total	1,429.7		1,938.5	-219.2	-77.5	-3.6	-261.6
1 a 2,499	488.8	34.2%	481.1	-0.7	0.2	0.0	-53.5
2,500 a 14,999	379.4	26.5%	369.6	-1.4	-0.5	-0.1	-29.1
15,000 a 99,999	250.2	17.5%	260.1	-8.9	-12.0	-0.2	-30.4
100,000 a 999,999	82.9	5.8%	280.3	-160.1	-47.3	-2.8	-105.1
1,000,000 y más	190.2	13.3%	253.4	-48.9	-19.4	-0.5	-43.8

C.I.	Casa Independiente
D.E.	Departamento en edificio
V.V.	Vivienda en Vecindad
V.A.	Vivienda en Azotea
N.E.	No Especificado.

Fuente: BBVA Bancomer

líticas públicas, estrategias de financiamiento y gestión institucional en la tarea de reducir el déficit residencial.

b) “Déficit regional por tipo de viviendas”: concentrado en las zonas rurales y en casas independientes.

Este déficit indica el estado de carencia habitacional bajo diferentes criterios, el primero a nivel regional —entre localidades rurales y urbanas— y el segundo por tipo de vivienda. Según nuestras estimaciones y tomando como base el II Censo de Población y Vivienda del INEGI del año 2005, consideramos que existen 5.7 millones de habitantes sin vivienda, que viven en hacinamiento, equivalente a un déficit de 1.4 millones de unidades. Esta estimación se ha realizado utilizando una metodología de aproximación basada en la tasa promedio de habitantes por hogar, a nivel nacional es de 4 personas, para el caso de poblaciones urbanas es inferior (3.9) y en rurales es mayor (4.1).

El déficit más agudo (87%) se observa en las regiones con las menores concentraciones urbanas, inferiores a un millón de habitantes. Existe para estas regiones un déficit estimado total de aproximadamente 1.1 millones de unidades, pero con una enorme dispersión geográfica. Por ejemplo, en zonas con menos de 2,500 habitantes —que de acuerdo a la clasificación más convencional son las más pequeñas— existe un déficit estimado de 488 mil viviendas para 2 millones de personas. En el siguiente grupo corresponde a zonas con menos de 15 mil habitantes, con un déficit de 379 mil unidades residenciales para aproximadamente 1.5 millones de personas. Las siguientes regiones presentan un déficit decreciente de vivienda, es decir a mayor concentración urbana menor déficit de vivienda, que se revierte hasta poblaciones superiores a 1 millón de habitantes. Es decir, muestra que el déficit regional está concentrado principalmente en poblaciones muy pequeñas, que por su naturaleza son dispersas.

También estimamos el déficit por tipo de vivienda, en este caso encontramos un total de aproximadamente de 1.4 millones de unidades. La situación más destacada está en casa independiente, la población que la habita presenta el déficit más elevado, superior al 100%, equivalente a 7.5 millones de personas, o bien 1.9 millones de viviendas. Para el resto de unidades habitacionales como departamentos, cuartos de vecindad, vivienda de azotea o habitación no especificada encontramos un superávit de unidades residenciales. En particular en departamentos existe un superávit por 219 mil unidades para 854 mil habitantes. En síntesis, el sector rural es el que tiene un mayor grado de rezago, y como es evidente el déficit corresponde a casa habitación. El nuevo modelo urbano debe considerar estas disparidades regionales entre las localidades rurales y urbanas y las preferencias de las comunidades por contar con ese tipo de vivienda.

c) “Déficit de vivienda ajustado por ingresos y economías de escala”: confirma la problemática de capacidad de pago, existen diferencias significativas por estratos

Esta estimación es una aproximación a la acumulación de ingresos distribuido entre los miembros de cada hogar. Es decir, el stock de riqueza por los bienes y servicios domésticos (ej. refrigerador, T.V., etc.) cuyo uso es común a la familia y por tanto, generan un flujo de ingreso y bienestar colectivo⁴, lo cual, implica un ajuste en el ingreso

4 Es decir, el consumo individual de bienes de uso común son adquiridos por el jefe de familia y utilizados por todos los miembros del hogar. En la medida que la aproximación de ingreso permanente de los hogares sea un parámetro de estimación para el déficit entonces cabría esperar que el nivel de rezago real sea de menor magnitud, o bien, si observáramos un mayor grado de economías de escala en los hogares vinculados al uso y servicios residenciales cabría esperar un incremento en el bienestar poblacional.

corriente y en la provisión de servicios de vivienda. Este criterio es una aproximación razonable al ingreso permanente de los hogares y muestra un estado en desigualdad entre los estratos de ingreso. Aunque el déficit monetario promedio es marginal y ofrece una oportunidad para establecer algún mecanismo equalizador del ingreso para la evaluación de políticas públicas, como por ejemplo los subsidios. Este criterio de aproximación lo denominamos déficit de vivienda ajustado por ingreso y economías de escala⁵ cuyo promedio es de \$1,314 pesos mensuales constantes correspondientes al promedio del periodo de 2000-06. Cabe destacar que el decil más rico es el único segmento poblacional que presenta un superávit que se ha incrementado a lo largo del tiempo mientras que el primer decil, el más pobre, tiene el mayor déficit de ingreso destinado a vivienda en 2006. A partir de este estimamos el déficit equivalente en términos de ingreso de 2002 hasta 2006 por decil poblacional. Encontramos una mejoría gradual en todos los segmentos de riqueza aunque el principal déficit habitacional continúa concentrado en los perfiles más pobres.

d) “Déficit de vivienda por días laborables”: confirma que a menores niveles de ingresos existe un mayor rezago

La siguiente aproximación corresponde al déficit de vivienda por días laborables que mide el rezago en servicios de vivienda por estrato de ingreso equivalente a las jornadas laborales pagadas al salario mínimo. Es decir, estimamos el esfuerzo laboral necesario para los hogares de tal forma que cumplan con un supuesto de observar un nivel de déficit de vivienda sea igual a cero, o dicho de otra forma cuál sería el aumento de ingreso necesario —medido por días laborables— para los hogares para lograr la accesibilidad de la vivienda por estratos de salarios.

Para la estimación del déficit de vivienda en días laborables consideramos la equivalencia del ingreso corriente de los hogares al número de días laborables pagados para el promedio del 2000 al 2006, según la Encuesta Ingreso Gasto de los Hogares (ENIGH) del INEGI. Por ejemplo, si el segundo decil presenta un déficit de vivienda de esfuerzo laboral de 52 días tenemos que cada hogar de este decil debería laborar, adicionalmente a su nivel de esfuerzo observado, casi un mes y medio adicional cada mes para no presentar un rezago en servicios de vivienda. Los resultados muestran que tenemos un déficit a nivel nacional de 28 días laborables mensuales promedio para el periodo comprendido entre el 2000 al 2006. En forma resumida, tendríamos que duplicar los ingresos laborables a nivel nacional para obtener un déficit cero de servicios de vivienda. Cabe mencionar que el décimo decil tiene un superávit de 38 días y el decil más pobre tiene un déficit de 66 días laborables mensuales.

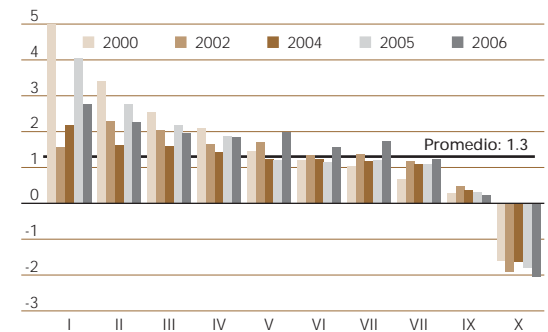
La vinculación entre el mercado laboral y la vivienda es esencial para aminorar estructuralmente el rezago habitacional. Una política pública de empleo específica para los estratos de menores ingresos es una estrategia deseable, no únicamente para reducir gradualmente el déficit, sino para introducir reformas de largo plazo en el sector vivienda.

5 El déficit de vivienda ajustado por ingreso y economías de escala es un criterio matemático que corrige la presencia del uso de bienes y servicios de uso común en el hogar que generan economías de escala (ej. T.V., refrigerador, etc.). La ecuación 1 muestra el ingreso ajustado por economías de escala:

$$(1) Y_e = Y / (n)^{1/2}$$

 Donde,
 Y_e: Ingreso corriente ajustado por economías de escala
 Y: Ingreso corriente
 n: Número de ocupantes en la vivienda

“Déficit de Vivienda” Ajustado por Ingreso y Economías de Escala por Hogar
 Miles de pesos, ingreso mensual, 2006= 100



Fuente: BBVA Bancomer con datos de ENIGH

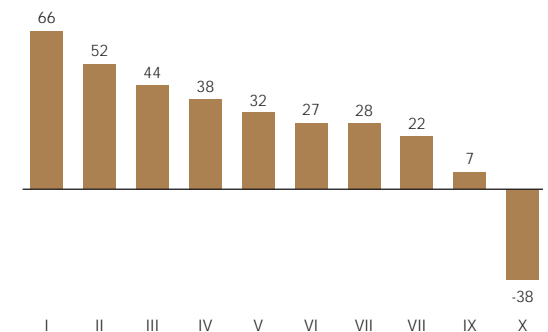
“Déficit de Vivienda” Ajustado por Ingreso y Economías de Escala del Hogar por Decil Poblacional
 Pesos, mensual

	2002	2004	2005	2006	% ing. tot.
I	1,571	2,185	4,051	2,771	256.6%
II	2,287	1,618	2,768	2,261	124.0%
III	2,042	1,585	2,184	1,948	81.4%
IV	1,658	1,438	1,859	1,854	63.0%
V	1,708	1,242	1,205	1,991	56.1%
VI	1,330	1,221	1,140	1,574	37.0%
VII	1,368	1,186	1,216	1,727	33.6%
VIII	1,165	1,094	1,095	1,225	19.2%
IX	471	365	319	226	2.6%
X	-1,897	-1,624	-1,788	-2,056	-10.2%
Prom.	1,170	1,031	1,405	1,352	23.9%

Fuente: BBVA Bancomer

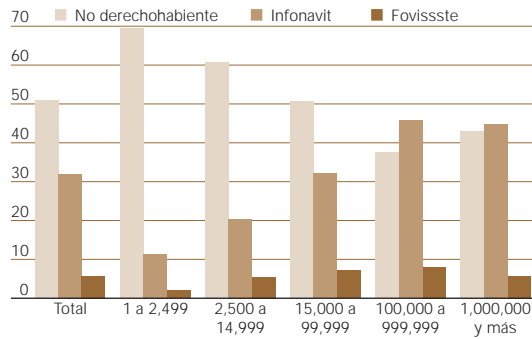
“Déficit de Vivienda” Equivalente a Días Laborables Pagados al Salario Mínimo Mensual, 2000-2006

Número de días laborables



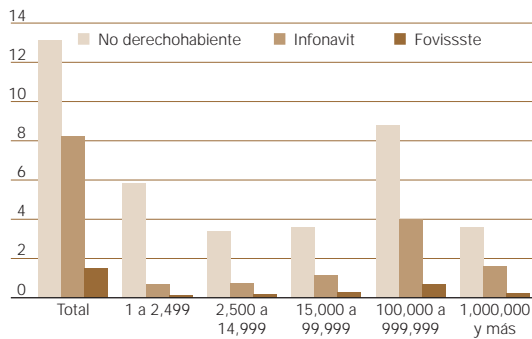
Fuente: BBVA Bancomer con datos de ENIGH

**“Déficit de Vivienda” por Derechohabien-
cia al Infonavit y al Fovissste por Región
% de la población total**



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

**“Déficit de Vivienda” por Derechohabien-
cia al Infonavit y al Fovissste por Región
Millones de unidades de vivienda**



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

**“Déficit de Vivienda” por Derechoha-
biencia a Infonavit y Fovissste
Unidades**

	No derecho- habiente	%	Infonavit	Fovissste
Total	13,103,711	51.0%	8,215,009	1,480,443
Habitantes				
1 a 2,499	5,845,514	69.5%	702,050	121,602
2,500 a 14,999	3,384,240	60.8%	726,028	195,086
15,000 a 99,999	3,589,948	50.7%	1,152,026	255,148
100,000 a 999,999	8,802,854	37.5%	4,020,436	703,235
1,000,000 y más	3,601,842	43.0%	1,614,468	205,371

Fuente: BBVA Bancomer

**e) “Déficit de vivienda por derechohabien-
cia a la seguridad social”: 50% de la población al margen de este derecho**

La siguiente definición corresponde al estado de la población que se encuentra marginado del esquema de seguridad social y por lo tanto no tiene afiliación al derecho de financiamiento a la vivienda por parte de los organismos públicos hipotecarios; este es denominado “déficit por derechohabien-
cia” al Instituto del Fondo Nacional de Vivienda (Infonavit) y el Fondo para la Vivienda del Instituto del Sistema de Seguridad Social para los Trabajadores del Estado (Fovissste). En este caso observamos 51.1 millones de habitantes, más del 50% del total de la población que carecen de este derecho y por lo tanto no tienen acceso a financiamiento hipotecario. Para enriquecer esta estimación se utilizó una clasificación con un criterio regional. Este problema es más agudo en las localidades menores de 2 500 habitantes con 16.5 millones de habitantes que representa el 32% de la población con déficit de vivienda por derechohabien-
cia. Por otra parte, el 42% de los empleados afiliados al Infonavit se localizan en localidades superiores a 100 mil habitantes, lo que representa 15.6 millones de personas. Para el caso del Fovissste este tiene 2.5 millones de cotizantes ubicados en estas localidades lo que representa el 47% de sus afiliados. Estas conclusiones van en el mismo sentido que el déficit regional por tipo de vivienda, señalado en el inciso “b”. Es decir, el déficit se concentra en zonas muy dispersas con bajo concentración urbana.

Los esquemas de seguridad social hipotecarios presentan un considerable rezago en la afiliación de los trabajadores, lo cual, es una barrera institucional en la solución a este problema sectorial. Lo que muestra que es de enorme relevancia vincular los esquemas públicos de seguridad social y de dotación crediticia de la vivienda con la economía informal. Entre varias medidas, se deben de generar los incentivos para aumentar la formalidad y con ello el acceso a la vivienda.

f) “Déficit latente aproximado por nivel educativo”: una oportunidad para nuevos instrumentos hipotecarios

La última definición del déficit de vivienda planteado se refiere a un esquema mixto residencial entre la dotación de capital humano y vivienda. Este lo denominamos “déficit latente” de vivienda. Este no necesariamente implica que este grupo de población carece de vivienda; es más bien una aproximación al mercado potencial del segmento hipotecario vinculado a la dotación de educación superior.

Este indicador se obtiene mediante la suma del grupo de estudiantes con educación superior para el rango comprendido entre los 21 a los 44 años. Y adicionalmente suponemos que la formación de hogares y la educación alcanzada les permiten acceder al mercado inmobiliario residencial. Esta estimación, a diferencia de las anteriores supone un tamaño del hogar de 2 individuos, que consideramos razonable como una primera etapa en la formación de una familia. El déficit latente estimado equivale a 2.3 millones de personas; donde el 84% esta localizado en el segmento poblacional que va de 25-44 años de edad y el 88% está concentrado entre los estudiantes con 4-5 niveles educativos, lo que representa 2 millones de viviendas potenciales.

El déficit latente nos muestra el gran potencial que tiene este nicho de mercado de capital humano y accesibilidad a la vivienda mediante la implementación de un instrumento hipotecario vinculado a este criterio

del mercado. La innovación de instrumentos podría ser un importante detonante de la actividad y generan una mayor certidumbre en los inversionistas, promotores y constructores. Un instrumento con estas características tiene múltiples efectos positivos que tienden a extenderse —*spillovers*— en la productividad laboral del grupo con capital humano y ofrece un importante espacio para el desarrollo de nuevos nichos residenciales de elevada plusvalía y generación de riqueza en las familias emergentes. Así como esta es una línea adicional en el proceso de bancarización para acceder a los nuevos hogares con pueden presentar los mejores niveles de accesibilidad a la vivienda.

¿Cómo lograr reducir este déficit existente o remanente?

Este es un problema complejo, que tiene que ser atendido desde diferentes facetas y con la intervención conjunta de los institutos públicos de vivienda como de la propia iniciativa privada. Lo que se tiene que hacer en forma muy simplificada y esquemática es impulsar nuevamente una mejoría en la accesibilidad a la vivienda en diferentes frentes, tanto por el lado de los costos —directos e indirectos—, como del lado de los ingresos o capacidad de pago de los hogares y como una mejoría en los esquemas financieros hipotecarios.

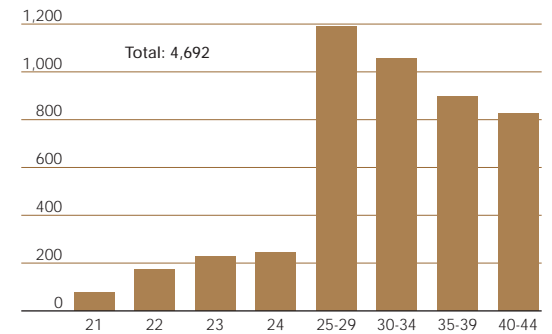
En ese contexto, una de las medidas más evidentes e inmediatas es la reducción de costos indirectos⁶ para sus distintas fases de implementación: adquisición de suelo, urbanización, edificación y adquisición de vivienda. Esto es deseable para todos los segmentos pues sería un proceso más eficiente; donde habría una mejoría sobre todo en la accesibilidad para familias de bajos ingresos. Otra posibilidad en términos de costos y de desarrollo sustentable —que tiene que ser analizada con mayor detalle— se refiere al desarrollo de mini-ciudades, una opción que de primera impresión puede ofrecer la posibilidad de obtener varios beneficios, entre ellos quizá una reducción en los costos de la vivienda ante una mayor escala de producción y menor costo de adquisición de la tierra y la posibilidad de facilitar un desarrollo sustentable con el medio ambiente. En este aspecto la participación del sector público será clave para el impulso adecuado de este tipo de proyectos, de tal forma que puedan ser atendidos con una cobertura de infraestructura suficiente y que permita una conexión adecuada con centros laborales bajo un esquema de redes urbanas entre clusters y zonas residenciales.

Por el lado de los ingresos o capacidad de pagos, se puede mencionar la focalización de subsidios a zonas de pobreza, por ejemplo en zonas rurales, que otorguen el equivalente a un enganche y el resto sea pagado por el acreedor. También esta situación señala la necesidad de encontrar nuevas fórmulas más eficientes de ayuda a las comunidades más pobres.

En el área financiera también existe espacio para la innovación y desarrollo de nuevos esquemas de financiamiento que apoyen el acondicionamiento o mejoramiento, remodelación, ampliación de la vivienda. Un ejemplo se refiere a considerar el colateral hipotecario en un uso mixto de garantía.⁷ Un caso especial puede ser el relativo a

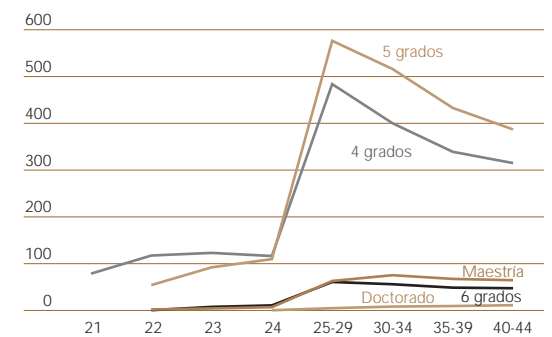
6 Ver artículo sobre costos indirectos como aproximación a los costos de transacción del sector en esta edición de *Situación Inmobiliaria*
 7 El uso mixto de garantía o colateral hipotecario se refiere al uso financiero de un inmueble para el otorgamiento de uno o más créditos; es decir, en el caso de hipotecas binacionales se podría utilizar un inmueble en EEUU como colateral de una hipoteca en México, o bien, para el caso de una hipoteca otorgada donde la garantía es un inmueble que requiere un proceso de remodelación sería deseable que esta misma también pudiera fungir como el colateral hipotecaria de un segundo préstamo hipotecario.

“Déficit Latente de Vivienda” para Población con Educación Superior
 Población en miles



Fuente: BBVA Bancomer

“Déficit Latente de Vivienda” de la Población con Educación Superior de 20 a 44 Años
 Población en miles



Fuente: BBVA Bancomer

“Déficit de Vivienda Latente” por Dotación de Capital Humano*
 Miles de unidades

Años	Total	%	4 gra- dos	5 gra- dos	6 gra- dos	Maes- tría	Doc- tor.
21	39.4	1.7	39.4	0.0	0.0	0.0	0.0
22	87.1	3.7	58.7	27.1	0.3	1.0	0.0
23	113.6	4.8	61.5	46.1	3.8	2.1	0.0
24	122.1	5.2	58.2	54.8	5.4	3.5	0.2
25-29	594.5	25.3	241.9	288.2	30.4	31.5	2.4
30-34	528.0	22.5	200.1	258.1	28.0	37.7	4.1
35-39	448.8	19.1	169.6	216.4	24.4	33.7	4.7
40-44	412.7	17.6	157.5	193.5	23.8	32.3	5.6
Total	2,346.2		986.8	1,084.2	116.1	141.9	17.2

* La dotación de capital humano se refiere al número de grados obtenidos en el nivel de Educación Superior, que va de 4, 5, 6, maestría y doctorado
 Fuente: BBVA Bancomer

los inmigrantes. Las remesas ayudan principalmente para el mejoramiento: mantenimiento, remodelación y ampliación. Pero la pregunta que surge es si estas tendencias actuales son las más eficientes o bien se pueden encontrar esquemas que faciliten la adquisición de una nueva vivienda o bien una mejor adaptación a la existente que derive una mejor alternativa: una vivienda de mejor calidad que genere un mayor patrimonio para estos hogares.

Por último, no podemos dejar de mencionar al evaluar una mejoría en las condiciones de accesibilidad lo concerniente a las condiciones financieras de los créditos hipotecarios. Si la tasa hipotecaria disminuyera 1/2 punto porcentual entonces el precio de vivienda adquirible se incrementaría 3%; si el plazo de financiamiento se extendiera de 20 a 30 años este precio se incrementaría 5% y, para un caso mixto, con una reducción de tasas de 1/2 punto porcentual y un plazo de financiamiento a 30 años el precio adquirible de la vivienda aumentaría 8%.⁸

Conclusiones

De acuerdo con nuestras estimaciones, observamos que se mantiene un déficit de vivienda, tanto por remodelación como por vivienda nueva, que se encuentra localizado principalmente en concentraciones urbanas inferiores a un millón de habitantes —de baja concentración urbana—, en zonas dispersas geográficamente, que presentan bajos niveles de ingreso y no tienen una afiliación a la seguridad social, por lo que presumiblemente se encuentran en la economías informal.

Las estimaciones presentadas sobre el estado del déficit habitacional evidencia la carencia de consenso entre los agentes del sector sobre este indicador. Se pueden aproximar bajo diferentes criterios. Por ejemplo, por tenencia propia se mantienen un rezago en torno al 14% del total. Las regiones menos urbanizadas presentan el mayor nivel de rezago habitacional, y también se observa un déficit de uso residencial de casa-habitación. El déficit ajustado por uso común de bienes y servicios en el hogar se debería compensar para ecualizar horizontalmente las necesidades en servicios de vivienda y lograr reducir el déficit. En adición, la equivalencia del déficit en días laborales evidencia un importante rezago de 28 días promedio a nivel nacional para obtener un diferencial cero en la provisión de servicios de vivienda. Por otra parte, alrededor del 50% de la población no cuenta con derechohabencia de seguridad social, lo que representa un monto de 3.6 millones de unidades y constituye un indicador aproximado del déficit. Finalmente, aún existen oportunidades para la implementación de nuevos instrumentos hipotecarios vinculados a nichos residenciales-educativos, para la formación de hogares emergentes y aptos a introducirse al mercado laboral.

Esta situación hace necesario atender al déficit de vivienda con medidas e instrumentos específicos. En este contexto, la solución integral a este problema constituye una labor de largo plazo donde se requiere en primera instancia generar el consenso y la información necesaria no únicamente entre los actores que participan en el sector vivienda, sino que debe de ir más allá hacia una mejoría en los niveles de accesibilidad, que implican un impulso al mercado laboral, tanto

8 Por las condiciones existentes de los mercados financieros internacionales y las presiones sobre inflación esta opción no parece factible en el corto plazo.

en la generación de empleo, como de fomento a la productividad y en consecuencia a mayores salarios.

En segundo término las políticas derivadas de estas estimaciones deben ser consistentes con proyectos de largo plazo, aplicación ordenada y focalizada de subsidios, tecnologías de construcción más eficientes, económicas, de protección al medio ambiente y sostenibles sin olvidar las necesidades y preferencias de la población. Además, el déficit de vivienda debe ser una de las prioridades en el diseño de instrumentos hipotecarios y esquemas de desarrollo urbano. Este criterio permitirá gradualmente mejorar la eficiencia del mercado de vivienda y corregir los desequilibrios sistémicos del sector, tal como la sobreoferta o restricciones a la capacidad de pago de los hogares.

Una definición consensuada del déficit habitacional es vital para señalar a los agentes del sector los objetivos del largo plazo así como corregir los desequilibrios y rezagos del mercado; cabe mencionar que hacer pública esta estimación con una mayor periodicidad permitiría ajustar los objetivos, pronósticos y metas de organismos públicos con mayor rapidez y eficiencia. Una estimación homogénea y de difusión más frecuente sería una herramienta muy útil para acelerar el ajuste de mecanismos institucionales en el actual modelo de gestión y promoción inmobiliaria en México.

Referencias

European Network for Housing Research Newsletter (ENHR); 1/07.

Estado Actual de la Vivienda en México 2007. Fundación Centro de Investigación y Documentación de la Casa (CIDOC) y Sociedad Hipotecaria Federal (SHF).

Lee Zearley, T. (1993). " *Creating an enabling environment for housing: recent reforms in Mexico* ". Housing Policy Debate, 4,2, 239-249.

Leung C. (2004). " *Macroeconomics and housing: a review of the literature* ". Journal of Housing Economics, 3, 249-267.

Necesidades de vivienda 2006-12 (2007), Conavi.
www.conavi.org.mx

Programa Nacional de Financiamiento para la Vivienda (2008). Conavi.
www.conavi.org.mx

Rezago Habitacional, Sedesol, Conafovi. www.conavi.org.mx

Scanlon, K y Whitehead, C (2004). " *International trends in housing tenure and mortgage finance* ". Council of Mortgage Lenders (CML).

Shlomo A., Stephen C. S. y Daniel L. C. (2002). " *The Dynamics of Global Urban Expansion* ". Transport and Urban Development Department. The World Bank.

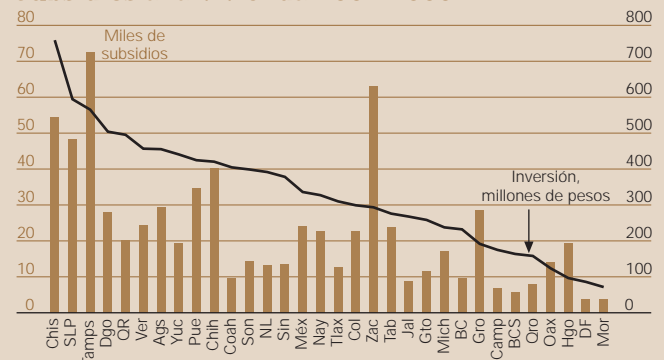
Subsidios Gubernamentales a la Vivienda: Aminoran el Déficit y Mejoran la Accesibilidad a la Población de Menores Ingresos

Ante los desequilibrios y restricciones de capacidad de pago hipotecaria, con un mercado de empleo limitado y con débil crecimiento, las transferencias a los hogares de bajos ingresos son el principal apoyo para lograr la mejoría a su accesibilidad residencial y así acelerar la cobertura de una parte del déficit habitacional remanente. La política de subsidios de la presente administración está orientada hacia subsidios por el lado de la demanda, conocidos como "directos o al frente". Estos son transferencias gubernamentales a la población que califica con criterios de bajo nivel de ingreso o débil historial crediticio, lo que les impide acceder a un crédito hipotecario de la banca comercial; se aplican al enganche para adquisición, remodelación o mejorías de la vivienda.¹ Estos son preferibles a los subsidios financieros² porque introducen mayor transparencia, son más efectivos, reducen distorsiones de mercado y disminuyen los efectos "crowding-out" hacia el sector privado. Los subsidios a la vivienda por el lado de la demanda tienen un efecto dual sobre la disminución del déficit de vivienda: a) incrementan la accesibilidad y b) tiene un efecto multiplicador sobre el mercado. Ambos reducen la brecha entre la demanda potencial y efectiva³, el primero porque mejora las condiciones financieras para acceder a un crédito hipotecario y el segundo porque aquellas familias que marginalmente están fuera del mercado inmobiliario, o bien en estado de déficit de servicios de vivienda, ante esta dotación gubernamental se suman a los clientes y usuarios del sistema hipotecario.

Los esquemas de subsidios más relevantes del sector son: (1) el programa "Esta es tu Casa" de la Comisión Nacional de Vivienda (Conavi) que opera con la población objetivo de dos veces el salario mínimo individual y hasta cuatro salarios mínimos en ingresos conyugales. (2) El programa de subsidio a la vivienda (Prosavi) de la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF) está definido con un enganche mínimo que oscila entre 4% y 5% y el financiamiento de los gastos de originación del crédito por hasta 5.4% del valor de la vivienda y (3) el programa de ahorro y subsidios a la vivienda progresiva "Tu Casa" del Fondo Nacional de Habitaciones Populares (Fonhapo) que está orientado a hogares en pobreza patrimonial.

Para lograr un mayor impacto de la política de subsidios a la vivienda se debería incrementar su cobertura en los segmentos poblacionales de menor nivel de ingreso localizadas en las plazas con elevada formación de hogares y rezago habitacional para que efectivamente se materialice el efecto multiplicador en el mercado. En este contexto, para contar con una referencia del direccionamiento "adecuado" de los subsidios durante el ciclo actual de la vivienda (2002-07) elaboramos dos ejercicios. En el primero comparamos la brecha de la demanda potencial con la efectiva con el monto acumulado del subsidio. En el segundo utilizamos el índice de marginación elaborado por el Consejo Nacional de Población (Conapo) correspondiente al año 2006 y lo comparamos con el subsidio.

Subsidios a la vivienda 2002-2006



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Conavi

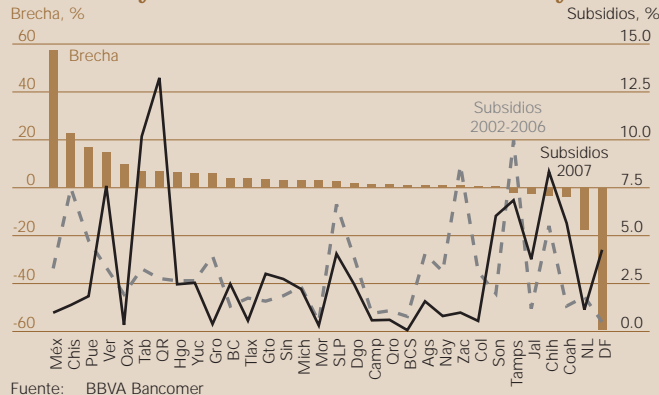
Para el período 2001-06, según datos de Conavi, el ciclo de expansión más reciente del sector, se otorgaron 1.4 millones de subsidios con un monto de 17.9 miles de millones de pesos. Cabe mencionar, que las entidades con una mayor demanda potencial recibieron un mayor número de subsidios federales, por ejemplo, Chiapas tiene el 7% de la inversión y las 10 entidades con un mayor número de transferencias representan el 52% de la inversión ejercida para este período. Los resultados para el año 2007 indican la asignación de 117 mil apoyos con un monto de 3.6 Mmp. Cabe mencionar que el subsidio promedio fue de 31 mil pesos.

Para la relación entre subsidios y la brecha entre la demanda potencial y efectiva observamos una relación heterogénea mientras que esta debería ser positiva, es decir, para aquellas entidades con una mayor brecha de demanda se le debería asignar una mayor cantidad de subsidios. Por ejemplo, el Estado de México tiene un diferencial de demanda cercano al 60% y únicamente

1 El mercado residencial en alquiler no cuenta con un esquema definido de subsidios que garanticen un nivel de consumo de servicios de vivienda mínimo, o bien, incentiven una transición más acelerada hacia el mercado residencial en propiedad.
 2 El subsidio a la tasa hipotecaria tradicional tiene un problema de transferencia de precios hacia el usuario final lo que se manifiesta en un subsidio efectivo a los promotores y no a los consumidores finales, a través del crédito puente.
 3 Revisar "Situación Inmobiliaria México" (septiembre 2007) en donde se explica y se estima la demanda efectiva de vivienda a nivel estatal.

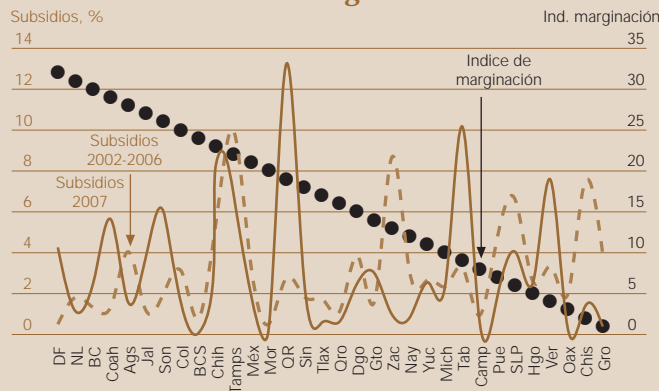
representa el 4% de la inversión en subsidios, o Tamaulipas con un superávit marginal y una asignación de subsidios el torno al 10%.

Subsidios y Brecha de Demanda Potencial y Efectiva



Si evaluamos los subsidios y el índice de marginación, también observamos una relación heterogénea donde la entidad con mayor grado de marginación no necesariamente tiene la mayor dotación de subsidios. Por ejemplo, Guerrero que es el estado con mayor grado de marginación tiene el 4% de la inversión en subsidios, por otra parte, el D.F. en la mejor posición de marginación tiene la menor dotación de subsidios en torno al 0.5%.

Subsidios e Índice de Marginación



En cuanto a las perspectivas la presente administración, según el Plan Nacional de Vivienda, considera tres es-

cenarios que van de 2.3 a 4.0 millones de apoyos con recursos por 45- 75 Mmp definidos para el mejoramiento, adquisición de lotes con servicios mínimos de vivienda propia, sin necesidad de recurrir al mercado informal, irregularidad o asentamientos en zonas de riesgo, con materiales de construcción inadecuados, o qué representan una amenaza para la salud, bienestar y seguridad.

Finalmente, la estructura de subsidios residenciales destinados a la población de menores ingresos debería acelerar la transición del mercado de alquiler o bien de fuerte deterioro de la vivienda que requiere reemplazo hacia uno de propiedad como el instrumento de renta con opción a compra. También mecanismos como "vales o vouchers de vivienda", como es el caso del programa *Section 8* en EUA⁴, que financian en torno al 30% del alquiler para las familias y hogares con un menor nivel de ingreso o en situación de pobreza que podrían ser analizados en su factibilidad y aplicación en México.

Hacia una mayor accesibilidad de vivienda

Los subsidios a la vivienda son las transferencias a los hogares más efectivas para mejorar la accesibilidad a la vivienda para las familias de bajos ingresos y en particular para los estratos más pobres. Las aportaciones por entidad son menores al 10% y estos aún presentan una estructura heterogénea donde el grado de marginación o déficit efectivo de demanda no necesariamente corresponden a los criterios de asignación de los apoyos. El déficit de vivienda se debe erigir como uno de los objetivos de políticas públicas del sector, se debe lograr un consenso sobre la mejor metodología y la estimación más consistente con la "realidad" del mercado.

Leonardo González leonardo.gonzalez@bbva.bancomer.com

4 Los vales de vivienda son subsidios directos a la demanda, que garantizan un consumo mínimo de servicios de vivienda e incentivan la inversión en el mercado residencial. Los vales de vivienda incrementan la viabilidad de adquisición de vivienda para las familias de bajos ingresos. Cabe destacar que este programa podría profundizar la penetración de instrumentos financieros de adquisición de vivienda por la población de menores ingresos que consumen servicios de vivienda en el mercado de alquiler. Los vales de vivienda garantizan los pagos de alquiler y disminuyen los riesgos del colateral financiero del contrato de adquisición residencial.

Costos Indirectos a la Adquisición, hacia un Modelo de Costos de Transacción

Introducción

Desde el 2002, el Mercado de Vivienda en México ha tenido un ciclo muy positivo de crecimiento y expansión; se han sentado las bases para un desarrollo de largo plazo a partir de reformas institucionales en el sector y un contexto macroeconómico favorable que ha permitido una oferta abundante de crédito. Para sostener estas tendencias, se enfrentan retos, uno de ellos es continuar mejorando la accesibilidad de la vivienda. En el ciclo reciente la forma de mejorar la accesibilidad ha sido principalmente a través de la mejoría de indicadores financieros: tasas de interés a la baja, en niveles históricamente reducidos y la ampliación de plazos de financiamiento. Sin embargo, el espacio de mejoría en esa área es limitado, se deben de explorar otras áreas que permitan una renovada mejoría de estos índices de accesibilidad. En lo general, es necesario inducir cambios institucionales que incentiven una reducción de costos para la edificación de vivienda; tanto directos como por ejemplo, por su importancia la oferta de suelo que se está constituyendo como una limitante para la expansión de vivienda económica, como también otros costos indirectos, como gastos de fraccionamiento y urbanización.

Los costos de edificación a la vivienda son una variable estratégica para ayudar a aminorar el déficit habitacional remanente y paliar la coyuntura adversa derivada de la desaceleración macroeconómica. Estos son una piedra angular para impulsar un nuevo modelo urbano donde mejores y más oportunas estadísticas, la profundización del mercado secundario de hipotecas, el desarrollo de infraestructura necesaria y complementaria al crecimiento habitacional, el crecimiento de ciudades intermedias y el fomento de viviendas sustentables amigables con el medio ambiente son los principales criterios que facilitarán una mejor calidad de vivienda y la capitalización de la plusvalía de estos activos.

El análisis de los costos indirectos, es un tema que también se sitúa en el marco de las finanzas públicas de los gobiernos locales, es decir, el sistema federalista del país. Donde la autonomía y soberanía de los estados y los municipios permiten plantear modelos de gestión local en materia de vivienda que son independientes entre sí, aunque cabe mencionar, con un cierto grado de similitud entre ellos.¹ En la medida que este marco federalista sea más homogéneo —tanto en su reglamentación y como en sus costos— observaremos una recaudación más eficiente que puede generar una tendencia más neutral de la inversión, ya que para los agentes será indistinto desde un punto de vista de costos indirectos la localización de los nuevos desarrollos. También se podrían reducir costos —por ejemplo de aprendizaje y otros tanto para los reguladores, como los desarrolladores— al ser los esquemas de gestión gubernamental homogéneos entre localidades. Además, se tendrían beneficios adicionales como una convergencia más acelerada a nivel nacional a la meta de costos indirectos.

En ese contexto, este artículo analiza los costos indirectos de la vivienda, como una primera aproximación hacia el estudio de los costos

¹ En la medida que existan mayores diferencias entre los modelos de finanzas públicas locales entonces tendremos un esquema más complejo a nivel nacional, tanto para la edificación, como posiblemente la venta de vivienda en el país.

de transacción. En la primera sección definimos específicamente qué son los costos indirectos. Posteriormente se presenta su tendencia histórica y su análisis por fases, según la clasificación gubernamental. Se comenta las implicaciones del modelo federalista de los gobiernos locales en los costos indirectos de adquisición residencial. Para finalmente concluir con una breve valoración del tema. Este artículo se sitúa en el marco de una serie de futuros trabajos de análisis en donde se pretende profundizar en la importancia y alcance de los costos de transacción del mercado de vivienda en México.

Costos Indirectos a Través del Enfoque Teórico de Costos de Transacción

El modelo de costos de transacción¹ está definido con el objetivo de solucionar los "cuellos de botella" del mercado de vivienda y para facilitar un mejor funcionamiento del sector, con énfasis en la accesibilidad de la población de bajos ingresos. Shlomo Angel (2000) desarrolla un marco teórico-aplicado de política de vivienda para el Banco Mundial donde se plantea la necesidad de incentivar la creación de mercados vinculados al sector vivienda para mejorar su desarrollo. Este enfoque está articulado en términos de una serie de medidas de políticas para incentivar la capacidad de los agentes privados. La esencia de este planteamiento está en el desarrollo de la *oferta directa de suelo* para vivienda, que permita eliminar las restricciones en la actividad del mercado privado e integrar la dinámica del sector con el desarrollo general de la macroeconomía. Específicamente, la estrategia "facilitadora" propone el desarrollo de los derechos de propiedad. Esta es una aproximación a los costos indirectos como una definición parcial y aproximada de los costos de transacción² en el mercado de vivienda.

En este enfoque se interrelacionan los siguientes tópicos: regularización, actualización de catastro, modernizar los sistemas de registro público y seguridad jurídica.

También se propone profundizar el financiamiento hipotecario mediante el otorgamiento de créditos a tasa de mercado, racionalizar subsidios, proveer de infraestructura urbana para edificación, reformar las regulaciones de construcción y planeación urbana en paralelo a la mayor actividad privada, eliminar las barreras regulatorias para mejorar el marco institucional para la gestión del sector vivienda. Aunque el énfasis en estos estudios está en el desarrollo de la actividad privada, también se ha incorporado el criterio de proveer de una habitación adecuada y sustentable para los asentamientos humanos³ de bajo nivel de ingreso o en situación de pobreza.

En México, las políticas de vivienda que se deben aplicar para desarrollar este mercado son objeto coordinado de los agentes que participan en este sector: hogares, promotores, gobierno, banca comercial y Sofoles. Por mencionar algunas de las acciones se deben de contemplar aspectos estratégicos del sector como dotación de oferta de suelo, de infraestructura urbana para acelerar la generación de plusvalía; el diseño de incentivos para formalizar la vivienda de la población que está en el sector informal; reforzar el marco legal que mejora la seguridad de la tenencia residencial; la implementación de políticas de garantías financieras que mitiga el riesgo sistémico; mejorar la accesibilidad de financiamiento a través de profundizar el proceso de bancarización; la regulación del suelo para evitar usos indebidos y crecimiento desordenados de las ciudades; la promoción de nichos de información para mejorar la toma de decisiones de los usuarios finales, etc

Leonardo González leonardo.gonzalez@bbva.bancomer.com

1 La teoría económica sobre costos de transacción (Williamson, 2005) explica el marco institucional que permite completar una transacción de un bien o servicio. El objetivo de este enfoque es permitir que las transacciones se realicen minimizando los costos que implican realizar estas bajo tres distintos posibles esquemas: mercado, híbrido y jerárquico. Por otra parte, en el marco básico de esta teoría existen tres atributos relevantes: especificidad de los activos, incertidumbre y la frecuencia bajo la que opera cada transacción.

2 Ver OECD Economic Outlook (2004), cap. IV (Housing markets, wealth and the business cycle). Donde se explica que los costos de transacción difieren considerablemente por lo que sus respectivas estimaciones, aunque disponibles de distintas fuentes, estas no son comparables y usualmente están limitadas a un número reducido de países. De acuerdo al Ministerio de negocios danés, se muestra que estos costos son más elevados en los países de Europa continental que en los países nórdicos. Aunque limitados por el tamaño de la muestra, lo que hace difícil demostrar la relación entre los costos de transacción en la vivienda y la correlación precios de vivienda/consumo, se mantiene la hipótesis que ante mayores costos entonces los activos inmobiliarios son relativamente menos líquidos.

3 La declaración de Estambul y Agenda de *Habitat II* (1996).

Adquisición de Vivienda: Tarifas, Impuestos y Cuotas

Fase	
Fase I Adquisición del Suelo	1 Avalúo del inmueble
	2 Certificado de libertad de gravamen
	3 Honorarios notariales
	4 Impuesto predial
	5 Inscripción de la escritura en el Registro Público de la Propiedad (RPP)
	6 Impuesto sobre Adq. de Inmuebles
	7 Certificado de no adeudo de impuesto predial
Fase II Fraccionamiento y Urbanización	1 Alineamiento y número oficial
	2 Deslinde catastral
	3 Red general de alcantarillado al fraccionamiento
	4 Apeo y deslinde catastral
	5 Conexión de la red general de alcantarillado al fraccionamiento
	6 Derechos por conexión de agua potable y drenaje de fraccionamiento
	7 Licencia de fraccionamiento
	8 Licencia de obras de urbanización
Fase III Edificación	1 Alineamiento y número oficial
	2 Derechos por conexión de agua potable domiciliaria
	3 Licencia de construcción
Fase IV Titulación de la Vivienda	1 Avalúo del inmueble
	2 Certificado de libertad de gravamen
	3 Certificado de no propiedad
	4 Honorarios notariales
	5 Inscripción de la escritura en el Registro Público de la Propiedad (RPP)
	6 Inscripción del crédito hipotecario en el Registro Público de la Propiedad (RPP)
	7 ISAI
	8 Certificado de no adeudo de impuesto predial

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Conavi

¿Qué son los costos indirectos en el Mercado de Vivienda?²

Los costos indirectos se refieren a los gastos en cada una de las fases de adquisición de la vivienda; y estos están clasificados en cuatro etapas de producción: adquisición del suelo, fraccionamiento y urbanización, edificación y titulación de la vivienda. El modelo de estimación de los costos indirectos es de carácter mixto bajo los supuestos de estabilidad de precios y basado en un esquema homogéneo de muestreo. Las variables consideradas son: terreno, vialidad, arroyo, banquetas y áreas de donación. Estas se consideran dentro del costo por metro cuadrado para las fases de urbanización y construcción. Y también existen variables fiscales e impositivas como el pago de derechos por servicios públicos y de amenidades residenciales.³ Es importante señalar que este esquema define parcialmente los costos de transacción del mercado de vivienda (ver recuadro de costos de transacción de la vivienda), para considerarlo en forma integral deberían agregarse otro tipo de costos como aquéllos que se generan durante el proceso de búsqueda por parte de los usuarios, aquellos relacionados con el tiempo en pre-venta e información disponible sobre los inmuebles.

Según el modelo federalista en México cada entidad tiene un grado de autonomía para definir su modelo de gestión fiscal local por lo que cabe esperar que los costos y los procedimientos para cada fase de producción sean distintos entre las entidades federativas. Para los fines de esta investigación hemos considerado el modelo fiscal para la adquisición de vivienda del estado de Aguascalientes⁴; que aunque no es equivalente ni idéntico al resto de las entidades este es similar al resto, es decir, integra la mayoría de los conceptos, cuotas, registros, impuestos y tarifas asociadas a la adquisición residencial en el país.

Las cuatro etapas de producción de la vivienda son: (I) adquisición de suelo, (II) fraccionamiento y urbanización, (III) edificación y (IV) titulación de la vivienda.

2 Los costos indirectos a la vivienda están definidos dentro del marco de operación del Programa Sectorial de Vivienda que siguen los lineamientos del Plan Nacional de Desarrollo. Estos se definen de manera general como un instrumento que mide el desarrollo económico del sector y se refiere específicamente a los conceptos de desgravación, desregulación habitacional y su marco normativo. La meta definida en el programa de productividad del sector vivienda es que estos costos comerciales no superen el 4% del valor total de la vivienda. Cabe mencionar que el mecanismo o supuestos que definen este rango objetivo del modelo no son explícitos, y por lo tanto esta meta debería ser mejor definida metodológicamente. En un sentido estricto, los costos directos son la evaluación y diseño del plan ejecutivo, el costo del terreno y los materiales y mano de obra en el proceso de urbanización y construcción. En adición a estos, los costos indirectos se integran por las licencias y permisos de obra, los impuestos y derechos así como gastos notariales (gastos de gestión y administración, comercialización y ventas y gastos financieros). Estos definen el costo total de la vivienda (véase el *Sistema Nacional de Costos Indirectos de la Comisión Nacional de Vivienda* (Conavi)). Los costos indirectos tienen su marco regulatorio de referencia en los tres niveles de gobierno. En el ámbito federal estos están legislados en la Ley General de Asentamientos Humanos; para la jurisdicción estatal tenemos que la Ley de Asentamientos Humanos y Desarrollo Urbano, el Reglamento de Fraccionamientos, el Reglamento de Construcción, la Ley de Ingresos del Estado, la Ley de Hacienda del Estado y los acuerdos de Arancel Notarial. Y finalmente, en los gobiernos locales existe un conjunto de tres principales marcos de reglamentación: la Ley de Ingresos municipal, la Ley de Hacienda municipal y el Código Municipal. En estas se fijan las tarifas de conexión de drenaje, de agua potable y de electricidad.

3 La aplicación específica de este modelo es un condominio plurifamiliar vertical de vivienda de interés social, en terrenos en breña de 1 ha situadas en poblaciones urbanas urbanizadas con un precio equivalente a 15 salarios mínimos (s.m.).

4 Se eligió el modelo fiscal local de adquisición de vivienda del estado de Aguascalientes porque integra la mayoría de los impuestos, cuotas y tarifas en la adquisición de vivienda con respecto al resto de entidades. Según los criterios de soberanía local cada estado tiene la autonomía de legislar la adquisición de vivienda bajo sus criterios locales. El caso de esta entidad es semejante al resto en un 80-85%, por lo que podemos utilizarlo como base de referencia para realizar el análisis comparativo entre las entidades para los costos indirectos de adquisición residencial.

¿Cuál ha sido la tendencia histórica de los costos indirectos de vivienda?

Como se ha comentado en un principio, este estudio es una primera aproximación hacia los costos de transacción de la vivienda en México, para realizarlo se ha utilizado las fuentes de información pública disponibles, la más importante es el Sistema Nacional de Costos Indirectos de Adquisición de Vivienda (Conavi). Esta se constituye como la fuente principal de información que captura estos rubros por entidad federativa. Cabe señalar que en una situación ideal se debería ordenar esta información con criterios cualitativos y de eficiencia recaudatoria; así como hacer público con más detalle sus métodos estadísticos y contar con la mayor confiabilidad sobre la recolección y calidad de las cifras. En cualquier caso, es la mejor aproximación sobre el tema y es una referencia valiosa, por ello se ha decidido utilizarla.

Desde 1992, el promedio nacional de los costos indirectos ha presentado una tendencia decreciente, se situaban en torno al 12%, para que en la actualidad se ubiquen en 4.41%, marginalmente por encima de la meta⁵ del 4% sobre el valor comercial. Cabe mencionar que para el ciclo de expansión reciente (2002-2008) la mayoría de las entidades (20) tienen un costo indirecto del valor comercial por debajo del promedio nacional. Donde la entidad peor situada es Morelos en torno al 9% y la mejor posicionada es el Distrito Federal con el 2.58% del valor comercial.

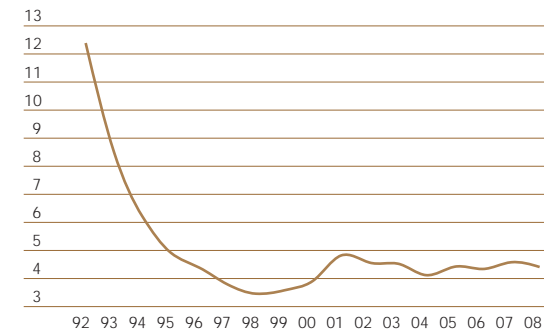
Si analizamos estos indicadores por fases con base a dos cortes transversales, el primero para 2002-08 y el segundo para 2008 tenemos que se ha observado una mejoría marginal en el costo total indirecto. Mientras el primero representaba el 4.61% del valor comercial ahora tenemos que en el presente año este se sitúa en 4.41%. La fase de titulación de la vivienda ha disminuido significativamente su contribución al costo indirecto total de casi 50% a 45%, en segundo término la fase de fraccionamiento y urbanización ha tenido una reducción marginal se ubica en torno al 25%. El resto de fases han tenido un encarecimiento: por ejemplo, edificación ha incrementado su participación 2 puntos porcentuales para situarse en torno al 19%, y por último la adquisición del suelo, también ha mostrado un incremento está en próxima al 10%, mientras que durante 2002-08 estaba en 8.58%.

Si consideramos el último ciclo expansivo del sector, es decir, las fases del Sistema Nacional de Costos Indirectos para el ciclo 2002-08 notamos que también ha sido favorable para su tendencia. En lo que respecta a la adquisición del suelo este rubro tiene un promedio de 0.4% del valor comercial, donde la entidad mejor posicionada es el Estado de México, por debajo del 0.2%, y la entidad con el mayor nivel es Hidalgo por encima del 1%. Para los costos de fraccionamiento y urbanización el promedio es 1.21% donde la entidad con el mayor nivel es Aguascalientes próximo al 3% y aquella con el menor nivel es Campeche en 0.40%.

La fase de edificación presentó un nivel de 0.73% para 2002-08 donde la entidad peor situada es Baja California Sur (2.2% del valor comercial) y aquella con el menor nivel es Tabasco que se aproxima al 0.15%. Y la titulación de la vivienda está ligeramente por encima del 2% del valor comercial donde la entidad con mayor nivel es Guerrero con 5.65% y Distrito Federal en el nivel del 1%.

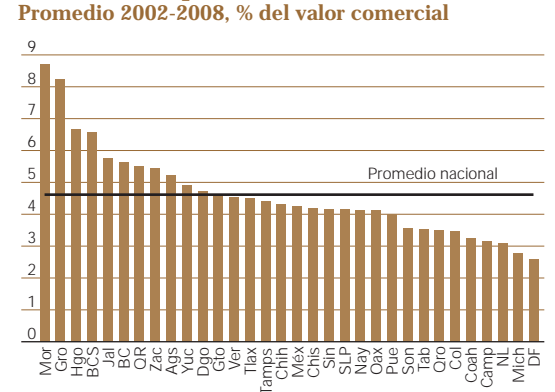
5 La meta de costos indirectos de 4% sobre el valor de la vivienda fue establecido en el Programa de Productividad del Sector Vivienda. Esta no ha sido definida metodológicamente en el modelo de estimación de estos costos, ni explícitamente el método de estimación para cada entidad federativa.

Evolución de los Costos Indirectos Promedio nacional en la adquisición de vivienda, % del valor comercial



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Conavi

Costos Indirectos de Adquisición de Vivienda por Entidad Promedio 2002-2008, % del valor comercial



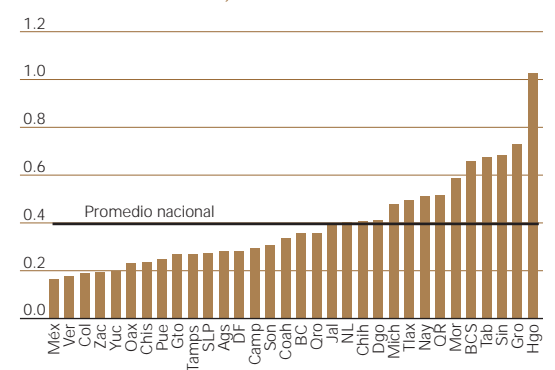
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Conavi

Costos Indirectos a la Vivienda por Fases % del valor comercial

	2002-08	Part. %	2008	Part. %
Total (2002-2008)	4.61		4.41	
Adquisición del suelo	0.40	8.58	0.44	9.98
Fraccionamiento y urbanización	1.21	26.30	1.13	25.62
Edificación	0.73	15.86	0.83	18.82
Titulación de la vivienda	2.27	49.25	2.02	45.80

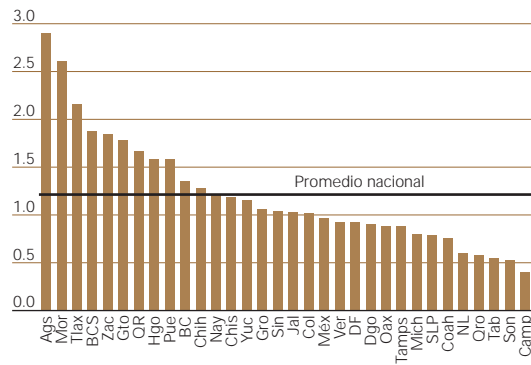
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Conavi

Costos Indirectos de Adquisición de Suelo Promedio 2002-2008, % del valor comercial



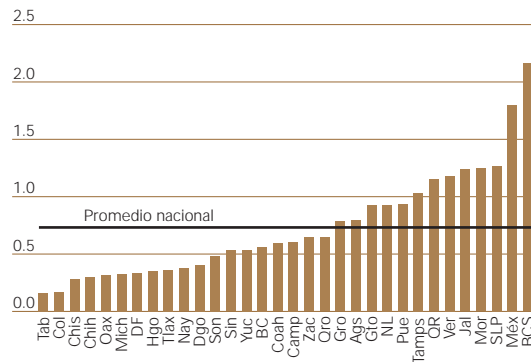
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Conavi

Costos Indirectos de Fraccionamiento y Urbanización
Promedio 2002-2008, % del valor comercial



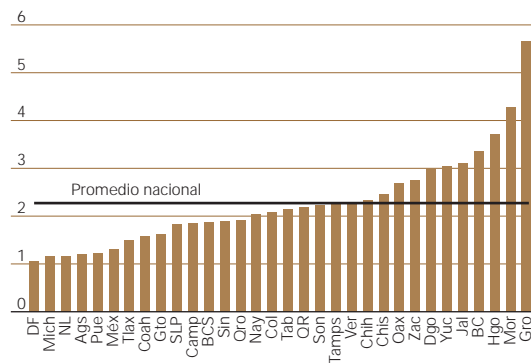
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Conavi

Costos Indirectos de Edificación
Promedio 2002-2008, % del valor comercial



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Conavi

Costos Indirectos de Titulación de la Vivienda
Promedio 2002-2008, % del valor comercial



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Conavi

En resumen, con base en esta información tenemos que la entidad mejor posicionada en términos de costos indirectos es el Distrito Federal donde es más baja en todas sus fases con respecto al promedio nacional. Aquella entidad con el mayor nivel de costos indirectos es Morelos que se explica por presentar la fase de fraccionamiento y urbanización más cara del país. De continuar la tendencia observada desde los noventa cabría esperar que la meta oficial para este indicador sea factible alcanzarla. No obstante, dado que las diferencias regionales son importantes cabría plantear la posibilidad de definir metas de costos indirectos para cada una de las entidades y para cada fase de adquisición para acelerar la convergencia a nivel nacional.

Federalismo local: debería converger a un modelo de reglas homogéneo, no necesariamente los mismos costos

Los gobiernos locales, entidades y municipios, se rigen bajo un marco federal que define su autonomía y por lo tanto plantea un sistema federalista de carácter regional diferente en cada caso particular. En un escenario ideal debería ser perfectamente homogéneo en su reglamentación, no necesariamente en sus costos, porque la equivalencia en cada modelo de finanzas públicas locales traería consigo múltiples beneficios y una considerable transparencia para el sistema en su conjunto. Un mejor marco legal, para la producción y adquisición de vivienda, debería ser estable y equivalente en cada entidad federativa. Por ejemplo, si un inversionista o adquiriente de vivienda enfrenta un proceso diferenciado en cada jurisdicción entonces observamos que la realización de sus proyectos y desarrollos habitacionales, así como la migración de la población, en distintas localidades se ve muy limitada. En cambio, un sistema de reglas homogéneo a nivel nacional permitiría reducir los costos de aprendizaje, especializarse en modelos de negocios y facilitar la movilidad residencial de la población.

En la estructura de los costos indirectos por fase de producción, agente (promotor y adquiriente) y jurisdicción recaudadora (Estado y municipio) de 2004 al presente año observamos una participación proporcionalmente estable a lo largo del tiempo en cada aproximación del sistema. Para la distribución de los costos entre promotores y adquirientes es de 50% aproximadamente para cada uno. Y para el caso de recaudación⁶ observamos que el estado tiene el 21%, los municipios por encima del 50% y otros el 24%.

Ahora comentamos un nivel adicional de desagregación de cada fase de los costos indirectos; donde presentamos los principales impuestos, cuotas y tarifas para cada una de estas durante 2007. En la adquisición del suelo para edificación el impuesto sobre adquisición de inmuebles es la principal fuente de recaudación de los gobiernos locales situándose en torno al 1.6% del valor comercial, y la peor posicionada es el avalúo de los inmuebles con un valor inferior al 0.2%. Para el fraccionamiento y urbanización la cuota de apeo y deslinde catastral es la principal fuente de recaudación en torno al 2.5% y el registro de

6 Por ejemplo, el total de costos indirectos durante 2007 fue de \$23.4 millones de pesos con una recaudación promedio por entidad de \$731 mil pesos. La entidad con el mayor nivel de recaudación fue Jalisco con \$1.2 millones y aquella con menor nivel de recaudación fue Nuevo León con \$360 mil pesos. Para el caso específico de la adquisición del suelo los gastos fueron de \$2.4 millones de pesos con un nivel promedio de \$73 887 pesos por entidad. Los costos totales por fraccionamiento y urbanización fueron de casi \$6 millones de pesos con un nivel promedio por entidad de \$181 mil pesos. Para el caso de la edificación el costo total fue de \$3.9 millones de pesos con un gasto indirecto promedio de \$117 mil pesos por entidad. Y por último, los costos de titulación de la vivienda fueron de \$11 millones de pesos con un nivel medio de \$333 mil pesos.

alineamiento y número oficial está por debajo del 0.5% situándose como el registro con menor capacidad fiscal. Para el caso de edificación los pagos por derechos por conexión de agua potable domiciliar es la principal carga impositiva con un nivel en torno al 3.5%. Y para la titulación de vivienda el costo indirecto principal son los honorarios notariales con un valor en torno al 7% seguido en segundo término por el Impuesto sobre Adquisición de Inmuebles (ISAI) al 4% del valor comercial; y en última instancia tenemos al certificado de no adeudo de impuesto predial con un valor de 0.14% del valor comercial.

Cabe mencionar que el nivel de recaudación de los costos indirectos es relativamente bajo y en algunos casos existe recaudación cero para algunas cuotas e impuestos (p.e. certificado de libertad de gravamen o inscripción de la escritura en el Registro Público de la Propiedad). Sobre todo si lo compramos con el nivel de actividad observado desde el 2002. Si evaluamos a las entidades en cada una de sus fases de producción encontramos que el 30% de los estados presentan un elevado costo en al menos tres de sus fases de adquisición de vivienda, el 50% en dos y el 30% únicamente una.

En adición a la característica del sistema federalista de los gobiernos locales, tenemos que en materia de dotación de infraestructura, provisión de bienes públicos y accesibilidad de servicios gubernamentales existe un amplio margen para consolidar un sistema de costos indirectos aún más estable y equivalente a través del tiempo entre las entidades. Las inversiones de infraestructura permiten consolidar el modelo regional de cada entidad federativa, pues esta es una inversión pública estratégica. La fase de fraccionamiento y urbanización está ampliamente correlacionada con el programa de inversiones públicas del mercado habitacional, donde precisamente encontramos que existe un mayor grado de diferenciación entre las finanzas públicas locales y, también los costos indirectos son mayores al resto de las fases en la adquisición de vivienda. La estrategia de la presente administración, basada en el Plan Nacional de Infraestructura, ofrece una gran oportunidad para introducir reformas institucionales y legales necesarias para consolidar la equivalencia entre entidades y municipios. Este es un proceso gradual, no obstante la convergencia a un modelo homogéneo en reglamentación es de carácter prioritario que podría además, facilitar la meta de 4% de los costos indirectos y en consecuencia detonar una mayor inversión fija en obra pública regional.

Por una parte, el modelo de adquisición de las reservas territoriales, por parte de los principales desarrolladores del sector, es una variable de gran relevancia para los costos de transacción en la adquisición de vivienda. Esta ha sido una estrategia que ha generado una mayor rentabilidad, sinergias y economías de escala en este modelo de negocio habitacional; y por ende se ha consolidado como una de "la fórmula de crecimiento de largo plazo" de las principales empresas promotoras de vivienda. Desde el punto de vista del federalismo⁷, esta situación es un dilema para la autonomía y la búsqueda de un modelo más eficiente de administración pública de los gobiernos locales. Pues estos

7 Existen todavía problemas en los esquemas institucionales de adquisición habitacional: en la realidad cotidiana de las transacciones inmobiliarias existen aún transferencias al margen con implicaciones en el nivel de bienestar de la población y la eficiencia de los proyectos inmobiliarios. Estas deben ser eliminadas de la dinámica y funcionamiento del sector residencial. Los retrasos en el desarrollo de proyectos inmobiliarios, las señales difusas en las decisiones de inversión o la complejidad en la obtención de información para la adquisición de un inmueble se deben en gran medida a la presencia de algunas reglas poco claras en su funcionamiento.

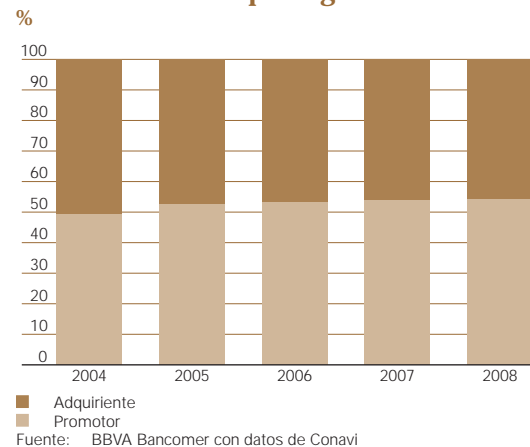
Costos Indirectos a la Vivienda

Promedio 2002-2008, % del valor comercial

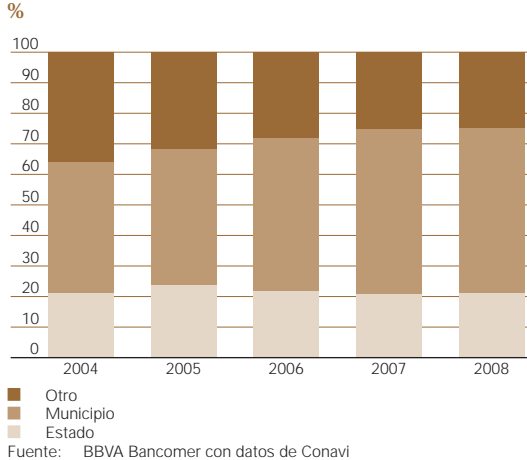
	Fases				Total
	I	II	III	IV	
Morelos	0.59	2.61	1.25	4.27	8.71
Guerrero	0.73	1.06	0.78	5.65	8.22
Hidalgo	1.03	1.58	0.35	3.71	6.67
Baja California Sur	0.66	1.88	2.16	1.88	6.57
Jalisco	0.39	1.03	1.24	3.10	5.76
Baja California	0.36	1.35	0.56	3.36	5.63
Quintana Roo	0.52	1.67	1.15	2.18	5.52
Zacatecas	0.20	1.85	0.64	2.76	5.45
Aguascalientes	0.28	2.90	0.80	1.21	5.18
Yucatán	0.20	1.15	0.54	3.04	4.92
Durango	0.41	0.91	0.40	3.01	4.73
Guanajuato	0.27	1.78	0.92	1.63	4.60
Veracruz	0.18	0.93	1.18	2.25	4.54
Tlaxcala	0.50	2.16	0.36	1.49	4.50
Tamaulipas	0.27	0.88	1.03	2.24	4.42
Chihuahua	0.41	1.28	0.30	2.32	4.31
México	0.17	0.97	1.80	1.31	4.24
Chiapas	0.24	1.19	0.29	2.46	4.18
Sinaloa	0.69	1.04	0.53	1.90	4.15
San Luis Potosí	0.27	0.79	1.26	1.83	4.15
Nayarit	0.51	1.21	0.37	2.04	4.14
Oaxaca	0.23	0.89	0.32	2.70	4.13
Puebla	0.25	1.58	0.94	1.23	3.99
Sonora	0.31	0.53	0.49	2.23	3.56
Tabasco	0.68	0.54	0.16	2.15	3.53
Querétaro	0.36	0.58	0.64	1.92	3.50
Colima	0.19	1.02	0.17	2.08	3.46
Coahuila	0.34	0.76	0.59	1.57	3.25
Campeche	0.29	0.40	0.61	1.85	3.15
Nuevo León	0.41	0.60	0.93	1.17	3.10
Michoacán	0.48	0.81	0.33	1.15	2.76
Distrito Federal	0.28	0.92	0.33	1.05	2.59
Prom. nacional	0.40	1.21	0.73	2.27	4.61

Fase I Adquisición del suelo
 Fase II Fraccionamiento y urbanización
 Fase III Edificación
 Fase IV Titulación de la vivienda
 Fuente: BBVA Bancomer con datos de Conavi

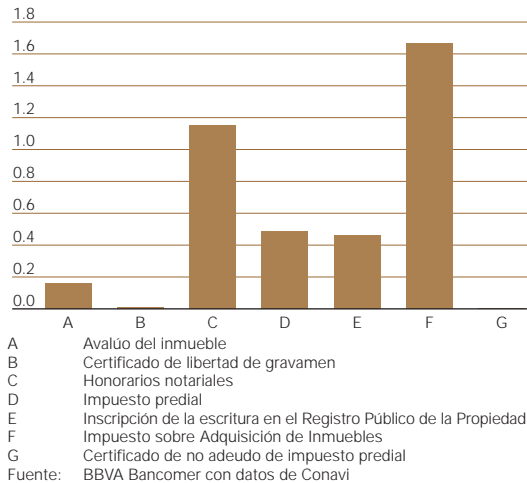
Costos Indirectos por Agente



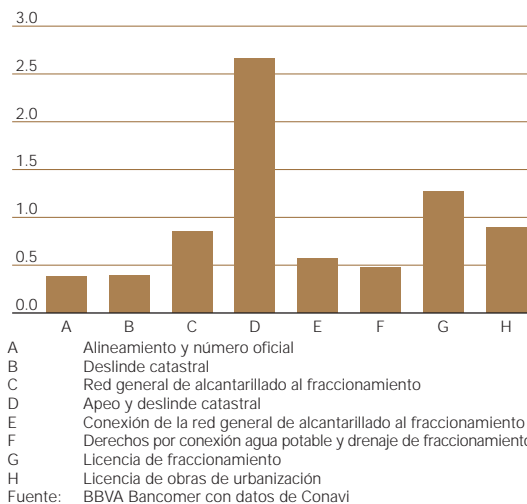
Costos Indirectos por Recaudador



Impuestos a la Adquisición del Suelo 2007, % del valor comercial



Impuestos al Fraccionamiento y Urbanización 2007, % del valor comercial



deben dotar de infraestructura residencial adicionales a otros proyectos y ritmos de inversiones productivas (p.e. clusters, educación, salud, transporte, etc.), lo que genera presión en las finanzas locales y en la velocidad de dotación de infraestructura. Ante estas limitantes es necesario explorar las ventajas de un sistema federalista, si bien más homogéneo, también más sustentable y con un mejor esquema de costos de transacción a través del cumplimiento de la meta de los costos indirectos en la adquisición de vivienda para cada una de las entidades y municipios del país que permita potenciar sus beneficios.

En síntesis, el papel que deberían jugar unos costos indirectos y de transacción con un menor nivel es a favor de la eliminación de estas fricciones del modelo institucional; pues introducirían una mayor transparencia, mejor sostenibilidad de las inversiones residenciales y una mayor integración del sector al resto de las economías locales y regionales.

Conclusiones: México debería encaminarse hacia un modelo federalista

El caso de México está caracterizado por presentar múltiples restricciones en el mercado de vivienda por la existencia de diversas restricciones y costos, lo que implica una débil integración de la industria al resto de sectores, restando potencial crecimiento al sector. En este artículo hemos analizado como una primera aproximación de carácter general los costos de transacción. Es recomendable que los agentes del sector mejoren su grado de coordinación en la toma de decisiones, de tal forma que se establezcan o mejoren los marcos regulatorios a través de un esquema integral de medidas que permitan acelerar el crecimiento del mercado, ofrecer mejores garantías y eliminar los "cuellos de botella". Uno de ellos, de los más importantes a revisar se refiere a la provisión de oferta de suelo urbanizado apto para vivienda.

El marco institucional bajo el cual se realizan las transacciones del mercado de vivienda en México debería incentivar aún más la actividad privada del sector con una mayor disponibilidad de información y una estrategia coordinada para minimizar los costos asociados a la realización de transacciones inmobiliarias. No obstante, la tendencia de los costos indirectos de la vivienda es decreciente y se sitúa en un nivel próximo a la meta del 4% del valor comercial. Cabe mencionar que este indicador es aún una aproximación parcial a los costos de transacción del mercado. También existen importantes diferencias regionales debido a que la naturaleza de estos costos está muy vinculada con el sistema federalista y la recaudación fiscal de los gobiernos locales y municipales.

En este sentido cabría mencionar algunas recomendaciones necesarias para alcanzar la meta planteada para este programa:

- Se debería definir un modelo de simplificación administrativa de tal manera que se integren los impuestos y cuotas fiscales en la adquisición residencial en un menor número de trámites y gestiones en cada una de las fases de la adquisición de vivienda.
- También es necesario homogeneizar el marco "impositivo-fiscal" federalista; es decir, dado que cada entidad tiene un modelo de recaudación independiente al resto esto hace aún más difícil la migración de las empresas entre las distintas plazas del mercado. En su caso, un marco homogéneo o estándar definiría un esquema más sencillo y funcional para los promotores y constructores inmobiliarios.
- Es relevante evaluar los efectos de una menor recaudación por im-

puestos y tarifas de los costos indirectos; dada la evidencia presentada tenemos que existen trámites e impuestos con muy baja recaudación; esta situación no es justificada dado el ritmo de construcción que se ha observado en el sector. Por lo que es necesario implementar programas que hagan más eficaz el esquema de finanzas públicas locales del sector vivienda, que faciliten el desarrollo de infraestructura.

Las principales empresas promotoras de vivienda, a través de sus reservas territoriales, son agentes estratégicos en el modelo de desarrollo económico local de cada entidad. También, son las firmas que definirán el modelo de crecimiento residencial en el mediano plazo de las localidades donde han adquirido suelo para vivienda. Estas, a su vez, juegan un rol relevante con el gobierno en materia de dotación de infraestructura para urbanizar el suelo en breña y proveer de bienes públicos y amenidades residenciales que detonan el proceso de acumulación de plusvalía en cada localidad.

Finalmente, ante la cuestión: ¿cómo disminuir los costos indirectos de adquisición a la vivienda?; planteamos los siguientes puntos de interés. Primero, desde un punto de vista metodológico si integramos el modelo de costos indirectos en un marco de estimación más general donde se considere, también, a los costos de búsqueda, de información, los pagos colaterales al sistema institucional y aquellos generados por el marco de regulación entonces observaríamos una estimación de los costos indirectos más realista; y también se lograría una aproximación hacia la estimación de los costos de transacción en la adquisición de la vivienda en México.

Por una parte, la disminución de estos costos es deseable ante un mayor fomento a la integración del mercado de vivienda al resto de industrias y sectores de cada economía local. Es decir, en la medida que este sector se encuentre más integrado y con una mejor regulación entonces los costos de transacción de cada fase de adquisición estarían mejor identificados y se incentivaría la búsqueda para reducirlos. Así también, en los casos en que una transacción inmobiliaria genera una serie de transacciones en otras ramas vinculadas, estas también enfrentan costos de transacción vinculados a cada adquisición residencial. Por lo tanto, una estimación eficiente de estos costos tendría múltiples efectos positivos —*spill-overs*— sobre el resto de transacciones de compra-venta de insumos para la construcción residencial, información para los usuarios y en última instancia para la formación de precios y desarrollo del sector vivienda.

Referencias

Aranda G, Castillo S. M. Y Rodríguez A. F. (2000). " *Análisis económico de los costos de transacción del mercado de bienes raíces*". *Análisis Económico*, primer semestre, XV, 31, 137-164.

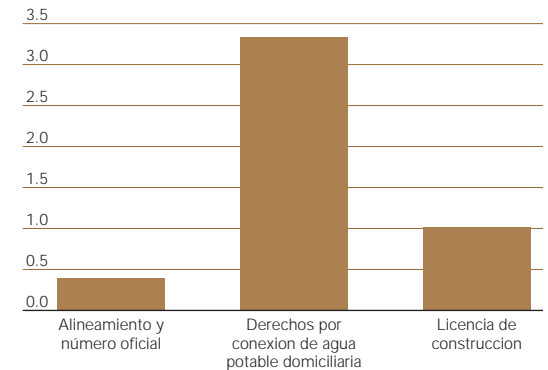
European Mortgage Federation (2007). *The protection of the mortgage borrower in the European Union*

European Mortgage Federation (2007). *Study of the efficiency of the mortgage collateral in the European Union*

Shlomo, Angel (2000). *Housing policy matters: a global analysis*. Oxford University Press

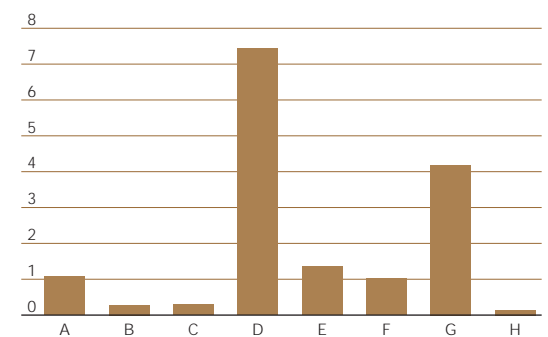
Williamson, Oliver (2005). *Transaction Cost Economics*. Springer US.

Impuestos a la Edificación 2007, % del valor comercial



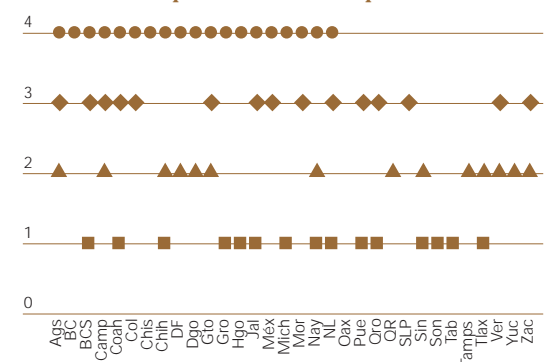
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Conavi

Impuestos a la Titulación de la Vivienda 2007, % del valor comercial



A Avalúo del inmueble
B Certificado de libertad de gravamen
C Certificado de no propiedad
D Honorarios notariales
E Inscripción de la escritura en el Registro Público de la Propiedad
F Inscripción del crédito hipotecario en el Reg. Púb. de la Propiedad
G ISAI
H Certificado de no adeudo de impuesto predial
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Conavi

Entidades con Elevados Costos Indirectos por Etapa Por encima del promedio, fases de producción



Fuente: BBVA Bancomer

Introducción

El objetivo de este artículo es analizar si la crisis subprime de EEUU ha tenido algún impacto en el mercado de bursatilizaciones en México. Para ello, se describen los cambios macroeconómicos e institucionales que permitieron el crecimiento y desarrollo del mercado hipotecario en México, y dieron origen al mercado secundario (ie, a las bursatilizaciones hipotecarias). A pesar de ser un mercado todavía pequeño, ha crecido de forma dinámica en los últimos años y tiene un enorme potencial. Que se mantenga este ritmo de expansión es fundamental, ya que las bursatilizaciones tenderán a ser una fuente de financiamiento cada vez más importante para el sector, ante las limitantes que impondrán a la demanda de vivienda y el crédito hipotecario los balances bancarios.

1. Desarrollo y evolución

1.1 Cambios que permitieron el desarrollo del mercado secundario

Para generar las condiciones para un mercado secundario de hipotecas en México, primero se tuvieron que superar una serie de obstáculos que impedían el crecimiento y desarrollo del mercado primario después de la crisis de 1995. Las elevadas tasas de inflación y la inestabilidad financiera impedían el otorgamiento de créditos a tasas de interés fijas y a plazos largos. Desde entonces, los ciclos económicos en México han sido más estables —expansiones más duraderas y recesiones más suaves—, y han estado caracterizados por un proceso de desinflación —hasta alcanzar en los últimos años inflaciones bajas y estables—. En consecuencia, las tasas de interés han estado caracterizadas por una tendencia a la baja. La estabilidad económica es el principal fundamento sobre el que descansa el crecimiento y desarrollo del mercado hipotecario primario en México. Por un lado, un número de familias cada vez mayor puede acceder a un crédito hipotecario y comprar una vivienda —aumento en la demanda—, y por otro, el INFONAVIT, las Sofoles y los Bancos tuvieron el marco y los incentivos adecuados para otorgar hipotecas a tasas de interés fijas y a plazos cada vez más largos.

Por otra parte, la ausencia de récords de historial crediticio de las personas impedía la estimación de riesgo y probabilidades de impago de los solicitantes de crédito. La falta de historiales crediticios completos creaba dificultades para estimar no sólo las probabilidades de impago, sino también las de prepago. Se creó el Buró de Crédito, que además funcionó como un mecanismo para compartir la información crediticia de las personas, con la cual se pudieran apoyar las decisiones de crédito. Adicionalmente, existía una incertidumbre elevada sobre la duración y los resultados finales de los procesos de recuperación de las garantías de los créditos hipotecarios —los inmuebles—. Las ejecuciones de hipotecas en México requerían de mucho tiempo: documentarlas podía tomar hasta cinco meses, y la orden de venta de la vivienda podía demorar hasta dos años. En 2000 se hacen cambios a la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito que logran acortar estos tiempos.² Los cambios en la legislación en ese año introdujeron al mercado un nuevo instrumento —los “certificados bursátiles” —, que

1 Emisiones de títulos de deuda respaldados por hipotecas.

2 Se modifica la Miscelánea de Garantías que modifica diversas leyes y disposiciones legales para permitir una recuperación más ágil de las garantías de créditos al consumo.

era suficientemente flexible para ser usado como un vehículo de bursatilización (VB), y desde entonces también se permite a los fideicomisos actuar como un VB, y a los inversionistas de estos se les garantizaron los derechos sobre el colateral de los préstamos. Adicionalmente, los procesos de ejecución de hipotecas fueron simplificados en el caso de los fideicomisos porque los administradores de estos tienen el derecho para vender el colateral de los préstamos en una subasta pública sin necesidad de seguir un proceso judicial. No obstante, aún entonces, los deudores no eran responsables por el monto de crédito restante en caso de que la garantía —la propiedad— se vendiera por menos del monto por pagar. En 2003 se hacen cambios adicionales a la Miscelánea de Garantías³ con los cuales los deudores son a partir de entonces responsables por el pago total de la deuda.

Superados estos obstáculos, existían otros que impedían el desarrollo del mercado secundario de hipotecas a través de las bursatilizaciones (Cuadro 1). Hasta la creación de la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF) en 2001⁴, no había una institución que dirigiera y supervisara los estándares de los créditos a bursatilizar. Además, los créditos hipotecarios no estaban estandarizados. Cada banco ofrecía sus propios términos de crédito, lo que volvía imposible juntar las hipotecas y bursatilizarlas. En 2003, cambios adicionales en la legislación⁵ establecieron cláusulas financieras estandarizadas para todos los contratos de crédito que requerían que la información de estos apareciera en un formato estándar que permitiera hacer comparaciones entre diferentes contratos.

1.2 El mercado secundario: aprendiendo de la experiencia internacional

Como en EEUU, el mercado secundario de hipotecas en México fue lanzado con el apoyo de iniciativas gubernamentales. Sin embargo, México se alejó del modelo de EEUU en el que Fannie Mae y Freddie Mac compran las hipotecas a los originadores que cumplen con ciertos estándares, las agrupan para usarlas en sus bonos respaldados por hipotecas, cuyos rendimientos son pagados con las amortizaciones de los créditos. En México, los originadores emiten directamente en el mercado y se benefician de las garantías (*credit enhancements*) que ha otorgado la SHF (Cuadro 2), y que tienen la intención de facilitar las operaciones del mercado secundario. El uso de éstas permite mejorar las calificaciones de las bursatilizaciones. Recientemente, empresas privadas como Genworth, AIG, entre otras, han proveído garantías como lo hace la SHF. El desarrollo del mercado hipotecario de bursatilizaciones ha permitido que algunas Sofoles bursatilicen su cartera de créditos de forma independiente y/o que actúen como vehículos de bursatilización comprando carteras de créditos a otras Sofoles más pequeñas con el objetivo de bursatilizar de forma agregada.

Algunas características del modelo danés han atraído especial atención en México. La característica más importante de este modelo es la elevada liquidez del mercado secundario. Las emisiones de títulos son altamente líquidas porque las carteras de créditos ofrecen característi-

Cuadro 1. Bursatilizaciones

Principales Características

La bursatilización de hipotecas es una técnica que permite a los originadores de éstas fondearse en el mercado y transferir el riesgo de crédito inherente a un conjunto de hipotecas. En una operación de bursatilización, el originador vende su portafolio de hipotecas a un vehículo de bursatilización (VB). El VB emite títulos representativos de derechos sobre los rendimientos que generen las hipotecas transferidas. El flujo generado por los intereses y el pago del capital de los créditos hipotecarios es usado para pagar el rendimiento de los títulos respaldados por hipotecas (MBS), y las hipotecas actúan como el colateral. Una eficiente bursatilización de hipotecas requiere que: 1.- el conjunto de préstamos a bursatilizar tenga características uniformes (incluyendo términos del crédito, documentación, calidad crediticia, y desempeño histórico); y 2.- los procedimientos de ejecución de hipotecas deben ser rápidos y de bajo costo. Además, las hipotecas deben ser totalmente transferibles, ya que el VB debe adquirir todos los derechos de los flujos provenientes de los créditos hipotecarios y su derecho sobre el colateral debe prevalecer sobre cualquier otro.

Principales Beneficios

La bursatilización de las hipotecas permite a los originadores obtener el valor presente de los flujos que generen los créditos de forma inmediata. Por tanto, la operación genera fondeo para nuevas actividades de crédito. La mayor rotación de activos que se obtiene les permite expandir la generación de créditos. La bursatilización es uno de los mecanismos más eficientes para obtener recursos que les permitan otorgar más créditos. Además, al remover las hipotecas de su balance, los originadores diversifican su riesgo de mercado y crédito. En consecuencia, una vez que las hipotecas salen del balance de los originadores, los requerimientos de capital —por regulación— disminuyen. La bursatilización permite transformar activos poco líquidos (hipotecas) en instrumentos financieros negociables en los mercados de valores.

Fuente: BBVA Bancomer

3 Entre otros aspectos positivos, se acortan los plazos de los procedimientos legales y aumenta la certeza de recuperar el monto total de un crédito otorgado (antes sólo el monto que llegara a cubrir la garantía).

4 Creada con el propósito de promover el desarrollo mercado primario y secundario de hipotecas. La SHF ha establecido lineamientos mínimos de colocación y administración de créditos hipotecarios.

5 Ley de Transparencia y de Fomento a la Competencia del Crédito Garantizado.

Cuadro 2. Programa de Garantías de la SHF

Garantías a Acreedores

La SHF otorga un Seguro de Crédito Hipotecario o Garantía por Incumplimiento (GPI), que cubre hasta el 35 por ciento (del saldo restante, más los intereses) en primera pérdida por cada crédito hipotecario, cuando el impago lleva seis meses consecutivos y el crédito está en proceso de recuperación. La cuota por el GPI la paga el deudor, a través del intermediario financiero. Un Esquema de Seguro de Hipoteca (GI) que asegura al acreedor por hasta 70% del saldo restante del préstamo hipotecario, más los intereses.

Garantías a Emisores

Las Garantías Financieras Parciales o Garantía de Pago Oportuno (GPO) están diseñadas para proveer seguridad del pago oportuno del principal y los intereses por hasta 85% del saldo restante e intereses para aquellos portafolios de préstamos que cumplan con ciertos requerimientos (no obstante, la máxima protección adquirida por cualquier institución hasta ahora ha sido 25%). Si el fideicomiso no tiene suficiente liquidez para un pago, se puede obtener una línea de crédito para pagar los intereses y el capital. Una vez que se paga esta línea de crédito, puede obtenerse otra vez si se requiriera.

Para calificar al apoyo de la SHF, los créditos hipotecarios tienen que ser originados con requerimientos específicos —entre otros, razones de deuda a ingreso (DTI), de préstamo a valor (LTV), tipo de propiedades y valor, y reportes de los intermediarios financieros—. Si algún préstamo no cumple con los criterios solicitados, el fideicomiso tendrá que reembolsar a la SHF por cualquier pago que la garantía haya hecho para ese préstamo.

Fuente: BBVA Bancomer

cas uniformes, como cupón, tasa de amortización, y razones de deuda a valor (LTV). La emisión y comercialización de las bursatilizaciones es hecha a través del Instituto Central de Depósito de Valores danés (VP). En este sentido, en México para complementar el desarrollo de mecanismos eficientes de agregación de cartera con la finalidad de facilitar la bursatilización por parte de acreedores pequeños y medianos se creó, con la participación de la SHF, la Hipotecaria Total (HiTo), que contribuye a la liquidez del mercado y facilita la comercialización de las emisiones de títulos. HiTo proveerá al mercado con una plataforma que permite la conexión entre la originación de los créditos hipotecarios y el mercado de capitales i.e., los Bonos Respaldados por Hipotecas (Bohris) se podrán emitir desde el momento que se está otorgando la hipoteca.

El VP se ha encargado del desarrollo de HiTo y su plataforma tecnológica. Se esperan muchos beneficios: a) reducir el tiempo entre la colocación y la bursatilización de los créditos, disminuyendo costos y riesgos, b) acceso directo y continuo de los otorgantes de crédito al mercado de capitales, c) mayor participación de emisores pequeños y medianos, d) emisiones de mayor tamaño (que ayudarán a la profundidad y liquidez del mercado), y e) que la tasa de interés sea conocida al momento de bursatilizar la cartera de créditos —con lo cual se eliminará el riesgo de mercado que enfrentan los emisores por el tiempo que transcurre entre la fecha de colocación de los créditos— y la de su bursatilización que puede llevar hasta 28 meses. La SHF que fue creada con el objetivo de desarrollar el mercado de hipotecas secundario en México está gradualmente dejando su rol como otorgante de crédito para las Sofoles, para concentrarse en apoyar a las instituciones financieras en la colocación de Bohris directamente en el mercado de capitales. No obstante, recientemente ante el impacto de la crisis subprime en la liquidez del mercado de bursatilizaciones en México, la SHF abrió mecanismos de financiamiento alternos de corto plazo.⁶ HiTo ayudará a agilizar el proceso de bursatilización lo que permitirá una mayor profundidad y liquidez del mercado.

2. El mercado de bonos respaldados por hipotecas en México: diferencia en características de los créditos bursatilizados, Bohris vs. subprime

La actual crisis hipotecaria y financiera en EEUU, cuyo principal detonador fue el mercado subprime del sector inmobiliario, ha despertado la inquietud de los inversionistas sobre las condiciones y características del mercado de bursatilizaciones hipotecarias en México. Se trata, en principio, de dos mercados con dimensiones distintas, desde el tamaño que representan las bursatilizaciones hipotecarias dentro del total de valores en moneda local en circulación —en torno a 15.0% en EEUU y 1.8% en México—, hasta el grado de liquidez y madurez de los mercados.

Es precisamente el reciente desarrollo del mercado de bursatilizaciones mexicano, uno ordenado y basado en reglas estrictas, lo que a nuestro juicio sustenta la fortaleza de este naciente mercado en México. El

6 Comunicado de prensa del 28 de febrero de 2008: SHF refrenda su compromiso de proveer liquidez al mercado de financiamiento a la vivienda en México. "SHF ha abierto mecanismos de financiamiento alternos de corto plazo para atacar, específicamente, el problema de liquidez de los mercados de deuda hipotecaria. Estos prevén financiamiento para la compra de cartera, tanto individual como a la construcción, a través de vehículos de propósito especial, cuyas características sean congruentes con las transacciones estructuradas que actualmente son emitidas en el mercado (v.g. alta calificación crediticia, criterios estándar de elegibilidad de cartera, diversificación de cartera, etc.). Este financiamiento jugará las veces de un puenteo temporal para que el colateral sea vendido a través de las transacciones de mercado abierto."

origen de las bursatilizaciones coincide con el despegue del mercado inmobiliario, cuyo auge en los últimos años está lejos de ser catalogado como un “boom”. La creciente disponibilidad de crédito hipotecario —y en términos más razonables i.e., plazos más largos, menores tasas de interés, enganches más bajos— ha impulsado al sector inmobiliario en México; sin embargo, es un mercado que crece a ritmos razonables y sostenibles —a tasas apenas por arriba del PIB, y sin desequilibrios importantes i.e., sin excesos de demanda u oferta—, a diferencia del de EEUU, en el cual la relajación excesiva en los estándares de crédito —tasas de interés ajustables, posibilidad de cero enganche, no se requería demostrar ingresos, etc— generó un exceso de demanda en el mercado —en el que la gente pedía más allá de sus posibilidades, volviendo creciente el desequilibrio— que impulsó un dinamismo insostenible en el crecimiento de los precios de la vivienda. Así, mientras el aumento en los precios de las casas en EEUU fue superior a 100% para el periodo 1T00 - 2T06, en México, éste fue cercano a 40%, es decir, un nivel muy similar a la inflación acumulada durante ese lapso (37%). En México, la demanda continúa creciendo a un ritmo ligeramente mayor que la oferta, y en un contexto de déficit remanente de vivienda y una fuerte demanda potencial. En síntesis, es muy difícil que el mercado en México muestre desequilibrios comparables a los ocurridos en EEUU.

Con relación al modelo de bursatilizaciones hipotecarias en México, éste se basa en un formato conservador, propicio de un mercado naciente, en el que los originadores han bursatilizado portafolios sólidos, con créditos de alta calidad que protegen a los inversionistas: a tasa fija, todos para primera vivienda, a personas con un buen historial crediticio, razones deuda a ingreso (DTI) no mayores a 33%, préstamos a valor (LTV) no mayores a 90%, créditos con seguros hipotecarios. Adicionalmente, ningún contrato se establece sobre créditos que tienen más de tres pagos vencidos. Todo lo anterior contrasta con los estándares tan laxos —por los incentivos perversos⁷— con los que se otorgaron las hipotecas subprime en EEUU: no importaba si era un crédito para primera vivienda o no, la mayoría de los créditos eran a tasa variable, con la posibilidad de obtenerlos sin comprobar ingresos, tener un buen historial crediticio y/o dar enganche, no existió un límite máximo en el LTV, ni importaba el DTI.

Existe una enorme diferencia entre los mercados de bursatilizaciones de México y EEUU —que incluso los vuelve no comparables— vale la pena explicar de forma más detallada los excesos en los que cayeron los involucrados en la cadena de bursatilización de la cartera hipotecaria en EEUU. Todos en la cadena tuvieron “incentivos perversos” y se creó lo que en economía es conocido como el “Problema Agente-Principal”. Los originadores entraron en una situación de “riesgo moral”. Sabían que tendrían elevados retornos si los créditos de alto riesgo eran pagados y sólo tendrían una fracción de las pérdidas si sucedía lo contrario —al empaquetarlos y venderlos se quedaban sólo con el riesgo de impago de un pequeño porcentaje—. Así, tuvieron pocos incentivos para escoger cuidadosamente a quien darle una hipoteca, ya que sabían que no tendrían el riesgo —y sí las ganancias por emitir los créditos—. El exceso de liquidez, los bajos *spreads* y la búsqueda de exceso de rendimiento fueron cada vez más determinantes —indirectamente— de los estándares de crédito. En la cadena también han sido criticadas las agencias

Diferencia en Características de los Créditos Bursatilizados

	Bohris (México)	Subprime (EEUU)
Estándares de crédito	Estrictos	Relajación excesiva
Originación	Buenos estándares, créditos sólo a personas con un buen historial crediticio; generalmente para primera vivienda	Políticas de originación excesivamente laxas; poco o malo historial crediticio, posibilidad de obtener crédito sin comprobar ingresos (cerca de la mitad de los créditos)
Administración	No se separa administración de originación	Administración separada de originación
Historial crediticio; comprobación de ingresos	Completo y buen historial; necesario comprobar ingresos	Poco o mal historial; era posible obtener el crédito sin comprobar ingresos
Razones deuda a ingreso (DTI) y monto del crédito a valor de la vivienda (LTV)	Adecuadas razones	Créditos con muy poco o sin enganche, por tanto, LTV cercanos a 100% (y mayores a 100% con la caída posterior de los precios) y DTI elevados (y en niveles impagables para muchas personas al ajustarse las tasas)
Tasas de interés	Fijas	La mayoría de los créditos con tasa variables, que se ajustaban fuertemente al alza después los dos primeros años del crédito

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Conavi

7 En economía se habla de “incentivos perversos”, cuando éstos operan en el sentido opuesto al que deberían.

calificadoras, quienes también enfrentaban incentivos perversos. Se ha argumentado que asignaron calificaciones de “AAA” a productos estructurados (e.g. CDOs) muy fácilmente. La relajación excesiva en los estándares de crédito también generó otro problema: “selección adversa” ie, se atrajo una concentración de las personas que implicaban mayores riesgos. Los que tenían mayor probabilidad de no poder pagar los préstamos hipotecarios eran quienes tenían más incentivos para demandar este tipo de créditos subprime con estándares tan laxos. Como los originadores de los préstamos incurrieron en elevados costos fijos —por el gran número de empleados—, el negocio dependía de la cantidad de préstamos que se emitían y no la calidad de éstos —ya que no se quedaban con el riesgo—. Lo anterior provocó que siguieran generando cada vez más créditos que después empaquetaban los bancos de inversión y para los cuales ya existía una fuerte demanda de los inversionistas. Así, se siguió alimentando a todos los participantes en la cadena, con estándares de crédito cada vez más laxos.

Dentro de la relajación de estándares de crédito, un factor fue fundamental: las tasas de interés ajustables. Los créditos subprime se otorgaban con tasas de interés introductorias anormalmente bajas (*teaser*) que permitían pagos muy bajos en los años iniciales del préstamo —por lo regular los primeros dos—. Estas tasas introductorias generaron dos problemas que aumentaron los riesgos de impago. Por un lado se incentivó a muchas familias a pedir prestado más allá de sus posibilidades —los pagos iniciales eran bajos y podían cubrirlos— y, por otro, en la mayoría de los casos los pagos iniciales —antes de que se ajustará al alza la tasa de interés— ni siquiera cubrían los intereses del préstamo, lo que aumentaba el principal —la deuda—. Al terminar el periodo inicial se ajustaban los pagos por las mayores tasas de interés y porque el monto que se debía había crecido durante los primeros dos años. Lo anterior puede implicar un pago mensual de entre dos y tres veces mayor al inicial.

Al terminar el boom inmobiliario en EEUU, los precios de la vivienda comenzaron a disminuir. Lo anterior, aunado a que en la gran mayoría de los casos, los deudores de créditos subprime deben más del 90% del valor de la propiedad, y muchos deben incluso más que el valor de ésta, lo que genera incentivos a perderla —a dejar de pagar la hipoteca—. Además, al triplicarse el pago mensual de la hipoteca para un gran porcentaje de los deudores resultó imposible continuar pagando. Así, comenzaron a crecer abruptamente los impagos de los créditos subprime. Lo preocupante es que sigue siendo más probable que la situación empeore antes de mejorar. Por un lado, los créditos con estándares más laxos (i.e., los más riesgosos) se otorgaron durante 2006, al final del boom inmobiliario, y las tasas de interés de los mismos se están ajustando durante este año, con lo cual la tasa de impago seguramente aumentará todavía más. Por otro lado, con la demanda de vivienda cayendo y un exceso de oferta en el mercado, los precios de la vivienda podrían disminuir abruptamente. Más aún, la restricción de los estándares crediticios podría provocar una mayor debilidad de la demanda —y un aumento en el exceso de oferta—, lo que provocaría una mayor disminución de los precios. En otras palabras, el valor de los colaterales de las hipotecas subprime seguramente disminuirá y además la tasa de impago seguirá creciendo, conforme los créditos más riesgosos, ajustan la tasa de interés al alza.

En suma, ni el mercado inmobiliario, ni el de burSATILIZACIONES hipotecarias de México tiene características en común con los de EEUU. Son merca-

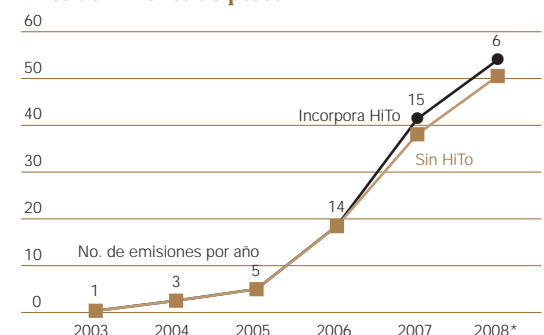
dos distintos, que no pueden compararse. Las razones fundamentales que generaron la crisis subprime simplemente no están presentes en el mercado mexicano de bonos respaldados por hipotecas. Éste está siendo favorecido por un mayor respaldo institucional, con reglas estrictas así como un desarrollo más lento pero organizado, y con un entorno de crecimiento del sector todavía en línea con la estructura y dinámica económica del país. Es decir, nos encontramos ante un mercado en crecimiento pero sin presiones ni desequilibrios. Esta pauta tendrá que mantenerse para evitar excesos, como los que se dieron en el mercado de EEUU. Los riesgos a futuro dependerán de que la sólida estructura regulatoria no pierda fuerza, y continúe, como hasta ahora, promoviendo la liquidez y el desarrollo ordenado y sostenible del mercado. Además, de la crisis subprime se aprendieron lecciones que no deben olvidarse: a) deben mantenerse estándares de originación razonables y conservadores; b) sólo debe otorgarse hipotecas a personas que demuestren ingresos y que tengan un buen historial crediticio; c) todos los créditos deben otorgarse a personas que den enganche; y d) tanto el que obtiene la hipoteca como el que la otorga debe tener un interés económico —para evitar incentivos a no pagar (deudor) o a que no importe lo que pase con el crédito (acreedor).

3. Efectos de la crisis subprime en el mercado de bonos respaldados por hipotecas en México

A partir del verano de 2007, cuando empezó la crisis subprime en EEUU, los inversionistas se han preocupado por la calidad de los bonos respaldados por hipotecas en México, su contagio ante la mayor aversión al riesgo, y su aislamiento del mercado subprime americano. Si bien los factores que llevaron a la desestabilización del mercado de bursatilizaciones en EEUU no están presentes en el mercado mexicano, la inquietud no ha estado ausente. Los efectos en México se pueden medir en cantidad y en precio. En el primer caso, la emisión de bonos respaldados por hipotecas se ha mantenido fuerte y dinámica desde el verano de 2007, a pesar de la mayor aversión al riesgo. En el caso de los precios, precisamente la mayor aversión al riesgo ha generado una tendencia al alza en los *spreads* de estos bonos.

Desde 2003, algunas Sofoles hipotecarias —con el apoyo de la SHF— han bursatilizado cartera hipotecaria. A partir 2006, los bancos también comenzaron a emitir Bohris. En los primeros tres años del mercado —de 2003 a 2005— hubo sólo nueve emisiones. En el cuarto año (2006), el número de emisiones aumentó significativamente: de tres en promedio durante 2003-2005 a catorce; sin embargo, el monto promedio de éstas, si bien aumentó, no lo hizo de manera tan significativa, al pasar de 689 millones de pesos (mdp) a 893 mdp. En 2007, el número de emisiones aumentó marginalmente (a 15), pero el monto promedio lo hizo de manera importante (a 1,495 mdp). Pero, ¿qué ha pasado en los últimos doce meses i.e., desde que inició la crisis subprime en EEUU? Resulta claro que se ha dado un efecto: el ritmo de emisiones ha disminuido 42% frente a los doce meses previos (de 19 a 11). Del menor número de emisiones se podría intuir que al volverse más complicadas las condiciones del mercado les habría costado más trabajo a los bancos y Sofoles colocar su cartera hipotecaria. Sin embargo, si bien el número de emisiones ha disminuido, el monto promedio por emisión se ha más que duplicado: el de las 11 emisiones de los últimos meses (de 2,155 mdp) es 103.3% mayor que el de las 19 emisiones de los doce meses previos (de 1,060 mdp). Así, si bien ha bajado el de manera notoria el número de emisiones, el monto de éstas ha aumentado significativa-

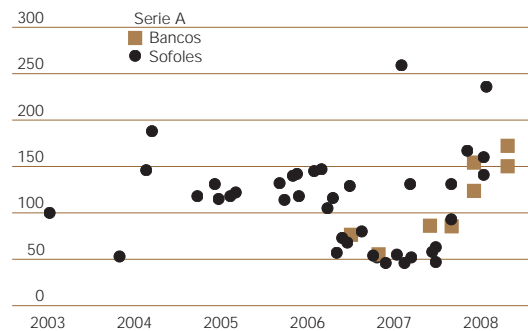
Monto Insoluto en Circulación Real de Bohris Miles de millones de pesos



* Cifras a julio
Fuente: BBVA Bancomer

Diferencial entre los Rendimientos de los Bohris y los Bonos Gubernamentales

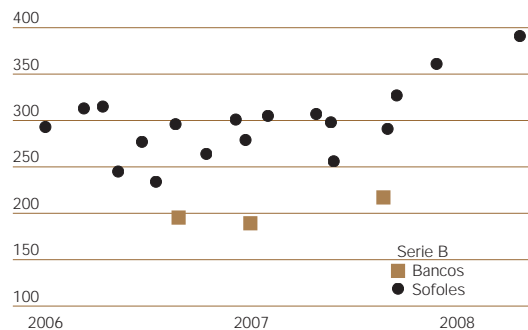
Puntos básicos



Fuente: BBVA Bancomer

Diferencial entre los Rendimientos de los Bohris y los Bonos Gubernamentales

Puntos básicos



Fuente: BBVA Bancomer

mente, lo cual sugiere que los originadores con mejor calidad crediticia no han tenido problemas de liquidez.

¿Qué hay del efecto precio? La adecuada estructura y el buen funcionamiento del mercado de Bohris en México había permitido que, al aumentar la liquidez, disminuyeran los diferenciales de rendimiento promedio entre los Bohris y los valores gubernamentales. Este diferencial pasó de 190 pb en promedio al cierre de 2004 a 100 pb a fines de 2006. Sin embargo, desde 2007 i.e., a partir del inicio de la crisis subprime, los diferenciales han mostrado una clara tendencia alcista (véase gráficas). En promedio, los diferenciales de rendimiento entre los Bohris serie A y los bonos gubernamentales han subido en torno a 1/3 parte en los últimos doce meses, mientras que los correspondientes a los Bohris en sus series B lo han hecho en una menor proporción (en torno a 20%). Lo anterior sugiere que los *spreads* de bonos bursatilizados en sus series A eran muy bajos, y se están ajustando a niveles más consistentes con una mayor aversión al riesgo en los mercados financieros. Los *spreads* de los bonos bursatilizados en sus series B ya eran elevados: en los doce meses previos a la crisis subprime eran casi 3 veces aquellos de los bonos series A. Así, el aumento de los *spreads* de los Bohris es el efecto más claro e importante del impacto de la crisis subprime de EEUU en el mercado de bonos bursatilizados de México. No obstante, éste incremento parece responder en gran medida a la mayor aversión al riesgo en los mercados financieros. Al cierre de julio de este año, el *spread* del riesgo país México (medido por el EMBI+) había aumentado 34.6% respecto al cierre de julio de 2007, es decir, lo había hecho en un nivel casi idéntico al del aumento de los *spreads* de los Bohris.

Lo anterior sugiere que los mayores *spreads* obedecen, en gran parte, a la mayor aversión al riesgo en los mercados financieros, y no a dudas sobre la calidad de los bonos respaldados por hipotecas en México. Mientras la originación de créditos sea responsable y se mantengan los estándares, el mercado de bursatilizaciones en México podrá mantener su dinamismo. Las emisiones de bonos respaldados por hipotecas serán cada vez más importantes para el crecimiento de la cartera de crédito, y las características de estos títulos —buenas calificaciones, plazos largos y rendimientos elevados— seguirán siendo muy atractivas para los inversionistas institucionales con horizontes de inversión de largo plazo —especialmente las Siefores—. En conclusión, es fundamental que se mantengan los estándares estrictos que hasta ahora han caracterizado al mercado. Sólo así, este mercado con una importancia creciente podrá continuar expandiéndose a un ritmo dinámico.

Referencias

Housing Finance and Mortgage-Backed Securities in Mexico. Luisa Zanforlin y Marco Espinosa. IMF Working Paper. Monetary and Capital Markets Department. WP/08/105, abril 2008, pp. 1-25

Laying the Foundation for a Mortgage Industry in Mexico. Edward C. Skelton. Federal Reserve Bank of Dallas. Economic Letter. Col.1, No.10, oct. 2006.

Mexico looks to Denmark on mortgage-backed securities. John E. Rogers y Raúl Zepeda Ruiz. Strasburger & Forastieri, S.C. Global Banking and Financial Policy Review, pp. 123-125.

Reporte sobre el Sistema Financiero 2007. Banco de México. pp. 80-86, recuadro 4 (pp.41), recuadro 19 (pp. 107), y recuadro 20 (pp. 108).

Apéndice Estadístico

Indicadores Anuales Macroeconómicos

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008e
PIB Real ¹										
Variación % anual	3.9	6.6	-0.2	0.8	1.3	4.0	3.1	4.9	3.2	2.3
Consumo Privado Real										
Variación % anual	4.3	8.2	2.5	1.6	2.2	5.6	4.8	5.6	4.2	2.6
Consumo del Gobierno Real										
Variación % anual	4.7	2.4	-2.0	-0.3	0.8	-2.8	3.5	0.3	1.0	2.4
Inversión en Construcción Real (var. % anual)	4.9	6.1	-4.6	3.5	3.2	5.1	2.5	8.0	3.3	1.9
Residencial						3.7	2.5	8.9	3.2	1.6
No residencial						6.1	2.5	7.4	3.3	2.8
Empleo Formal Privado Total (IMSS) ²										
Millones de personas promedio	11,906	12,607	12,541	12,436	12,369	12,506	12,893	13,486	14,046	14,458
Variación % anual	5.7	5.9	-0.5	-0.8	-0.5	1.1	3.1	4.6	4.2	2.9
Salario Medio de Cotización (IMSS)										
Pesos diarios nominales promedio	112.6	129.6	146.2	158.0	168.4	178.6	188.9	198.5	209.2	
Variación % real anual	0.7	5.1	6.0	2.9	1.9	1.3	1.7	1.4	1.4	
Masa Salarial Real (IMSS)										
Variación % anual	6.5	11.3	5.5	2.0	1.4	2.5	4.8	6.1	5.6	
Salario Mínimo General (diario)										
Pesos nominales	31.91	35.12	37.57	39.74	41.53	43.30	45.24	47.05	48.88	50.84
Variación % real anual	-3.3	0.5	0.6	0.7	0.0	-0.4	0.5	0.4	-0.1	-0.9
Precios Consumidor (fin de periodo)										
Variación % anual	12.3	9.0	4.4	5.7	4.0	5.2	3.3	4.1	3.8	5.8
TIIE 28 promedio (%)	24.1	17.0	12.9	8.2	6.8	7.1	9.6	7.5	7.7	8.3
Tasa de interés 10 años Bono Guber. (M10)			10.8	10.1	9.0	9.5	9.4	8.4	7.8	8.2

Indicadores Anuales de Construcción y Vivienda

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008e
PIB Construcción Real (variación % anual)	5.0	4.2	-5.7	2.1	3.3	5.3	2.5	7.9	3.0	1.9
Edificación						3.6	0.8	9.4	3.2	
Const. de obras de ingeniería civil u obra pesada						7.8	7.3	6.1	3.5	
Trabajos especializados para la construcción						10.5	-0.6	2.7	-0.1	
Empleo Construcción (IMSS)										
Total (miles de personas promedio)	nd	933.4	900.5	896.0	907.8	969.4	1,020.1	1,133.1	1,203.4	
Variación % anual	nd	nd	-3.5	-0.5	1.3	6.8	5.2	11.1	6.2	
Producción Cemento Hidráulico (toneladas)										
Variación % anual	3.9	6.0	-4.3	2.4	0.8	4.0	6.8	7.5	1.3	
Consumo Nacional de Cemento (toneladas)										
Variación % anual	2.5	4.6	-5.5	1.2	-0.3	2.9	5.8	6.6	0.4	
Empresas Constructoras ³										
Valor real de la producción (variación % anual)										
Total			4.7	1.4	11.4	33.9	8.5	29.9	11.1	
Edificación			7.9	-3.1	5.0	52.3	13.0	31.5	17.7	
Vivienda multi y unifamiliar			18.5	9.8	13.5	74.5	4.6	27.3	23.1	
De oficinas y similares			12.7	-16.8	-10.9	-27.9	32.9	20.7	34.8	
Comercial, de servicios y esparcimiento			10.5	-7.3	-2.3	24.5	97.3	38.2	5.4	
Industrial en general			1.0	-24.5	-21.1	38.2	45.2	45.7	22.2	
Otras			-11.1	-7.2	10.7	39.8	-26.8	33.3	0.3	
Obra pública			-0.7	11.1	16.4	24.2	4.7	32.2	5.2	
Otras			11.3	-12.1	15.7	10.6	3.7	13.3	2.4	
Precios de Construcción Residencial (fin de periodo)										
General (variación % anual)	14.4	7.6	3.5	3.5	6.9	12.2	-0.4	8.5	3.0	
Materiales de Construcción (variación % anual)	15.4	6.9	2.2	2.7	7.2	14.8	-1.6	10.0	2.6	
Mano de Obra (variación % anual)	8.8	11.2	10.1	7.6	5.4	4.4	3.7	4.0	4.4	

nd no disponible
e estimado

1 El INEGI modificó su metodología de registro en el SCN a base 2003=100. Los datos anteriores están en revisión por el INEGI. En tanto, se presentan con base 1993=100

2 El IMSS, modificó su metodología para registrar el número de trabajadores asegurados. A partir de 2003 se refleja dicha modificación. Los datos anteriores están en revisión por parte del propio IMSS.

3 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

Indicadores Anuales del Mercado de Vivienda

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 ^S
Ventas de Viviendas (miles de unidades)											
Total	155.3	242.0	282.2	253.2	343.6	400.5	418.6	554.9	544.4	512.4	293.0
Segmento A	73.3	103.3	93.1	63.4	75.6	83.2	94.2	105.3	148.6	124.0	107.7
Segmento B	71.4	127.1	172.1	162.2	223.8	259.5	246.4	363.2	285.5	248.4	115.7
Segmento C	6.8	7.4	12.0	21.3	34.3	44.2	54.8	58.8	65.5	90.1	41.3
Segmento D	2.3	2.2	2.8	3.7	6.4	9.1	13.8	18.9	23.5	28.5	16.1
Segmento E	1.6	1.9	2.1	2.6	3.6	4.4	9.4	8.8	21.3	21.3	12.2
Precio Vivienda (miles de pesos constantes*, promedio)											
Total****	357.9	340.1	358.6	398.9	415.8	425.3	487.0	471.8	557.3	605.4	608.8
Segmento A	227.9	225.2	227.1	232.3	218.6	207.9	211.2	216.8	221.1	226.2	217.3
Segmento B	317.2	320.6	337.0	328.9	338.8	339.9	345.7	365.0	358.7	361.7	364.2
Segmento C	880.5	858.5	758.3	768.0	755.5	766.6	758.0	733.4	744.6	753.7	752.9
Segmento D	1,910.5	1,812.3	1,732.3	1,725.3	1,691.2	1,680.0	1,677.2	1,683.6	1,688.6	1,685.7	1,704.5
Segmento E	3,678.8	4,160.9	3,908.7	3,908.4	3,833.7	3,520.2	3,639.4	3,595.3	3,742.5	3,576.7	4,454.5
Precio Vivienda por M ² (pesos constantes*, promedio)											
Total****	5,076	4,988	5,171	5,336	5,309	5,736	6,042	6,184	6,543	6,726	6,952
Segmento A	4,537	4,402	4,404	4,596	4,244	4,506	4,743	5,185	5,316	5,252	5,323
Segmento B	5,083	5,093	5,293	5,174	5,113	5,551	5,679	5,866	6,017	6,055	6,266
Segmento C	7,298	7,043	6,894	7,080	7,329	7,352	7,635	7,480	7,687	7,726	7,988
Segmento D	8,450	10,872	9,501	9,511	9,421	10,327	10,118	10,079	10,315	10,263	11,598
Segmento E	15,195	14,894	13,744	13,199	13,232	14,040	13,353	14,256	14,464	14,153	18,192

Indicadores Anuales de Financiamiento de la Vivienda

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 ^S
Número de Créditos y Subsidios Otorgados (miles)											
Total	196.3	279.5	331.9	326.8	400.3	500.7	532.0	525.6	655.5	636.9	317.7
Infonavit	105.6	195.4	250.1	200.5	268.7	291.4	300.8	371.7	418.0	456.0	234.3
Fovissste	15.3	17.9	24.3	26.6	11.1	66.4	59.4	48.7	76.5	70.5	33.3
Fonhapo	5.5	6.4	6.7	21.1	24.1	23.1	31.0	33.0	91.5	35.7	3.5
SHF/Fovi	55.4	59.1	46.7	47.6	46.1	54.2	65.3	54.4	37.1	32.6	15.3
Banca comercial y sofoles	2.0	0.8	0.8	3.7	9.7	20.7	37.5	49.0	92.8	191.2	73.5
Otros**			3.2	27.3	40.5	44.8	37.9	21.5	17.3	14.4	84.5
Reducción***								-52.8	-77.7	-163.5	-126.6
Flujo de Financiamiento (miles de millones de pesos*)											
Total	45.4	66.0	84.4	84.3	99.5	140.3	156.0	171.3	229.5	252.2	108.7
Infonavit	26.4	48.4	61.9	50.0	65.6	68.4	69.1	87.5	99.3	106.5	48.1
Fovissste	3.5	4.4	5.0	6.7	4.6	21.4	20.0	17.2	27.3	23.2	10.2
Fonhapo	0.6	0.5	0.8	0.1	1.3	1.4	2.2	1.8	4.1	2.0	0.1
SHF/Fovi	7.6	6.1	9.3	16.7	13.0	17.2	24.0	19.0	12.4	12.0	5.0
Banca comercial y sofoles	1.9	0.7	0.9	3.1	7.6	13.2	25.5	45.8	86.5	108.6	41.1
Cartera de Crédito Vigente Banca Comercial											
Saldos fin de periodo (mmp*)	83.7	72.9	66.2	62.6	60.8	65.1	81.3	145.9	212.6	253.5	280.4
Índice de morosidad (%)	33.4	22.3	13.7	12.6	11.2	8.4	6.1	3.2	2.9	3.1	

Nota: Rangos de precio expresados en veces salario mínimo mensual (vsmm)
Segmento A (61-160 vsmm); B (161-300); C (301-750); D (751-1,670) y E (1,671 y más). SMM=1,599.6 pesos en 2008 en la zona "A"

* Pesos de junio de 2008

** Fonhapo, Sedesol, organismos estatales, Banobras, Issfam, Pemex y CFE

*** Se refiere a los financiamientos (créditos y subsidios) que están considerados en dos o más instituciones

**** Precio ponderado por volumen de ventas

S Primer semestre

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México, Softec, CNBV, Conavi

Indicadores Trimestrales Macroeconómicos

	IV'05	I'06	II'06	III'06	IV'06	I'07	II'07	III'07	IV'07	I'08	II'08
PIB Real ¹											
Variación % anual	3.5	6.0	5.1	4.9	3.7	2.5	2.6	3.4	4.2	3.3	2.1
Consumo Privado Real											
Variación % anual	4.5	6.1	5.8	6.1	4.3	4.4	4.2	4.1	4.2	3.7	
Consumo del Gobierno Real											
Variación % anual	4.9	2.2	1.3	-0.8	-1.3	-0.6	-0.1	1.9	2.7	0.7	
Inver. en Const. Real (var. % anual)	3.0	10.3	7.9	7.3	6.8	6.3	2.1	2.0	3.0	0.2	
Residencial	4.1	11.2	8.7	8.4	7.6	6.4	2.1	2.0	2.6	0.4	
No residencial	2.2	9.6	7.3	6.5	6.2	6.1	2.1	2.0	3.3	0.1	

Indicadores Trimestrales de Construcción y Vivienda

	IV'05	I'06	II'06	III'06	IV'06	I'07	II'07	III'07	IV'07	I'08	II'08
PIB Const. Real (var. % anual)	2.8	10.1	8.0	7.2	6.2	5.8	1.8	1.7	3.0	-0.1	1.7
Edificación	2.8	10.8	9.2	9.2	8.4	6.8	2.1	1.8	2.3	-0.3	1.7
Const. obras ing. civil u obra pes.	4.6	10.2	6.2	4.1	4.1	5.4	2.1	2.3	4.2	-0.1	1.6
Trab. especial. p/construcción	-2.8	4.7	5.7	2.8	-2.5	-0.2	-1.9	-1.4	3.4	1.4	2.3
Empresas Constructoras ²											
Total	6.8	12.7	29.7	41.8	33.3	24.5	11.0	4.2	8.6	12.1	
Edificación	10.5	9.3	27.6	47.4	39.8	31.6	18.1	10.5	14.8	17.5	
Vivienda multi y unifamiliar	2.2	2.7	17.7	40.6	46.9	41.1	26.8	17.5	13.7	11.0	
De oficinas y similares	112.1	50.5	33.4	38.1	-12.8	8.5	4.1	33.0	90.2	93.3	
Comer., de servs. y esparcim.	94.6	20.0	57.8	50.9	26.3	2.8	-16.8	1.9	34.7	58.6	
Industrial en general	33.5	17.6	22.7	77.4	67.6	58.5	50.8	3.8	-5.9	-11.1	
Otras	-34.8	8.8	43.0	55.2	24.5	17.3	10.3	-8.2	-11.0	4.4	
Obra pública	4.2	18.5	37.7	41.5	30.0	18.9	4.4	-1.4	2.9	6.2	
Otras	2.3	6.0	7.7	18.2	18.7	12.4	2.1	-4.2	2.1	7.0	

Indicadores Trimestrales del Mercado de la Vivienda

	IV'05	I'06	II'06	III'06	IV'06	I'07	II'07	III'07	IV'07	I'08	II'08
Precio Medio Vivienda (miles de pesos*, fin de periodo)											
Segmento A	213.3	214.0	220.1	216.5	216.3	224.9	227.6	218.4	219.9	217.0	219.4
Segmento B	358.9	352.1	350.4	349.9	352.0	353.8	364.1	365.6	366.6	367.0	364.6
Segmento C	722.6	710.0	729.4	742.2	729.9	746.5	758.3	768.9	752.1	760.2	752.2
Segmento D	1,675.3	1,641.4	1,652.2	2,026.8	1,696.7	1,741.9	1,735.5	1,733.5	1,712.2	1,697.3	1,726.5
Segmento E	3,832.8	3,863.9	3,939.9	3,938.7	3,940.0	4,005.5	4,313.1	4,361.2	4,433.8	4,437.1	4,510.5
Precio Medio Vivienda por M ² (pesos*, fin de periodo)											
Segmento A	5,105	5,086	5,117	5,146	5,209	5,356	5,285	5,322	5,288	5,325	5,368
Segmento B	5,777	5,831	5,839	5,922	5,863	5,929	6,093	6,269	6,252	6,294	6,293
Segmento C	7,367	7,398	7,508	7,636	7,532	7,665	7,775	7,887	7,801	7,960	8,086
Segmento D	10,684	10,760	10,909	10,917	10,856	10,943	11,506	11,651	11,412	11,459	11,836
Segmento E	16,135	15,906	16,117	16,416	16,300	16,750	18,471	18,283	18,524	18,163	18,379

Indicadores Trimestrales de Financiamiento a la Vivienda

	IV'05	I'06	II'06	III'06	IV'06	I'07	II'07	III'07	IV'07	I'08	II'08
Cartera de Crédito Vigente Banca Comercial											
Indice de morosidad (%)	3.2	3.0	2.9	2.8	2.7	3.0	3.1	3.1	3.1	2.9	3.1

1 Base 2003 = 100

2 Considera a las empresas afiliadas y no afiliadas a la Cámara Mexicana de la Industria de la Construcción. Valor real de la producción, variación % anual

Nota: Rangos de precio expresados en veces salario mínimo mensual (vsmm). Segmento A (61-160 vsmm); B (161-300); C (301-750); D (751-1,670) y E (1,671 y más). SMM=1,599.6 pesos en 2008 en la zona "A"

* Pesos de junio de 2008

Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI, Softec, Banco de México

Indicadores Mensuales Macroeconómicos

	Sep'07	Oct'07	Nov'07	Dic'07	Ene'08	Feb'08	Mar'08	Abr'08	May'08	Jun'08	Jul'08
IGAE											
Variación % anual	2.8	5.0	4.0	3.8	3.8	6.0	-1.6	6.7	1.0	1.1	
Volumen de Construcción Real (var. % anual)											
Edificación	0.5	4.0	2.3	2.5	1.0	6.1	-6.6	6.6	-1.7	0.8	
Const. obras de ing. civil u obra pesada	0.3	3.1	2.0	1.9	0.3	6.6	-6.8	6.6	-1.4	0.4	
Trabajos especializados p/construcción	1.4	6.2	3.0	3.4	2.1	5.3	-6.9	6.5	-2.2	1.1	
	-1.1	3.7	3.1	3.5	2.5	5.2	-3.1	6.5	-1.8	2.7	
Empleo Formal Privado Total (IMSS)¹											
Total (miles de personas)	14,208	14,360	14,450	14,100	14,173	14,248	14,253	14,335	14,338	14,390	14,402
Variación % anual	3.8	3.9	4.0	3.9	3.6	3.4	2.9	3.0	2.6	2.7	2.3
Salario Medio de Cotización (IMSS)											
Pesos diarios nominales	209.1	207.8	209.2	210.8	217.1	218.6	219.1	218.4	220.8	220.6	
Variación % real anual	1.3	1.1	0.9	1.4	0.4	0.6	1.4	0.3	0.3	0.1	
Masa Salarial Real (IMSS)											
Variación % anual	5.1	5.1	4.9	5.4	4.1	4.0	4.4	3.3	3.0	2.7	
Salario Mínimo General (diario)											
Pesos nominales	48.9	48.9	48.9	48.9	50.8	50.8	50.8	50.8	50.8	50.8	50.8
Precios al Consumidor (fin de periodo)											
Variación % anual	3.8	3.7	3.9	3.8	3.7	3.7	4.2	4.5	4.9	5.3	5.4
TIIIE 28 promedio (%)	7.7	7.7	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9	8.0	8.3
Tasa de interés 10 años Bono Guber. (M10)	7.9	7.9	7.9	8.1	7.7	7.5	7.7	7.7	7.7	8.3	9.3

Indicadores Mensuales de Construcción y Vivienda

	Sep'07	Oct'07	Nov'07	Dic'07	Ene'08	Feb'08	Mar'08	Abr'08	May'08	Jun'08	Jul'08
Empleo Construcción (IMSS)											
Total (miles de personas)	1,241	1,263	1,254	1,137	1,181	1,195	1,185	1,211	1,218	1,230	1,244
Variación % anual	4.5	4.8	4.3	3.5	4.2	2.9	1.1	2.2	1.3	0.9	1.1
Producción de Cemento Hidráulico (toneladas)											
Variación % anual	4.4	1.8	5.6	5.3	-7.9	8.7	-3.4	9.2	0.8	-4.9	
Consumo por Habitante de Cemento (kg.)²											
Variación % anual	3.5	1.0	4.7	4.4	-8.7	7.8	-4.2	8.3	0.0	-5.7	
Precios de Construcción Residencial											
General (variación % anual)	1.8	2.7	3.3	3.0	4.1	6.3	7.2	8.7	10.7	11.9	12.7
Materiales (variación % anual)	1.1	2.2	3.0	2.6	4.2	7.0	8.1	10.3	12.9	14.5	15.7
Mano de obra (variación % anual)	4.4	4.2	4.2	4.4	4.1	4.2	4.0	3.8	3.9	3.4	3.3

Indicadores Mensuales de Financiamiento a la Vivienda

	Sep'07	Oct'07	Nov'07	Dic'07	Ene'08	Feb'08	Mar'08	Abr'08	May'08	Jun'08	Jul'08
Cartera de Crédito Vigente Banca Comercial											
Saldos, miles de millones de pesos*	249.5	248.1	253.5	253.5	260.7	263.7	262.3	265.4	269.9	272.3	275.3
Variación % anual	22.3	19.8	22.3	19.3	29.8	23.9	20.2	18.3	18.1	15.9	14.0
Cartera de Crédito Sofoles Hipotecarias											
Saldos, miles de millones de pesos*	71.6	71.3	71.8	73.7	71.4	74.0	73.5	73.0	72.8	73.2	
Variación % anual	-29.3	-31.6	-33.2	-30.5	-6.5	-4.5	-4.4	2.8	4.8	3.7	
CAT promedio en pesos a tasa fija	14.77	14.75	14.58	14.17	14.23	14.12	14.11	14.03	14.09	14.16	14.24

¹ El IMSS, modificó su metodología para registrar el número de trabajadores asegurados. A partir de 2003 se refleja dicha modificación. Los datos anteriores están en revisión por parte del propio IMSS.

² Se utilizó el volumen de producción de cemento como proxy de consumo

* Pesos de junio de 2008

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

Temas Especiales Incluidos en Números Anteriores*

Enero 2008

El Seguro de Crédito a la Vivienda
¿Exceso de Oferta de Vivienda?... ¿Es Tan Solo Eso?

Septiembre 2007

Mercado Inmobiliario para Baby Boomers
Ley Nacional de Vivienda
Demanda de Vivienda Efectiva

Enero 2007

Demanda de Vivienda
Fideicomisos de Infraestructura y Bienes Raíces (Fibras)
El Financiamiento de la Vivienda en el Reino Unido

Agosto 2006

Una Mirada al II Censo de Población y Vivienda 2005
Bursatilización de Cartera Hipotecaria en México
Seguros de Crédito Hipotecario y de Garantía Financiera
Índice Habita
El Financiamiento de la Vivienda en Chile

Enero 2006

Sofoles Hipotecarias, Evolución e Importancia
La Vivienda en México y su Financiamiento
El Mercado Hipotecario en Dinamarca

Julio 2005

Fusiones, Adquisiciones y Alianzas entre Banca y Sofoles
Valuación Inmobiliaria. Sacándole Provecho a un Avalúo
Empresas Desarrolladoras de Vivienda en México
El Mercado Hipotecario en Estados Unidos

Noviembre 2004

La Flexibilización Crediticia y el Impulso a la Vivienda
Costo de Oportunidad Entre Adquirir una Vivienda o Rentarla
Mercado de Suelo en México: Aspectos Legales y Económicos
El Mercado Hipotecario en España

Abril 2004

Factores que Favorecen la Demanda de Vivienda
Evaluación del Riesgo en un Crédito Hipotecario a la Vivienda
Avalúos, CAT y Oferta Vinculante

Octubre 2003

Costos Asociados a la Adquisición de Vivienda
Mercado Secundario del Crédito Hipotecario: Diferencias Internacionales

Abril 2003

México: Precios de la Vivienda, Evolución y Determinantes
El Papel de la SHF en el Mercado Hipotecario
Los Registros de Propiedad y el Desarrollo del Mercado Hipotecario
Reforma del Mercado Hipotecario de México: Avances

Octubre 2002

La Accesibilidad a la Vivienda
La Demanda de Vivienda en México 2002-2010
Marco Legal de las Sofoles Hipotecarias: Diferencias con la Banca Múltiple
Reforma del Mercado Hipotecario de México: Avances
Calificaciones de Ejecutabilidad de Contratos Mercantiles e Hipotecarios

Abril 2002

Estructura del Mercado y Principales Constructores de Vivienda
Tamaño y Condiciones del Acervo Residencial
Localización Geográfica de la Población y Crecimiento de los Hogares
Instituciones que Otorgan Financiamiento para la Adquisición de Vivienda
Marco Legal y Fiscal en el Mercado Hipotecario
Bases y Obstáculos para una Reforma del Mercado Hipotecario de México

* Documentos disponibles en la página web <http://www.bancomer.com>

Interesados dirigirse a:

Servicio de Estudios Económicos Av. Universidad 1200 Col. Xoco 03339 México D.F. Tel. (52) (55) 5621 5994 Fax (52) (55) 5621 3297 www.bancomer.com

Servicio de Estudios Económicos Grupo BBVA

Director

José Luis Escrivá

Economistas Jefe

Norteamérica: Jorge Sicilia
 México: Adolfo Albo
 Estados Unidos: Nathaniel Karp

LatAm y Mercados Emergentes: Alicia García-Herrero
 Análisis Macroeconómico Mercados Emergentes: Sonsoles Castillo
 Argentina: Ernesto Gaba
 Chile: Miguel Cardoso
 Colombia: Juana Tellez
 Perú: Hugo Perea
 Venezuela: Alejandro Puente
 China: Ya-Lan Liu

Europa y Escenarios Financieros: Mayte Ledo
 España: Julián Cubero
 Análisis Sectorial: Ana Rubio
 Europa: Miguel Jiménez

Tendencias Globales: Joaquín Vial

Análisis de Sistemas Previsionales: David Tuesta

Análisis Cuantitativo: Giovanni di Placido
 Investigación y Desarrollos Cuantitativos: Rodolfo Méndez

Servicio de Estudios Económicos Norteamérica

Jorge Sicilia

j.sicilia@bbva.bancomer.com

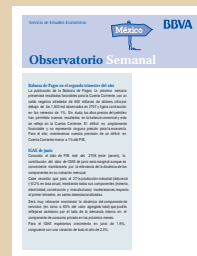
México

Adolfo Albo a.albo@bbva.bancomer.com
 Javier Amador javier.amador@bbva.bancomer.com
 David Aylett david.aylett@bbva.bancomer.com
 Fernando González f.gonzalez8@bbva.bancomer.com
 Leonardo González leonardo.gonzalez@bbva.bancomer.com
 Octavio Gutiérrez o.gutierrez3@bbva.bancomer.com
 Ociel Hernández o.hernandez@bbva.bancomer.com
 Carlos Herrera carlos.herrera@bbva.bancomer.com
 Alma Martínez alma.martinez@bbva.bancomer.com
 Fco. Javier Morales francisco.morales@bbva.bancomer.com
 Cecilia Posadas c.posadas@bbva.bancomer.com
 Eduardo Torres e.torres@bbva.bancomer.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp nathaniel.karp@bbvausa.com
 Marcial Nava marcial.nava@bbvausa.com
 Alejandro Neut alejandro.neut@bbvany.com
 Ignacio San Martín ignacio.sanmartin@bbvausa.com
 Fernando Tamayo fernando.tamayo@bbva.bancomer.com
 Elisa Sánchez elisa.sanchez@bbva.bancomer.com

Otras publicaciones



Situación de:
 Argentina
 Chile
 Colombia
 España
 Perú
 Venezuela

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos de BBVA Bancomer, S.A. y ha sido elaborado con datos que consideramos confiables; sin embargo, no pretende ser ninguna recomendación de compra o venta de instrumentos financieros.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA Bancomer sobre su exactitud, integridad o corrección.