

**E**l mercado de vivienda en México ha afrontado retos importantes desde 2018, incluyendo un crecimiento económico relativamente lento, niveles de subsidios a la vivienda históricamente bajos, escasez en la oferta, así como una alta inflación, todo lo cual contribuyó a una reducción en el número de viviendas construidas durante los últimos cinco años.

De acuerdo con un reciente estudio de la firma calificadora Standar & Poor's (S&P Global Ratings), esta situación también ha afectado el ritmo de originación de créditos de las dos entidades relacionadas con el gobierno: Infonavit y Fovissste, aunque este último, afirma, ha registrado niveles de originación más estables.

Además, el entorno de altas tasas de interés ha presionado el diferencial entre las tasas de interés de los créditos hipotecarios y las tasas de referencia de mercado, lo cual ha frenado la emisión de nuevas transacciones respaldadas por créditos hipotecarios (RMBS, por sus siglas en inglés) en México.

Como consecuencia, Infonavit, Fovissste no han emitido ninguna nueva transacción de RMBS en los últimos 18 meses. S&P Global Ratings estima que esta tendencia continúe por lo que resta del año y durante el primer semestre de 2024.

También espera que las transacciones de RMBS que califica se mantengan estables y continúen repagándose conforme a lo esperado. Sin embargo, advierte que los niveles de protección crediticia en algunas transacciones del Infonavit podrían verse presionados en caso de que la cartera vencida se deteriore más allá de sus expectativas y, como consecuencia, las pérdidas se eleven.

#### Infonavit mitiga riesgos

Según S&P Global Ratings los niveles de protección crediticia actuales son suficientes para respaldar las calificaciones de las transacciones del Infonavit. Las transacciones de RMBS originadas por el Instituto han mostrado un continuo deterioro en su desempeño desde 2018. La proporción de acreditados que se benefician del descuento sobre nómina ha disminuido conforme las carteras han ido madurando.



## Altas tasas frenan emisión de bonos para financiar vivienda

*Históricamente los niveles de subsidios a la vivienda son los más bajos, escasez en la oferta, así como una alta inflación, han contribuido a una reducción en el número de viviendas construidas durante los últimos cinco años. Menos empleados formales y mayor cartera vencida en Infonavit y Fovissste, destaca un estudio de la firma S&P Global Ratings*

Claudia Anaya

Sin embargo, considera que los niveles de protección crediticia, en forma de aforo y margen financiero excedente, mitigan este riesgo y continúan siendo suficientes para respaldar las calificaciones actuales. No obstante ello, advierte que un deterioro en el desempeño del colateral por encima de las

expectativas podría presionar dichas mejoras crediticias.

Afirma que las cinco transacciones del Infonavit que califica actualmente se han amortizando conforme a lo esperado; con un saldo insoluto promedio del 24%, a junio de 2023, con respecto al saldo total emitido. Durante los últimos cinco años, 21 transaccio-

nes de Infonavit se han repagado por completo.

Estas transacciones cuentan con estructuras de pago prorrateado mediante las cuales los certificados bursátiles se amortizan para mantener sus indicadores de aforo en sus niveles objetivo, pero advierte que en caso de que la cartera

vencida siga aumentando y se ubique por encima de sus expectativas, estos niveles podrían ya no ser suficientes para soportar los escenarios de estrés actualizados.

#### Cartera vencida al alza

Los niveles de cartera vencida continúan aumentando mientras que los acreditados con descuento sobre nómina han ido disminuyendo. La cartera vencida, medida como morosidad mayor a 90 días como porcentaje del saldo insoluto de las carteras, aumentó a 38.4% a junio de 2023 desde 31.7% un año antes, de acuerdo con los reportes del propio Infonavit.

Por otro lado, medida como porcentaje del saldo inicial de las carteras, esta aumentó a 15.2% en junio de 2023 desde 13.8% un año antes. Esto refleja un menor porcentaje de acreditados con empleo formal, el cual disminuyó a 47.7% en junio de 2023 desde 53.6% un año antes.

Los eventos de amortización podrían mitigar el riesgo a la baja. Las estructuras cuentan con eventos de amortización anticipada relacionados con el desempeño de las carteras tituladas, lo cual podría mitigar este riesgo. Si se activan dichos eventos, la cascada de pagos se modificaría a secuencial y los intereses de las

clases subordinadas se capitalizarían, lo que podría despalancar rápidamente las transacciones.

Debido al actual desempeño observado, la firma financiera estima que algunas transacciones modifiquen su cascada de pagos en los siguientes 12 meses derivado de este evento de amortización.

#### Fovissste, creciente morosidad

La estabilidad en el empleo de los acreditados en el sector público modera los niveles crecientes de cartera vencida del Fovissste. Las transacciones originadas por el Fondo de Vivienda también han mostrado mayores niveles de cartera vencida, aunque a un ritmo menor que aquellas del Infonavit.

Esto refleja principalmente, afirma la calificadora internacional, la mayor estabilidad que tienen los empleados del sector público comparados con aquellos en el sector privado. Además, las estructuras de pago full-turbo (mediante las cuales toda la cobranza se destina a amortizar los certificados bursátiles luego de cubrir gastos e intereses) con las que cuentan estas emisiones, les han permitido incrementar sus niveles de protección crediticia.

Las transacciones continúan beneficiándose de niveles crecientes de protección crediti-



cia y mayor estabilidad en el desempeño. Las cinco transacciones originadas y administradas por el Fovissste que actualmente califica S&P Global Ratings continúan mostrando sólidos niveles de protección crediticia en forma de sobrecolateralización que continúan aumentando derivado del esquema de amortización (full-turbo) a través del cual todos los ingresos después de cubrir los gastos e intereses se destinan para amortizar el saldo insoluto de los certificados bursátiles. Al cierre de junio 2023, observamos, en promedio, un incremento del 24% comparado con el año anterior.

La cartera vencida, destaca, se incrementó, aunque continúa dentro de sus expectativas. La cartera vencida promedio aumentó a 9.8% en junio de 2023 comparado con el 9% observado un año atrás. Sin embargo, considera que estos niveles se encuentran dentro de los parámetros, lo que demuestra una mayor estabilidad en el sector público en comparación con el sector privado.

Hasta antes de 2021, Fovissste había tomado la delantera en

términos de volumen de nuevas emisiones, con una o dos transacciones por año. Sin embargo, durante los últimos años, el fondo dejó de titular su cartera dado el entorno de altas tasas de interés. Por lo tanto, no se espera ver participación del fondo en el mercado de titulaciones en lo que resta del 2023.

En conclusión, destaca el estudio de S&P Global Ratings, el mercado mexicano de transacciones respaldadas por créditos hipotecarios continúa experimentando un desempeño mixto y no se ha realizado ninguna nueva emisión debido a las altas tasas de interés y otras condiciones desafiantes del mercado.

Espera que esta tendencia continúe hasta el cierre de año y posiblemente se mantenga hasta la primera mitad de 2024, debido a las elecciones presidenciales en junio del próximo año.

También que las transacciones de RMBS mexicanas se mantengan estables y continúen repagándose conforme a lo esperado; sin embargo, el deterioro de la cartera podría presionar los niveles de protección crediticia en algunas transacciones del Infonavit. 

