

# Observatorio Económico

México

14 de agosto 2013  
Análisis Económico

México  
Eduardo Torres  
e.torres@bbva.com

## Empresas públicas de vivienda: ¿un desenlace anticipado?

### Una revisión a la crisis actual y sus causas

- **La crisis de las empresas públicas de vivienda tiene algunos años de haberse originado**
- **El modelo adoptado por estas empresas fue exitoso en un principio, pero mostró poca flexibilidad para ajustarse a los cambios en el entorno**
- **El deterioro de estas empresas no es generalizado. Otras empresas del sector no han frenado su actividad y muestran condiciones financieras saludables**

2013 ha sido un año particularmente complicado en materia de vivienda, tanto por el cambio de administración y en la visión de la política hacia el sector, como por el acelerado deterioro financiero de las empresas públicas de vivienda en el mercado accionario. En el lapso de seis meses, el valor de capitalización de estas empresas se redujo en cerca de 85%, algunas debieron anunciar un proceso de reestructura de pasivos con sus distintos acreedores, y su escala de operación se ha reducido en más del 50% respecto a un año atrás.

La crisis actual es el resultado de distintos factores, aunque ninguno de ellos de origen reciente. En esencia, el modelo de las empresas públicas de vivienda que hoy se encuentran en dificultades era uno de grandes volúmenes a un precio muy bajo; y resultó muy exitoso en cuanto a atender a solucionar las necesidades de vivienda de importantes segmentos de la población que apenas ingresaban al mercado hipotecario. Sin embargo, el modelo resultó poco flexible para adaptarse a los cambios en el entorno, que abarcaron desde lo económico hasta lo social, pasando por los programas y políticas de apoyo al sector. Tampoco se leyeron adecuadamente las señales que apuntaban al desgaste del modelo. Como quiera, es importante enfatizar que la crisis de las empresas públicas no es generalizada en el resto de la industria. Entre las empresas del siguiente nivel hay algunas que mantienen condiciones financieras sanas y no han frenado su actividad. En la reconfiguración de la industria que habrá de darse en el mediano plazo, estas empresas tienen un espacio importante de crecimiento.

### Una cronología del 2013

Cabe comenzar por hacer un recuento de los eventos que han definido la evolución de las empresas desarrolladoras de vivienda listadas en la bolsa a lo largo del primer semestre de 2013.

En el principio del año, hubo un retraso en la operación de los programas de vivienda ante el cambio de administración. El pago de las viviendas colocadas por Infonavit y Fovissste se demoró, y el presupuesto para subsidios comenzó a ejercerse hacia finales del primer trimestre.

El gobierno federal anunció a inicios de febrero los lineamientos generales de la nueva política de vivienda. Entre ellos, el de promover un crecimiento urbano más ordenado y establecer un periodo de transición de dos años para que las empresas desarrolladoras se ajusten al nuevo modelo, ahondó las dudas sobre el valor de las reservas territoriales de estas empresas.

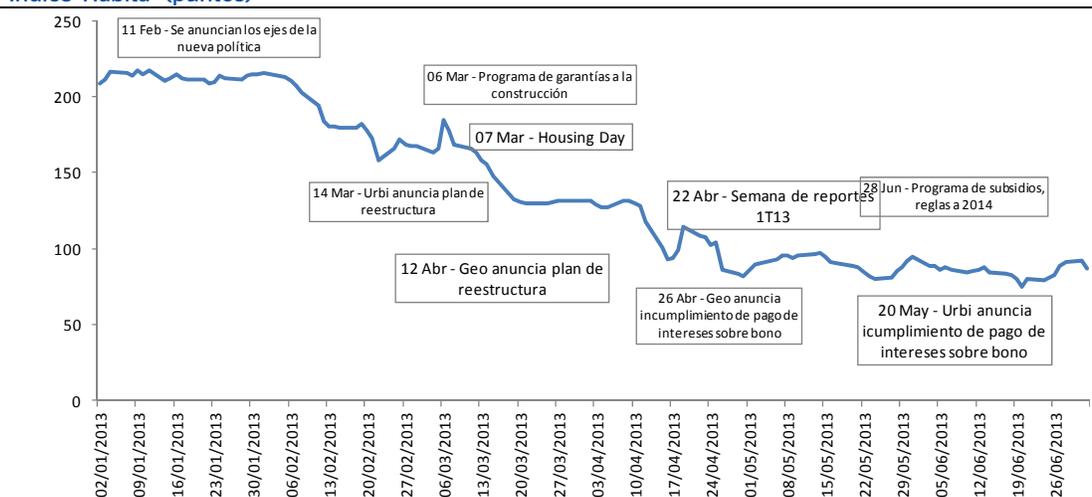
En marzo, la décima edición del Mexican Housing Day, un evento en Nueva York promovido por la industria para presentar las perspectivas del mercado de la vivienda, no logró disipar del todo el ambiente de incertidumbre sobre la viabilidad de las empresas ante la nueva política. Con todo y que en esa fecha se anunció por parte del gobierno federal, a través de la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF) un programa de garantías a la construcción de vivienda, hubo algunas dudas en cuanto a su efectividad, impacto y tiempo de implementación<sup>1</sup>.

En abril, los reportes trimestrales de Geo, Homex y Urbi, mostraban una caída en las ventas de 38%, 46% y 85% anual respectivamente. De la mano con ello, la liquidez se erosionó al punto de dificultarles no únicamente el hacer frente a sus pasivos con bancos, inversionistas y proveedores, sino incluso mantenerse en operación.

Hacia mayo, Geo y Urbi manifestaron su incapacidad para cubrir los pagos de intereses correspondientes a sus bonos emitidos en moneda extranjera. En ese mes, Infonavit anunció un embargo a Urbi, Geo y Homex por incumplimiento de pago en el programa 70-70 aplicado en 2012, en el que el instituto pagaba el 70% del valor de la vivienda una vez terminado el 70% de la obra.

A finales de junio el gobierno anunció las reglas de operación para 2014 del programa de subsidios a la vivienda, en donde se flexibilizaron tanto los criterios para delimitación de las zonas urbanas, como las condiciones mínimas para acceder al subsidio para las viviendas ubicadas en la periferia. Adicionalmente, se anunciaron nuevas iniciativas para impulsar el financiamiento a la construcción.

Gráfica 1  
**Índice Hábita\* (puntos)**



\*Índice compuesto por el promedio ponderado del precio de las acciones de las empresas desarrolladoras de vivienda listadas en la Bolsa Mexicana de Valores: Ara, Geo, Hogar, Homex, Sare y Urbi.  
Fuente: BBVA Research con datos de BMV

## ¿Cómo llegamos hasta aquí?

La crisis actual no se explica sólo por una razón, sino la combinación de varios elementos, que incluyen el propio modelo de vivienda, la crisis del 2009 y su impacto en el sector financiero, los cambios en las políticas hacia el sector y en la normatividad contable, las limitaciones de las empresas para adaptarse a los cambios en el entorno, y las decisiones que fueron tomando para enfrentarlos.

### El modelo que dio pie al desarrollo de la industria fomentaba ritmos acelerados de crecimiento

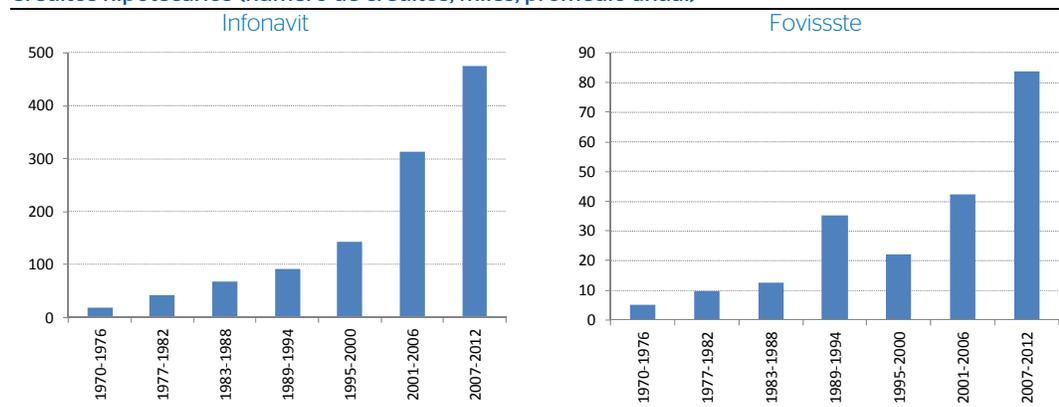
El modelo de vivienda adoptado por las desarrolladoras públicas que hoy se encuentran en dificultades fue uno de altos volúmenes de producción y márgenes pequeños. La integración vertical

<sup>1</sup> Ver por ejemplo la nota publicada por BBVA Research, Flash Inmobiliario México: El programa de garantías a la construcción, ¿Es lo que se necesita? Marzo 7, 2013.

(desde la fabricación de concreto hasta la edificación de la vivienda), la tecnología (construcción a base de moldes) y la disponibilidad de tierra permitía generar importantes economías de escala. Con esta combinación fue posible construir grandes volúmenes de vivienda, a un costo bajo y en lapsos de tiempo muy cortos. Debe reconocerse que aquí la industria se hizo muy eficiente, y como lo documentamos en la edición de enero de 2013 de Situación Inmobiliaria, le permitieron constituirse en un referente internacional en la materia, incluso para países como China e India.

Entre los factores que hicieron posible la consolidación de este modelo se encuentran, primero, una amplia disponibilidad de financiamiento para trabajadores del sector formal con bajos niveles salariales, cuyas necesidades de vivienda apenas comenzaban a ser atendidas a través del crédito hipotecario. Las cuentas individualizadas de vivienda, así como la modernización operativa de las instituciones financieras creadas para apoyar al sector, como Infonavit y Fovissste, brindaron acceso al mercado hipotecario para un importante segmento de la población y poco atendido hasta entonces<sup>2</sup>. El número de créditos otorgados por Fovissste e Infonavit respectivamente, pasó de promediar 30 mil y 124 mil anuales en el periodo 1991-2000, a 61 mil y 376 mil entre 2001 y 2010. Adicionalmente, la creación a mediados de los años noventa de intermediarios financieros no bancarios, las sofoles, canalizaron recursos al mercado, tanto a través de créditos puente para la construcción de vivienda, como en créditos hipotecarios<sup>3</sup>.

Gráfica 2 y 3  
**Créditos hipotecarios (número de créditos, miles, promedio anual)**



Fuente: BBVA Research con datos de Infonavit

Fuente: BBVA Research con datos de Fovissste

Las colocaciones de cartera de créditos hipotecarios y puentes en el mercado secundario, o bursatilizaciones, dieron un impulso adicional al financiamiento. Entre 2003 y 2009, entre las sofoles y la banca, dichas emisiones sumaron un total de 65 mil millones de pesos. Para ponerlo en contexto, cabe decir que el monto total emitido por las sofoles a lo largo de este periodo, 44 mil millones de pesos, representó cerca de la mitad del saldo de la cartera total que promediaron las sofoles en 2008 (89 mil millones de pesos).

Segundo, la normatividad vigente generó incentivos al crecimiento, tanto a través de la inversión en tierra, como en el desarrollo de vivienda. Por un lado, el régimen fiscal permite deducir las inversiones en tierra, con lo cual, ante la expectativa de mantener al alza la escala de actividad, se generaron incentivos a la acumulación de reserva territorial. Por otra parte, desde el punto de vista contable, hasta antes de 2010 se permitía a las empresas reportar como ventas las construcciones en proceso, lo cual generaba incentivos a mantener un acelerado ritmo en la edificación. El resultado fue un exceso de inventario y de tierra.

Tercero, las expectativas en cuanto a las necesidades de vivienda y la forma como el sector público buscaría atenderlas eran muy elevadas. Se partió de la premisa de un déficit habitacional elevado (en

<sup>2</sup> Más aún, cuando después de la crisis de 1995, el financiamiento hipotecario se había vuelto escaso.

<sup>3</sup> Las sofoles financiaban a las constructoras con crédito puente, y a su vez éstas vinculaban a sus clientes con las mismas sofoles para la adquisición de las viviendas, todo a su vez fondeado con recursos de SHF.

ese momento se calculaba de alrededor de cuatro millones de viviendas), y una formación de hogares que crecía a razón de 650 mil por año. Ante ello, en el Plan Nacional de Vivienda 2007-2012, se estableció el objetivo de alcanzar un millón de financiamientos anuales para adquisición de vivienda<sup>4</sup>. También se planteó que el presupuesto anual para subsidios (medido a precios de 2006), se ubicaría en un rango de siete mil a 12 mil millones de pesos<sup>5</sup>. Al final, el presupuesto para subsidios se ubicó por debajo de dicho intervalo<sup>6</sup>. Por su parte, en 2005 Infonavit anticipaba que, sujeto a la disponibilidad de recursos (no a la demanda), hacia 2010 podría estar otorgando poco más de un millón de créditos (Infonavit, 2005). El volumen más alto de créditos hipotecarios que alcanzó el instituto fue de 494 mil, en 2008.

Cuadro 1  
**Indicadores financieros empresas públicas de vivienda**

|  | Públicas por acciones |       |                  |        |        |                   | Públicas por deuda |       |      |                    |
|--|-----------------------|-------|------------------|--------|--------|-------------------|--------------------|-------|------|--------------------|
|  | Ara                   | Hogar | Geo <sup>2</sup> | Homex  | Sare   | Urbi <sup>2</sup> | Cadu               | Javer | Ruba | Vinte <sup>2</sup> |
| <b>Ventas<sup>1</sup></b>                    |                       |       |                  |        |        |                   |                    |       |      |                    |
| Unidades (miles)                             | 13.5                  | 1.9   | 55.5             | 46.4   | 0.3    | 28.2              | 6.8                | 8.1   | 9.5  | 2.7                |
| M. Millones de pesos                         | 6.3                   | 0.8   | 17.4             | 19.9   | 1.1    | 10.5              | 2.2                | 2.5   | 3.3  | 1.6                |
| <b>Eficiencia y rentabilidad<sup>1</sup></b> |                       |       |                  |        |        |                   |                    |       |      |                    |
| Margen de operación (%)                      | 10.2                  | -2.9  | 10.7             | -242.9 | -147.7 | -45.0             | 18.4               | 11.0  | 9.2  | 15.9               |
| Margen neto (%)                              | 7.9                   | -3.8  | 2.7              | -226.1 | -134.1 | -65.6             | 14.38              | -2.1  | 7.1  | 10.4               |
| Margen Ebitda (%)                            | 12.4                  | -3.9  | 17.0             | -1.6   | -105.6 | 18.0              | 24.19              | 11.0  | 10.3 | 19.1               |
| Rendimiento a activos                        | 3.3                   | -2.3  | 2.7              | -3.0   | -25.4  | 2.5               | 4.4                | -1.4  | 4.8  | 8.0                |
| <b>Apalancamiento</b>                        |                       |       |                  |        |        |                   |                    |       |      |                    |
| Deuda total a activos totales (%)            | 16.4                  | 15.6  | 34.1             | 49.7   | 44.2   | 42.2              | 41.8               | 434.0 | 4.6  | 34.7               |
| Deuda neta a capital (%)                     | 16.0                  | 46.8  | 121.3            | 143.2  | 138.8  | 132.8             | 90.6               | 197.0 | 2.1  | 70.4               |
| Deuda neta a Ebitda (veces)                  | 2.2                   | 35.8  | 5.1              | 6.9    | 9.9    | 18.6              | 1.9                | 4.7   | 0.6  | 1.92               |
| Total pasivos financieros (mill. pesos)      | 3.2                   | 0.0   | 25.5             | 18.4   | 1.7    | 22.6              | 1.2                | 4.2   | 0.2  | 0.6                |
| Deuda bancaria                               | 3.2                   | 0.0   | 16.0             | 6.7    | 1.6    | 9.7               | 0.9                | ---   | 0.2  | 0.3                |
| Deuda bursátil                               | ---                   | 0.0   | 9.5              | 11.7   | 0.1    | 13.0              | 0.3                | 4.2   | 0.0  | 0.2                |
| <b>Calificación de deuda</b>                 |                       |       |                  |        |        |                   |                    |       |      |                    |
| Fitch  | ---                   | ---   | Ca               | C.mx   | Caa1   | C.mx              | BBB+.mx            | B2    | A-   | Ba1                |
| Moody's                                      | ---                   | ---   | D                | ---    | mx.A-2 | D                 | BAA2.MX            | B+    | A-   | ---                |

<sup>1</sup> Últimos 12 meses

<sup>2</sup> Cifras a 1T13

Fuente: BBVA Research con datos de BMV

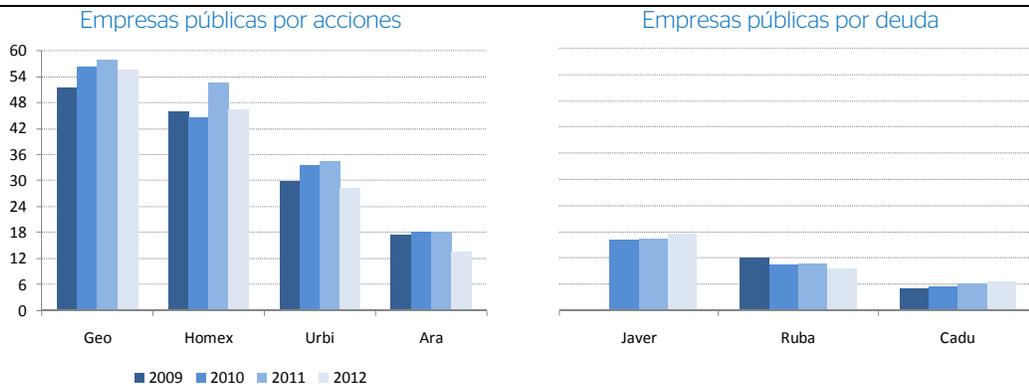
Es importante incorporar también en este renglón la propia presión del mercado. Durante los años de expansión, en la segunda mitad de la década pasada, los inversionistas del mercado accionario daban una fuerte importancia al crecimiento en las ventas, incluso por encima de la generación de flujo libre de efectivo. A este respecto, cabe resaltar que no todas las empresas que participan en el mercado de bajos ingresos enfrentan la misma situación financiera. Las empresas públicas por deuda tienen condiciones más saludables, a pesar haber tenido menor crecimiento en ventas.

<sup>4</sup> Esta fue una falla importante, pues aquí se debió haber precisado que el déficit habitacional en realidad no constituye una demanda efectiva de vivienda. Para abatirlo, se requiere en todo caso un programa específico para ello, financiado con subsidios.

<sup>5</sup> Esta última cifra se planteó sujeta a la aprobación de reformas estructurales

<sup>6</sup> Medido a precios de 2006, el presupuesto anual fue de 5.2 mil millones de pesos.

Gráfica 4 y 5  
**Viviendas colocadas (miles)**



Fuente: BBVA Research con datos de las empresas

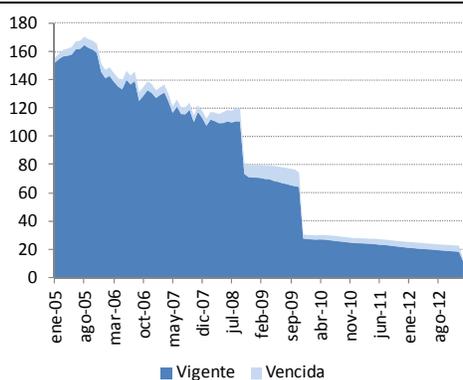
### La crisis del 2009 sacudió al mercado

La crisis del 2009 generó un cambio importante en el mercado de la vivienda. Por un lado, la demanda se contrajo. El financiamiento otorgado por la banca comercial para créditos individuales se redujo en ese año 35%, en tanto que para el Infonavit fue de 12%, todo en términos reales. De mantener un ritmo de crecimiento de 22% promedio anual en las ventas de vivienda de las desarrolladoras públicas entre 2004 y 2008, para 2009, éstas se redujeron en 9%.

Por otra parte, el soporte financiero de las empresas desarrolladoras, las sofoles, desapareció cuando éstas comenzaron a enfrentar dificultades para fondear su operación. Entre reducción en la demanda, altos niveles de cartera vencida en sus créditos puente e hipotecarios, así como un fuerte deterioro en el desempeño del portafolio bursatilizado, las sofoles redujeron en forma dramática su capacidad para otorgar financiamiento. Desde su nivel más elevado a finales de 2007, al cierre de 2009, su cartera de crédito puente pasó de 15.2 mil millones de pesos a 4.5 mil millones (una reducción de 67% medida en términos reales), y para 2011 era ya de sólo 2.4 mil millones.

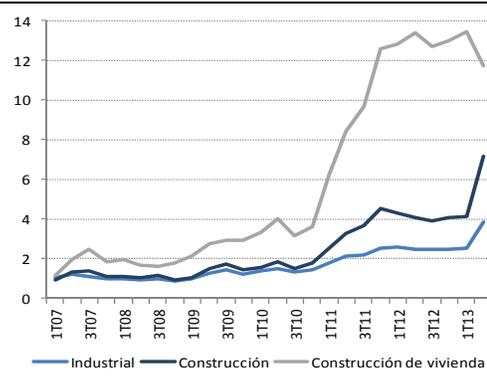
La crisis afectó a toda la industria. La cartera vencida de las empresas constructoras de vivienda en general (no sólo las públicas) ha presentado en los últimos años niveles de deterioro más elevados que el resto de la industria de la construcción.

Gráfica 6  
**Financiamiento a desarrolladores: sofoles (mmp, precios 2013)**



Fuente: BBVA Research con datos del RUV

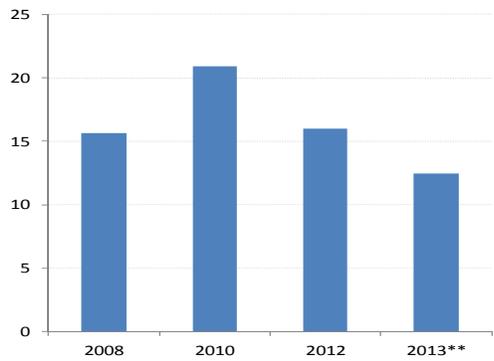
Gráfica 7  
**Morosidad\*: constructores de vivienda vs sector industrial (%)**



\*Crédito de la banca comercial  
Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

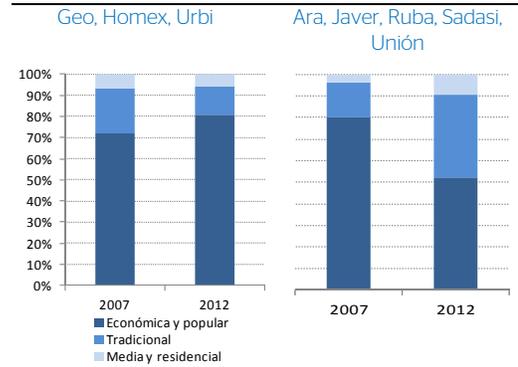
Las empresas públicas cambiaron su estrategia, enfocándose más hacia el mercado de vivienda de bajo valor y con subsidio, esperando que fuera el que mostrara más estabilidad. Así, por una parte, su participación en el número de créditos otorgados por Infonavit aumentó de 16% a 21% entre 2008 y 2010. De igual forma, su producción se concentró más en la vivienda para el segmento de bajos ingresos, particularmente la vivienda que recibe subsidio. Las empresas públicas que hoy se encuentran en una situación crítica, incrementaron del 70% al 80% su producción de este tipo de vivienda entre 2007 y 2012; en contraste, otras empresas grandes optaron por una mayor diversificación, tal que la participación de la vivienda con subsidio o de menor valor en el total de su producción, pasó del 80% al 52% en el mismo periodo.

Gráfica 8  
**Participación empresas públicas\* en Infonavit (%)**



\*Ara, Geo, Homex, Urbi  
\*\*Cifras a junio  
Fuente: BBVA Research con datos de Infonavit

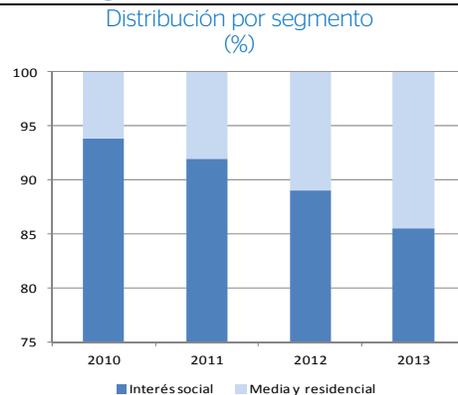
Gráfica 9  
**Mezcla de producción (distribución %)**



Fuente: BBVA Research con datos de RUV

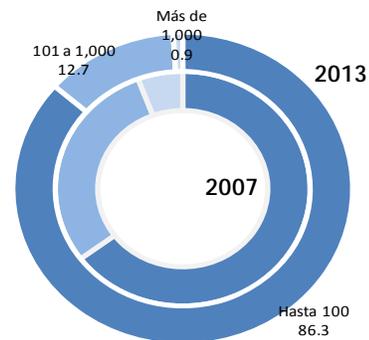
Sobre este punto, cabe mencionar también que, en el total de los registros del RUV, la participación de los segmentos medio y residencial ha venido cobrando una importancia creciente. Si bien su peso sigue siendo significativamente menor que el de la vivienda interés social o para la población de bajos ingresos, lo relevante es que este cambio no ha recibido la atención de las desarrolladoras públicas; o simplemente, su modelo de negocios, basado en conjuntos habitacionales muy grandes, no se adaptaba a las necesidades de estos segmentos. También es importante mencionar el cambio en el tipo de vivienda que se ha venido construyendo. Los conjuntos se han hecho más compactos, o con un menor número de viviendas por conjunto, y esto también constituye una diferencia importante respecto a las empresas públicas.

Gráfica 10 y 11  
**Vivienda registrada en RUV**



Fuente: BBVA Research con datos de RUV

**Desarrolladores según tamaño del conjunto habitacional (%)**



... y a partir de ahí vendrían cambios más profundos

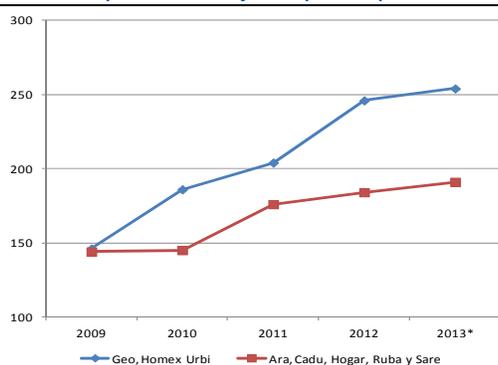
Aunque la crisis fue el detonador del ajuste en la industria, no fue su única causa, ni la más importante. A partir de 2010, los cambios en las políticas de vivienda, así como la adopción de nuevas normas contables también tuvieron un impacto significativo en el sector.

Las políticas de apoyo al sector comenzaron a modificarse gradualmente, para corregir los problemas generados por la ubicación de la vivienda, y en términos generales, para elevar el nivel de satisfacción por parte de los compradores. Así, tanto el gobierno federal a través de Conavi, como los institutos de vivienda Infonavit y Fovissste, comenzaron a elevar los criterios para medir la calidad de la vivienda y el entorno de los conjuntos habitacionales. Las reglas de operación de los subsidios se fueron modificando para incorporar primero elementos de sustentabilidad ambiental y densidad, y más tarde, para generar incentivos a una mejor ubicación. Por su parte, la SHF comenzó a medir el nivel de satisfacción de los compradores de vivienda, a través del Índice de Satisfacción Residencial; por su parte, Infonavit comenzó con la adopción de mediciones como el Índice de Satisfacción del Acreditado (ISA) y la Encuesta Cualitativa de la Vivienda y su Entorno (Ecuve).

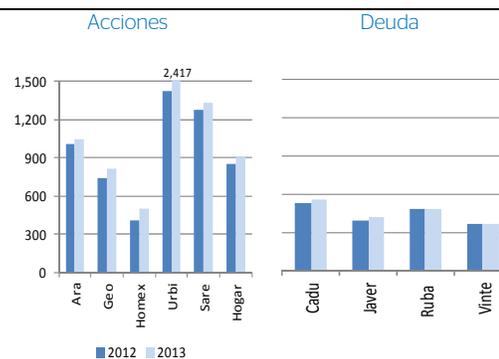
La adopción de nuevos criterios y estándares fue una parte del cambio en las políticas. La otra consistió en diversificar las soluciones de financiamiento. El Infonavit, comenzó a impulsar las remodelaciones en 2010 mediante un proyecto piloto, pero fue tal su éxito, que para 2012 representaban ya uno de cada cuatro créditos otorgados por el instituto. La vivienda usada por su parte, pasó de representar el 17% de los créditos de Infonavit en 2007, al 35% al cierre de 2012.

El cambio de política, para fomentar más la vivienda vertical, tuvo consecuencias en las empresas, particularmente a través de incrementar el ciclo de capital de trabajo. Esto genera incrementos en el tiempo de desplazamiento de las unidades, acumulación de inventario, así como un aumento en el costo del financiamiento.

Gráfica 12 y 13  
Ciclo de capital de trabajo, empresas públicas (días)



\*Cifras a junio  
Fuente: BBVA Research con datos del RUV



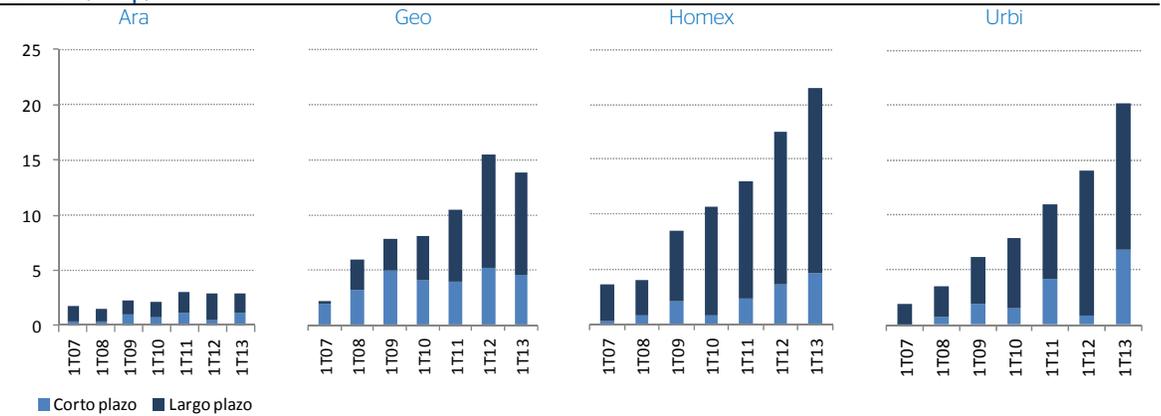
Cifras al primer trimestre  
Fuente: BBVA Research con datos de Convixión

La adopción de nuevas normas contables implicó otro cambio importante en la industria. Hasta 2011, las empresas podían registrar como ventas la vivienda que estuviera en proceso de construcción; sin embargo, con la adopción de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), en 2012, sólo se considera como venta la vivienda individualizada. Esto, aunado a los criterios adoptados por la política en materia de ubicación, en 2012, generaron especulación sobre el valor de la reserva territorial de las constructoras de vivienda y su capacidad de mantener su operación.

También es cierto que el modelo que tenían las limitaba a hacer cambios importantes: tenían una reserva territorial extensa, un modelo de negocio basado en altos volúmenes, y un nivel de

apalancamiento que les obligaba a mantener elevado el ritmo de actividad para generar flujo y cubrir sus pasivos. La deuda de las empresas públicas de vivienda se multiplicó por tres y hasta por cuatro veces entre 2008 y 2012

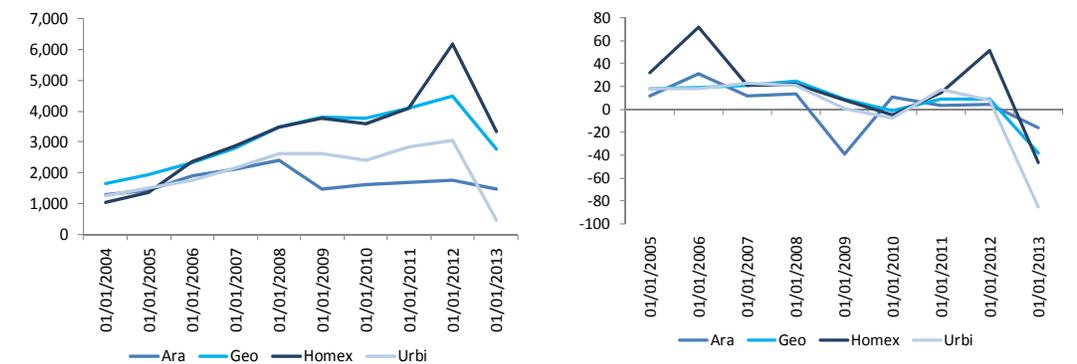
Gráficas 14, 15, 16 y 17  
**Deuda (mmp)**



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Así, a pesar de los cambios en el entorno, las constructoras públicas en el mercado accionario mantuvieron en niveles elevados sus volúmenes de actividad. El número de viviendas colocadas por estas empresas mantuvo su tendencia al alza entre 2010 y 2012.

Gráfica 18 y 19  
**Ventas (cifras al primer trimestre de cada año)**  
(mmp, precios corrientes)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

**Las señales de alerta no fueron dimensionadas plenamente**

A lo largo de los últimos años aparecieron diversas señales que marcaban cierto desgaste en el modelo de vivienda adoptado por las desarrolladoras públicas. Comenzando por los altos niveles de vivienda deshabitada que se documentaron en el censo de 2010. En el Plan Financiero 2011-2015, Infonavit estimó que una de cada cuatro viviendas colocadas por el instituto entre los años 2006 y 2009 se encontraba deshabitada; de igual forma, en más de un 90% de los casos, la causa era atribuible a problemas con la ubicación (Infonavit, 2010). En el mismo sentido, en 2011, Infonavit reportaba que del total de viviendas deshabitadas que tenía identificadas, el 30% correspondía a empresas públicas (incluidas tanto las del mercado accionario como de deuda).

Incluso después de conocerse los resultados del censo, la vivienda continuó construyéndose en las mismas zonas donde se registraban altos índices de vivienda deshabitada. La razón simplemente fue que ahí era donde las empresas desarrolladoras más importantes tenían sus reservas territoriales. Esto ayuda a explicar en buena medida la negociación con las autoridades para flexibilizar los criterios para delimitar las zonas urbanas y poder seguir beneficiándose de los subsidios.

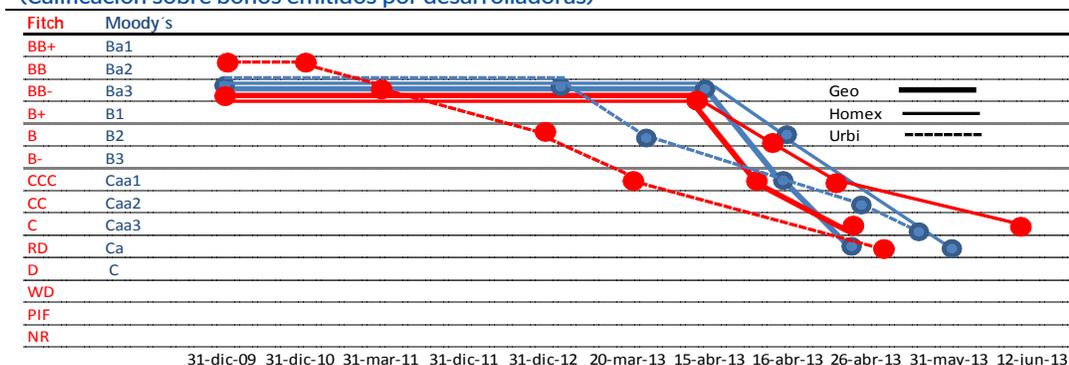
Los problemas de ubicación de la vivienda estaban plenamente identificados. Más que la distancia, el tema de fondo ha sido la falta de conectividad en el transporte. Viajar en transporte público desde el centro del Distrito Federal hasta algunos de los municipios del Estado de México donde más se ha construido vivienda, puede implicar un costo mensual que representaba más de la mitad del pago de una hipoteca<sup>7</sup>.

Por último, entre algunos participantes del mercado era conocido que los subsidios se estaban desviando de su propósito original de proveer acceso a la vivienda a la población carente de ésta y sin ingresos suficientes para pagar por sí misma la mensualidad de un crédito hipotecario. En lugar de eso, se hizo común la práctica de ofrecer el subsidio como un descuento sobre el valor de la vivienda y no necesariamente para habitarla, sino como inversión, o para asegurar al trabajador el poder hacer uso de su subcuenta de vivienda<sup>8</sup>. En este sentido, los subsidios incentivaron la construcción de vivienda de bajo valor, sin satisfacer propiamente las necesidades de la población a la que iban dirigidos. En el Plan Financiero 2013-2017 de Infonavit, se establece que, con base en un cálculo realizado a partir de la Encuesta Ingreso - Gasto de los Hogares (año 2006), poco más de la mitad de los afiliados al IMSS (54%) podría calificar para un subsidio por tener ingresos en lo individual menores a tres salarios mínimos<sup>9</sup>, siendo que en la realidad sólo uno de cada cuatro está en esa condición, pues el restante 29% tiene ingresos a nivel de hogar por encima de 5 salarios mínimos (Infonavit, 2012).

... y los problemas eran más grandes de lo previsto

Es justo decir que si bien había dudas sobre la viabilidad del modelo de negocios de las constructoras públicas ante el cambio en las políticas de apoyo al sector para incentivar la edificación intraurbana, la dimensión de los problemas de estas empresas estaba lejos de conocerse.

Gráfica 20  
**Agencias calificadoras**  
**(Calificación sobre bonos emitidos por desarrolladoras)**



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

<sup>7</sup> De acuerdo con cifras de la Encuesta de Satisfacción Residencial que publica la Sociedad Hipotecaria Nacional, en 2012 para los 139 municipios considerados en la encuesta, el gasto promedio en transporte es de 570 pesos al mes, aunque en algunos municipios esta cifra llega a duplicarse o incluso triplicarse. Si bien, para el total nacional no existe una relación directa entre el gasto en transporte y la vivienda deshabitada, en algunos casos sí puede constituir un factor importante. Por ejemplo, en algunos municipios del estado de Hidalgo, donde los gastos en traslados pueden superar los 1,200 pesos, el monto equivale a más del 60% de lo que pagaría una vivienda con subsidio, de alrededor de 2 mil pesos mensuales si la vivienda tiene un valor de entre 250 mil y 300 mil pesos.

<sup>8</sup> Hasta 2011, prevalecía la idea de que si el crédito no se tomaba, el ahorro en la subcuenta de vivienda se perdía. De hecho, para recuperarlo había que hacerlo por la vía jurídica. Fue hasta 2012 cuando se dispuso que la devolución de dicho saldo fuera automática.

<sup>9</sup> Los subsidios se otorgan a hogares con hasta 2.5 salarios mínimos.

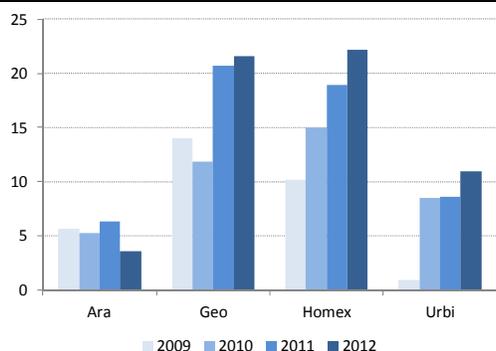
Por un lado, la cartera de las empresas públicas no mostraba niveles de deterioro significativos, o no por encima del resto de las empresas del sector. Por su parte, las agencias calificadoras no advirtieron mayores riesgos por parte de estas empresas a la hora de calificar sus emisiones de deuda, que se mantuvieron sin cambio hasta abril de 2013, apenas unos días antes de que mostraran los resultados del primer trimestre<sup>10</sup>. Lo mismo puede decirse de los consejos de administración de estas empresas, que tampoco detectaron problemas significativos, o no los manifestaron con oportunidad.

Los organismos de vivienda no detectaron tampoco un problema importante. Sin embargo, el programa 70-70 de Infonavit sí reveló algunos problemas de liquidez que venían enfrentando las desarrolladoras, pues tomaron el dinero pero no terminaron las viviendas y éstas no pudieron colocarse. Aquí no había un problema de falta de compradores, pues el programa ya vinculaba la vivienda con el cliente.

Existe evidencia de que la información presentada en los reportes trimestrales no revelaba plenamente la situación financiera de las empresas. Por ejemplo, era difícil medir con precisión el grado de acumulación de inventarios dado que una parte de éstos se registraron como obra en proceso, cuando en realidad en algunos casos eran proyectos detenidos. La reserva territorial, medida en unidades de vivienda, se mantuvo en ascenso a pesar del entorno económico a finales de la década pasada; en cualquier caso, alcanzaba a cubrir más de 10 años el nivel de actividad de las empresas. Por su parte, las empresas que emplearon el esquema de renta con opción a compra mostraron poca claridad en las ventas realizadas bajo este modelo<sup>11</sup>.

Gráfica 21

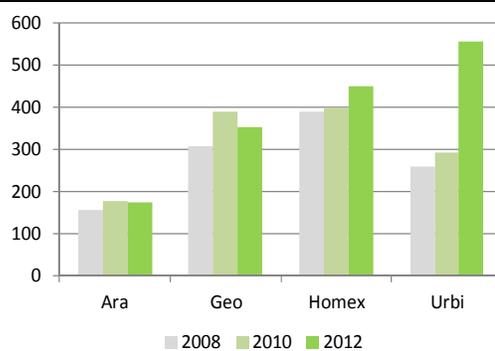
**Inventarios: obra en proceso (mmp, precios corrientes)**



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 22

**Reserva territorial (miles de viviendas equivalentes)**



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

En el mismo sentido, la información relativa a las reservas territoriales resultó escasa y poco transparente. Temas como la distribución geográfica, la ubicación, la extensión, el derecho de uso de suelo, y en general, el potencial para desarrollar vivienda en dichas reservas ha sido poco claro. El valor de las reservas territoriales se ajustó a la baja, primero, por la adopción de la NIIF en materia de contabilidad, que cambia el criterio de valuación, del valor de la vivienda por vender al valor de reposición del terreno; segundo, porque con la incorporación de la ubicación como criterio principal

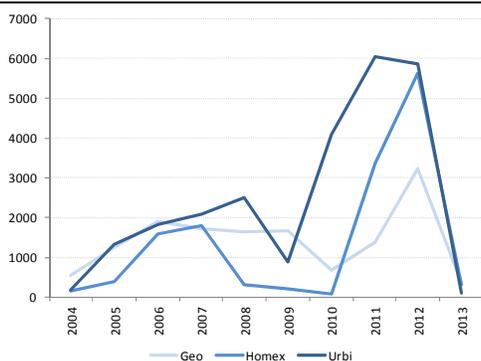
<sup>10</sup> Si bien debe decirse que Fitch, que rebajó la calificación de Urbi desde el primer trimestre de 2011

<sup>11</sup> Por ejemplo, la constructora vende a una empresa (propiedad de sus accionistas) la vivienda y ésta la renta al potencial comprador por un plazo de seis meses, al término del cual se realiza la venta. Para la constructora se trataba de una casa ya vendida, aunque pendiente de cobro, y para su cobro recibe pagarés sin garantía. No hubo mucha claridad en cuanto al número de compradores que pudieron incumplir con el pago de renta durante el periodo establecido, o el compromiso de la constructora con la inmobiliaria en caso impago. No obstante, el informe anual de 2011 de Urbi establece que el monto por cobrar por esas ventas sumaba 11.9 mil millones de pesos (7.5 mil millones correspondientes a 2011 y los restantes 4.4 mil millones correspondientes a 2010).

para el otorgamiento de subsidios, una parte de la reserva no calificaba para ellos o lo hacía sólo parcialmente.

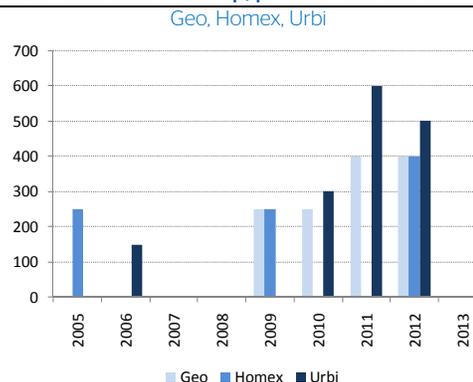
Las emisiones de bonos, especialmente en 2011 y 2012 dieron oxígeno a la industria, al proveerlas nuevamente de liquidez, que mostraba un claro declive desde 2007, pero no solucionaban sus problemas de fondo. Al final, las obligaba a generar mayor flujo de efectivo, algo difícil de conseguir cuando las ventas de vivienda nueva disminuían, y cuando el tipo de vivienda que estaban construyendo tenía problemas para colocarse.

Gráfica 23  
**Liquidez\* (mmp, precios corrientes)**



\*Efectivo y equivalentes de efectivo, como se reporta en el balance de las empresas  
Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 24  
**Emisión de bonos (mmp, precios corrientes)**



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

## ¿Qué podría anticiparse a partir de ahora?

Sin duda que la situación de las empresas desarrolladoras marcará una nueva etapa para la industria de la vivienda. Lo que se puede anticipar hasta ahora, si bien de manera general, apunta a una reconfiguración de los principales participantes de la construcción de vivienda en el país, pero también en la forma como se ha venido construyendo la vivienda, e incluso en el rol del sector público y privado en materia de desarrollo urbano.

Primero, es claro que la escala de operación de las empresas públicas habrá de moderarse. Más allá del arreglo que pueda lograr cada una con sus acreedores, lo cierto es que se ha reducido en forma importante su capacidad para producir vivienda a los niveles que lo venían haciendo. Incluso, cabe la posibilidad de que alguna de las empresas caiga en insolvencia.

Segundo, algunas empresas medianas y grandes no públicas tendrán la oportunidad de expandirse, ya sea adquiriendo proyectos de las empresas públicas o fortaleciendo su presencia en las zonas donde el gobierno dará mayor impulso a la construcción de vivienda, y orientando su modelo de negocios hacia el tipo de vivienda que sea más demandado. La clave aquí será, por un lado, la liquidez con que puedan contar estas empresas; y por otro, la disponibilidad de suelo a precios accesibles.

Tercero, el gobierno podría tomar un papel más activo en el desarrollo de las zonas que se encuentran a las afueras del perímetro urbano pero donde ya se ha venido construyendo vivienda. Por sí mismas, a estas zonas les tomaría varios años consolidarse, pero el proceso podría acelerarse con el apoyo del gobierno en la actualización de los planes de desarrollo, en la aportación de suelo, así como en inversión en infraestructura, equipamiento urbano y conectividad de transporte.

En un esquema comparable al de los llamados Desarrollos certificados, podría pensarse en la participación del sector público y el privado para consolidar en un horizonte de mediano y largo plazo, los centros urbanos que actualmente se encuentran a medio desarrollo. Hasta ahora, la mayor parte de las inversiones asociadas al desarrollo urbano en los municipios donde la construcción de vivienda ha sido más importante, ha corrido a cargo del sector privado. Sin embargo, las empresas desarrolladoras de vivienda sólo deberían enfocarse a esta actividad; otras empresas podrían encargarse del desarrollo de áreas comerciales o de oficinas, en tanto que el gobierno, a través de la banca de desarrollo, podría impulsar la inversión en infraestructura y servicios. La experiencia con los Desarrollos urbanos integrales y sustentables (DUIS) muestra que la coordinación institucional en esta materia puede ser altamente efectiva.

## Conclusiones

El modelo de negocio adoptado por las desarrolladoras públicas, basado en grandes volúmenes a un precio bajo, aunque alejado de los centros urbanos, resultó exitoso durante los primeros años de la década anterior, cuando la población de bajos ingresos logró acceso al financiamiento hipotecario y había un rezago de vivienda significativo. Sin embargo, hacia finales de la década el modelo mostraba ya algunos signos de desgaste. El cambio en el entorno económico después de la crisis del 2009 en las políticas de apoyo al sector y en la normatividad en los años posteriores, modificaron en forma importante el entorno bajo el que venían operando estas empresas; en tanto, su capacidad de ajuste estaba limitada por su propia estructura. Debe decirse también que si bien la magnitud de la crisis financiera de las desarrolladoras no era fácil de dimensionar, hubo señales de alerta que aparecieron a lo largo de los últimos años y que no fueron valoradas en forma adecuada por los distintos agentes que participan en la industria de la vivienda.

Independientemente del desenlace final, debe decirse que las empresas públicas de vivienda han logrado consolidar una amplia experiencia, que será sin duda muy importante para el desarrollo futuro del mercado de la vivienda. De hecho, algunas de las zonas donde se ha construido vivienda y ahora enfrentan rezagos de infraestructura y servicios urbanos (y donde se encuentran las reservas territoriales de las desarrolladoras públicas) continuarán creciendo. Lo importante será que dicho crecimiento se lleve a cabo en un contexto de mayor planeación, coordinación entre el sector público y el privado, y visión de largo plazo.

## Referencias

Infonavit (2005). Plan Financiero 2006-2010

.....(2010). Plan Financiero 2011-2015.

(2011). Reporte de la Unidad de Solución Social. Presentación Powerpoint. Disponible en: [www.cmic.org/.../vivienda/2011/infonavit/mun.../viv\\_abandonada.pdf](http://www.cmic.org/.../vivienda/2011/infonavit/mun.../viv_abandonada.pdf)

(2012). Plan Financiero 2013-2017

Presidencia (2007). Plan Nacional de Vivienda 2007-2012.

### Aviso Legal

Este documento ha sido preparado por BBVA Research del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) y por BBVA Bancomer, S. A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer, por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados. 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 sobre su exactitud, integridad o corrección. El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.