



CIUDADANÍA Y VALORES  
FUNDACIÓN

# **EL PROBLEMA DE LA VIVIENDA. LA NECESIDAD DE CAMBIAR EL MODELO RESIDENCIAL ESPAÑOL**

***Miguel Córdoba***

*Profesor Agregado de Economía Financiera  
Universidad CEU-San Pablo*

Julio 2010



La Fundación Ciudadanía y Valores como institución independiente, formada por profesionales de diversas áreas y variados planteamientos ideológicos, pretende a través de su actividad crear un ámbito de investigación y diálogo que contribuya a afrontar los problemas de la sociedad desde un marco de cooperación y concordia que ayude positivamente a la mejora de las personas, la convivencia y el progreso social

Las opiniones expresadas en las publicaciones pertenecen a sus autores, no representan el pensamiento corporativo de la Fundación.

## **Sobre el autor**

Miguel Córdoba es Profesor Agregado de Economía Financiera en la Universidad San Pablo y combina la actividad docente con la empresarial, actualmente es Director Financiero del Grupo Naturhouse – Kiluva.

Desarrolló su carrera profesional dentro del BBV desempeñando diferentes cargos como: Director de Análisis de la Competencia dentro de la Dirección Financiera del banco; Director Financiero de Adqira España, S.A., “joint-venture” entre los grupos Telefónica, BBVA, Repsol e Iberia, para creación de una plataforma de comercio electrónico B2B; Director Financiero de BBV Interactivos, S.V.B; Director de Promoción de Negocio de Tesorería y Mercado de Capitales, entre otros.

## **EL PROBLEMA DE LA VIVIENDA. LA NECESIDAD DE CAMBIAR EL MODELO RESIDENCIAL ESPAÑOL**

**Miguel Córdoba**

*Profesor Agregado de Economía Financiera  
Universidad CEU-San Pablo*

**Introducción.**- Pocos temas han dado tanto que hablar en los últimos años como el relativo a la vivienda, y pocas cuestiones han tenido un efecto tan directo en nuestras vidas y en la situación económica actual y futura, como lo acaecido en España en los años precedentes. La mayoría de los males que aquejan a la hoy débil economía española han tenido su origen en el comportamiento de los precios de la vivienda y en el deseo casi enfermizo de los españoles de adquirir inmuebles a cualquier precio apalancándose a plazos inusitados con préstamos y créditos que probablemente no se podrán pagar.

Todos somos conscientes de la frenética vorágine de recalificación de melonares y construcción de viviendas que se ha producido en España en la última década. Cualquiera que hubiera heredado una huerta de la abuela en cualquier pueblo perdido de Dios creía que tenía oro entre las manos, y “asesorado” por el concejal del pueblo y por el afán de enladrillar el país que tenían los constructores patrios, conseguía obtener pingües beneficios en medio de la orgía de hormigón en la que se transformó España, sobre todo entre los años 2003 y 2006.

Se construyeron millones de viviendas pensando sólo en el lado de la oferta, es decir, se asumía que la demanda estaba garantizada, y además a cualquier precio. Todo españolito con posibles que se preciara tenía que invertir en “ladrillo”, porque “los pisos siempre suben”. Todo español que tenía una nómina, aunque fuera “mileurista” tenía que tener una casa en propiedad, “porque si no, no eres nadie” o “porque pagar intereses al banco es perder dinero”.

Pero además, las viviendas se compraron sin tener dinero para ello, con apalancamientos en muchos casos del cien por cien del precio, modelo apoyado por una especie de simbiosis tácita entre bancos y promotores inmobiliarios, en la que los primeros desarrollaron una política de evaluación de riesgos que cuando menos se podía calificar como frívola, extendiendo el plazo de las hipotecas a medida que las inmobiliarias subían los precios a un ritmo del 20% anual, a fin de que la cuota mensual de la hipoteca pudiera adaptarse a las “posibilidades” del futuro propietario, que no veía ningún riesgo en asumir cuarenta años de pagos mensuales o en endeudarse a tipo variable en el momento en el que los tipos de interés estaban en mínimos históricos, y no podían hacer otra cosa que subir.

El resultado es palpable: un mercado inmobiliario inexistente, una resistencia numantina de los promotores a bajar los precios hasta un nivel razonable, el “enladrillamiento” de los balances bancarios que no paran de embargar por impago a medida que el paro va convirtiendo España en “tierra quemada”, procedimientos concursales por doquier, un mercado de alquileres que no acaba de arrancar, y un

Gobierno expectante, a ver si se les aparece la Virgen, o si por ahí fuera empiezan a dinamizar sus economías y alemanes, británicos y franceses vuelven a comprar viviendas en la costa española.

Es evidente que se trata de un problema complejo, con muchas derivadas, pero mejor que no hacer nada, es tratar de lanzar ideas para tratar de cambiar el modelo residencial español. En el presente documento de trabajo trataremos de abordar la situación existente en España y aportar algunas ideas que puedan servir para salir de la trampa de elefantes en la que nos han metido inmobiliarios y banqueros, con la tácita ayuda por incomparecencia del Gobierno.

**Un poco de historia.**- En España hemos asistido en los últimos años a un inusual fenómeno: el incremento constante de los plazos de las hipotecas. Es curioso observar cómo desde la época franquista y hasta hace sólo cinco o seis años, todas las empresas inmobiliarias españolas tenían como dueño a un banco: Urbis era de Banesto, Vallehermoso era del Santander Central Hispano, Metrovacesa era de BBVA, Colonial era de la Caixa, etc.

Los bancos aportaban el necesario músculo financiero a sus inmobiliarias, y éstas se encargaban de adquirir suelo y promocionar viviendas. Se trataba de un pacto "sunt servanda", que funcionaba bastante bien, y que proporcionaba buenos y recurrentes beneficios a las inmobiliarias (plusvalías por la construcción y venta de pisos) y a los bancos (intereses y comisiones por hipotecas durante muchos años). Normalmente, y hasta la década de los noventa, los plazos eran de entre diez y quince años, ajustándose el precio de las viviendas a la renta disponible de los españoles.

Pero surgió la denominada "ley Rato" del año 1998<sup>1</sup>, que permitía a los Ayuntamientos recalificar y negociar el suelo público, y en paralelo, la política monetaria europea permitió que los tipos de interés bajaran al 2% durante varios años. La ley anterior generaba las bases para un movimiento especulativo inflacionario que llevó los precios del suelo a niveles estratosféricos, mientras que la permanencia de los tipos de interés en mínimos históricos en aquel momento "incrementó" la renta disponible de los españoles, que podían permitirse comprar un piso más caro, ya que la cuota mensual a satisfacer por la hipoteca era menor que unos años atrás.

Lo anterior supuso que en el período 1998-2002, las hipotecas absorbieran sin problemas los constantes aumentos del valor del suelo, que permitían que los concejales urbanísticos se convirtieran en los funcionarios "estrella" de la política municipal, ya que conseguían ingresar en las arcas de los ayuntamientos, cantidades absolutamente inusuales de dinero, fruto de una revalorización salvaje de antiguos eriales.

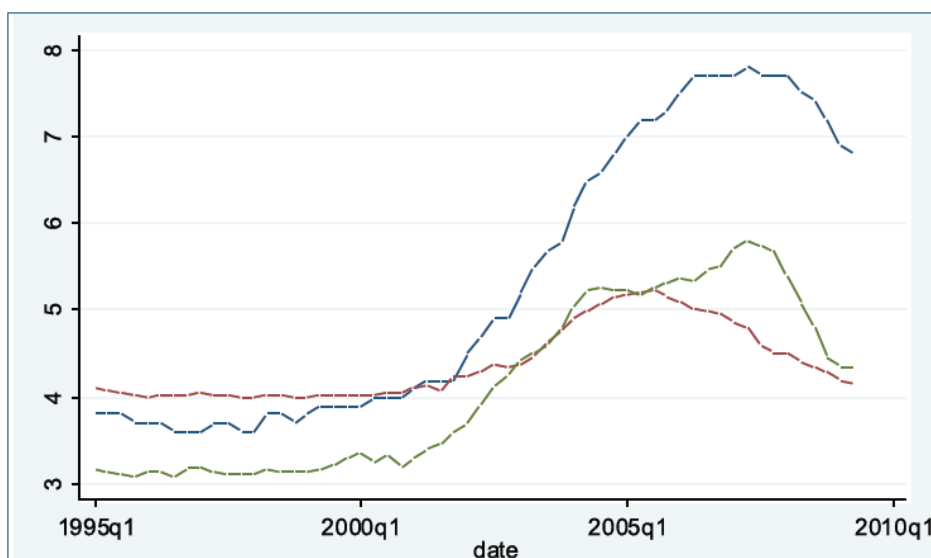
Apuntaba 2003 cuando el tradicional olfato bancario respecto del riesgo dio las primeras señales de peligro. Y los banqueros, casi al unísono, decidieron vender sus rentables inmobiliarias a los constructores. ¿Por qué hicieron esto todos a la vez? Muy sencillo, porque las inmobiliarias tenían mucho suelo en cartera, y el mercado ya reconocía ese valor. Los banqueros decidieron soltar lastre a precios entonces históricos, y dejar que el "último duro" se lo quedaran los profesionales del sector. Era una forma inteligente de no verse mezclados en una crisis larvada que se veía aparecer en lejanía.

---

<sup>1</sup> Ley 6/1998 de 13 de abril, sobre el régimen del suelo y valoraciones, vigente hasta el 1 de julio de 2007.

Sin embargo, ¿por qué renunciar a los beneficios que les suponían las hipotecas? Con esta figura de préstamo, los bancos lograban amarrar a los compradores de pisos durante muchos años, les exigían que domiciliaran las nóminas en cuentas no remuneradas, que suscribieran seguros, cuyas primas cobraban sus compañías de seguros, etc., etc. En suma, **el modelo hipotecario español constituía una nueva forma de esclavitud**, y como la historia nos ha enseñado, cualquier sistema esclavista debe ser gestionado adecuadamente, para que pueda subsistir la bonanza del que tiene la suerte de detentar el poder, en este caso, la alianza tácita entre banqueros e inmobiliarios.

Y fue entonces cuando se produjo un curioso fenómeno, que en principio nadie se esperaba. Durante el período 2003-2007, y una vez que los banqueros habían dado ya el “pelotazo” con sus inmobiliarias, vendiéndoselas a los constructores, el precio del suelo siguió subiendo aún más si cabe que en el período precedente, y el “gap” entre el precio de las viviendas y la renta disponible de los españoles se fue agrandando sin parar, y sin que pareciera que existiera solución alguna, pasando el ratio Precio Vivienda / Renta Familiar de 4 a 8 veces en tan solo cuatro años, tal y como podemos ver en el siguiente gráfico.



Fuente: Banco de España, Halifax (Reino Unido), NAR y Census Bureau (USA).

— Precio/renta familiar (España) — Precio/renta familiar (RU)  
 — Precio/renta familiar (USA)

Fuente: José García Montalvo. Universidad Pompeu i Fabra.

Vivienda.

<http://www.reformasestructurales.es/PDF/Vivienda.pdf>

Esta situación era característica de España, ya que en otros países no ocurría, tal y como pasó en Gran Bretaña o en Estados Unidos, como queda reflejado en el gráfico. Los pisos subieron, pero no duplicaron los precios ni mucho menos.

Pero los financieros tienen remedio para todo. Los tipos de interés seguían todavía bastante bajos, y si el tipo de interés es una constante, y una de las otras dos variables, el importe de la hipoteca, se incrementa, no queda más remedio que modificar la otra variable, es decir, el plazo de la misma, ya que de acuerdo con la

fórmula de las cuotas de amortización por el sistema francés<sup>2</sup>, el plazo está en el denominador, y cuanto más se incrementa éste, más pequeña será la cuota.

Mediante este sencillo subterfugio, los sufridos españoles de a pie pasaron de pagar su casa durante diez años, a pagarla durante veinte, durante treinta, durante cuarenta y hasta durante cincuenta años. En suma, las hipotecas acabarán de pagarlas los nietos de los primitivos firmantes.

Con todo, esta situación de “esclavitud financiera”, o “matrimonio poligámico banco-hipotecados”, si queremos darle un nombre menos fuerte, podía ser hasta tolerable, ya que la renta disponible que les quedaba a los adquirentes de pisos entre los años 2003 y 2005, seguía siendo similar a la que tenían en el período anterior. Pero hete ahí que los tipos de interés comenzaron a subir, debido sobre todo a la inflación de costes generada por el aumento continuo del precio del petróleo y de otras materias primas. Y claro, si de las tres variables, dos permanecen constantes, en este caso, el precio del piso y el plazo que ya no podía alargarse más, el incremento de los tipos de interés sólo puede producir incremento de cuota, y si los sufridos hipotecados habían ajustado su renta disponible al máximo para poder comprar el piso de sus sueños, no les quedaba otra opción que pedir dinero a sus parientes o dejar de pagar sus hipotecas, lo cual automáticamente produciría el embargo y la pérdida de sus viviendas, ya fueran las habituales o las de la playa. En ello estamos.

**Situación Actual.**- Como hemos anticipado antes, la situación en estos momentos es dramática. Algunos números nos ayudarán a comprender cómo se ha producido y donde estamos. El siguiente cuadro nos ilustra de lo acontecido en España:

<b>EVOLUCIÓN HISTÓRICA VIVIENDAS VERSUS POBLACION EN ESPAÑA</b>				
<b>Año</b>	<b>Nº Viviendas</b>	<b>Población</b>	<b>Nº Viviendas/ Población</b>	<b>Nº Personas/ Vivienda</b>
1950	6.687.200	28.117.873	0,2378	4,2047
1960	7.726.400	30.582.936	0,2526	3,9582
1970	10.658.882	33.956.047	0,3139	3,1857
1981	14.726.134	37.742.561	0,3902	2,5630
1991	17.206.363	39.433.942	0,4363	2,2918
2001	20.946.554	41.116.842	0,5094	1,9629
2002	21.722.757	41.837.894	0,5192	1,9260
2003	22.359.162	42.717.064	0,5234	1,9105
2004	23.177.792	43.197.684	0,5366	1,8638
2005	23.918.413	44.108.530	0,5423	1,8441
2006	24.626.384	44.708.964	0,5508	1,8155
2007	25.376.597	45.200.737	0,5614	1,7812
2008	26.230.579	46.157.822	0,5683	1,7597
2009	26.768.715	46.745.807	0,5726	1,7463

Fuente: Elaboración propia a partir del Banco de España e INE

En cincuenta años, hemos duplicado el número de viviendas por habitante, o lo que es lo mismo, hemos pasado de vivir 4,2 personas por vivienda a vivir 1,7. Y no pensemos que es porque la gente tiene ahora segunda vivienda, porque en el último censo disponible (2001), de las viviendas anteriores sólo había 3,36 millones registradas como segunda vivienda, es decir, un 15% del total, lo cual además no quiere decir que estén deshabitadas (hijos, sobrinos, amigos, alquiler en “B”, etc.).

<sup>2</sup> Cuota fija de amortización durante todo el período de la hipoteca. Es el que se usa habitualmente en España por los bancos y cajas de ahorro.

Ello ha supuesto que en la actualidad, España sea, y con diferencia, el país europeo en el que viven menos personas por vivienda, tal y como podemos observar en el cuadro siguiente, en el que hemos incorporado los datos disponibles en nueve países europeos<sup>3</sup>:

<b>SITUACION VIVIENDAS Y POBLACION EN PAISES EUROPEOS</b>				
<b>País</b>	<b>Población</b>	<b>Nº Viviendas</b>	<b>Nº Viviendas / Población</b>	<b>Nº Personas / Vivienda</b>
<b>Alemania</b>	<b>81.799.571</b>	<b>40.076.000</b>	<b>0,4899</b>	<b>2,0411</b>
<b>Austria</b>	<b>8.375.290</b>	<b>3.589.849</b>	<b>0,4286</b>	<b>2,3330</b>
<b>España</b>	<b>46.745.807</b>	<b>26.768.715</b>	<b>0,5726</b>	<b>1,7463</b>
<b>Francia</b>	<b>64.713.762</b>	<b>33.049.000</b>	<b>0,5107</b>	<b>1,9581</b>
<b>Gran Bretaña</b>	<b>62.008.049</b>	<b>26.142.857</b>	<b>0,4216</b>	<b>2,3719</b>
<b>Holanda</b>	<b>16.577.612</b>	<b>7.313.000</b>	<b>0,4411</b>	<b>2,2669</b>
<b>Italia</b>	<b>60.387.219</b>	<b>24.905.042</b>	<b>0,4124</b>	<b>2,4247</b>
<b>Portugal</b>	<b>10.637.713</b>	<b>3.436.409</b>	<b>0,3230</b>	<b>3,0956</b>
<b>Suiza</b>	<b>7.783.026</b>	<b>3.362.100</b>	<b>0,4320</b>	<b>2,3149</b>
<b>Media 9 países</b>	<b>359.028.049</b>	<b>168.642.972</b>	<b>0,4697</b>	<b>2,1289</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat y las oficinas gubernamentales de Estadística de los distintos países.

El resultado es que en España hay un stock de viviendas no utilizadas que suponen un verdadero lastre para nuestra economía, y que tienen muy difícil salida, ya que muchas de ellas se compraron como “inversión”, porque “el ladrillo siempre subía”, y están financiadas con hipotecas que tendrán una difícil amortización.

Nunca antes, las deudas privadas de familias y empresas habían llegado a los límites actuales. En el gráfico siguiente realizado por McKinsey, podemos ver cómo en un breve plazo de tiempo se ha producido este extraño fenómeno:

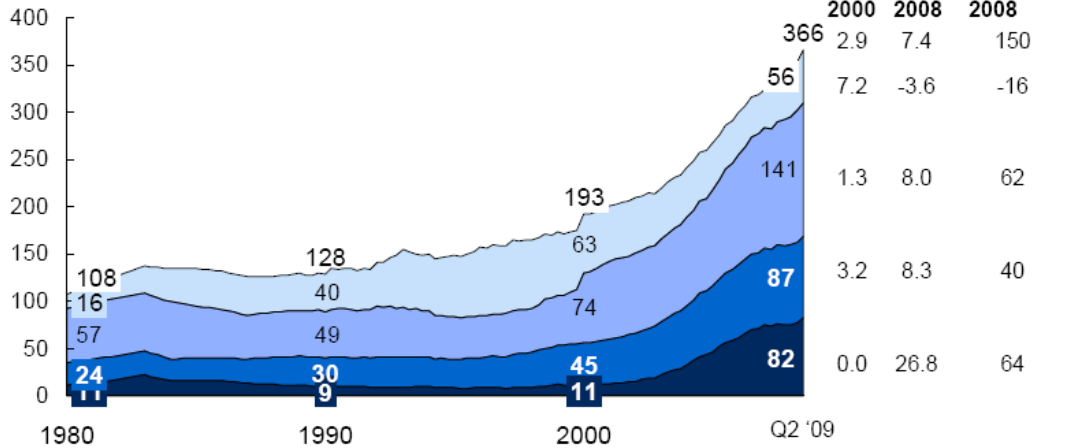
<sup>3</sup> Los datos incorporados son del año 2009, salvo los datos de número de viviendas en el caso de Alemania, Portugal y Suiza, que son del 2008. Puede haber problemas de homogeneidad en las estadísticas de número de viviendas de los diferentes países.

Exhibit A.10

**Spain's debt has grown rapidly since 2000 in spite of significant government debt reduction**



Spain debt<sup>1</sup> by sector, 1980-Q2 2009  
% of GDP



1 Includes all instruments that constitute direct credit market borrowing (includes all bond market borrowing and commercial paper); excludes asset-backed securities to avoid double counting of the underlying loan.  
2 Compound annual growth rate.

SOURCE: Haver Analytics; McKinsey Global Institute

Fuente: [http://www.mckinsey.com/mgi/reports/freepass\\_pdfs/debt\\_and\\_deleveraging/debt\\_and\\_deleveraging\\_full\\_report.pdf](http://www.mckinsey.com/mgi/reports/freepass_pdfs/debt_and_deleveraging/debt_and_deleveraging_full_report.pdf)

Vemos que la deuda del Estado en porcentaje sobre el PIB era al 30 de junio de 2009 tan sólo del 56%, mientras que la de familias y empresas era del 228%; es decir, **el problema de la Deuda Pública que tanto nos preocupa ahora es una minucia en comparación con el problema de la Deuda Privada.**

Pues bien, para plantear correctamente el problema, tendríamos que olvidarnos por un momento de la oferta, y hacer un análisis por el lado de la demanda. Para ello, tendríamos que evaluar varios factores:

- El stock total de viviendas existentes en el país.
- Las costumbres del país en materia de segunda vivienda o incluso de tercera.
- La capacidad de endeudamiento de españoles y extranjeros para adquirir viviendas a los precios corrientes.
- Las pirámides de población, junto con las tasas de natalidad y mortalidad.

Y es en este último punto donde no han estado muy finos los otrora “príncipes del ladrillo”. Se supone que las viviendas tienen como objetivo ser habitadas, no estar vacías para “pegar pelotazos” en el futuro porque “siempre suben”. En condiciones normales, el número de viviendas no ocupadas debería ser un pequeño porcentaje del total, y se correspondería con mudanzas, fallecimientos, situaciones transitorias de búsqueda de inquilino para alquiler, e incluso de algunas casas tomadas como inversión, y pendientes de venta.

Si analizamos la situación que había en los años cincuenta, la mayoría de los españoles vivía en régimen de alquiler. Pero llegó el desarrollismo de los sesenta y parte de los setenta, y las buenas épocas de los ochenta, parte de los noventa y sobre todo de la última década. Los bancos descubrieron que la hipoteca era un instrumento

de vinculación de los clientes y había que colocarles una hipoteca como fuera. Y como hemos apuntado antes, cuando subieron los precios por una irracional especulación del suelo, los bancos “ayudaron” alargando las hipotecas desde los 10/15 años hasta los 30/40, llegando incluso a los 50 años. El pastel estaba servido.

Los hijos y nietos de los que compraron pisos en los años sesenta no pensaron que por ley natural, sus progenitores fallecerían, y que podrían ocupar sus casas, remodelándolas en su caso. No, tenían que tener sus propias casas. Y ahora nos encontramos con que muchas casas adquiridas hace cincuenta años se quedan vacías y se ponen a la venta, pero no las compra nadie, en parte por que no se necesitan, y en parte porque no hay dinero para comprarlas.

Los “entendidos” dicen que el stock de viviendas se absorbe en tres o cuatro años. Craso error; es posible que no se absorba nunca, básicamente porque hay más viviendas que familias españolas, y porque en épocas de crisis con vivir en una casa nos basta, ya sea en régimen de alquiler o en régimen de propiedad.

Por ello, en primer lugar habría que hacer un llamamiento casi agónico a las empresas constructoras: ¡no construyan más casas! Si es necesario, transformen su actividad para dedicarse a obra civil o a mantenimiento de infraestructuras, pero no sigan por ese camino de ofertar casas sin analizar previamente la demanda. Su destino final no será otro que la suspensión de pagos o el embargo bancario.

Y a propósito de dicho embargo, vamos a plantear una posible solución arriesgada, pero que debería al menos ser estudiada, de cara a evitar el sufrimiento y desmoralización de decenas de miles de familias en España. Lo vemos en el siguiente punto.

**La mediación del Estado en el embargo de hipotecas. Transformación de propiedad en alquiler con opción de compra futura.**- Tal y como ya hemos apuntado anteriormente, en el fondo, la situación actual de las hipotecas españolas se parece al régimen novecentista del “truck”, según el cual, los empleados estaban obligados a gastar su salario en las tiendas de la empresa, al precio que la empresa les obligaba a aceptar. En el siglo XXI, los empleados españoles reciben un salario, que en más del 50% tienen que invertir obligatoriamente en la adquisición de una vivienda (no la que querrían, y donde querrían, sino la que pueden encontrar en el lugar que pueden encontrar) asumiendo pagos infinitos, a los cuales no podrán hacer frente si suben los tipos de interés o si se quedan sin trabajo.

Es triste ver que la única forma de tener una vivienda algo digna es la firma de la gloriosa póliza en una entidad bancaria, y que la consecuencia directa es que los firmantes no podrán hacer lo que quieran en los próximos treinta años, cuando no en los cincuenta próximos, y que con suerte, acabarán de pagar el piso cuando les toque retirar la caja de pino. Y podemos preguntarnos qué vida es esa en la que una persona dedica toda su existencia a pagar unos cuantos metros cuadrados de suelo cuyo coste real no llega a la quinta parte. En el fondo, no estamos hipotecando las viviendas; lo que realmente estamos hipotecando es la vida de varias generaciones de españoles, e implícitamente estamos incumpliendo el articulado de la Constitución.

En paralelo, los bancos, y sobre todo las cajas de ahorros, no pueden “enladrillarse” más, porque corren el riesgo de presentar suspensión de pagos (las provisiones les harían llegar a causa de disolución). Por todo ello, sólo nos queda el Estado para garantizar el derecho constitucional a la vivienda. Un planteamiento podría ser que **el Estado se adjudicara las viviendas en proceso de embargo, y se las alquilara a sus inquilinos** a un coste igual al precio oficial del dinero (2%) sobre el importe de la

adjudicación del embargo. Por ejemplo, una vivienda de 120.000 € tendría un alquiler de 2.400 € al año, esto es, 200 € al mes, con lo que el Estado no pierde nada, y a las personas se les da una segunda oportunidad para que puedan recuperar su casa cuando consigan mejorar sus condiciones económicas, en cuyo caso volverían a pedir una hipoteca y se la recomprarían al Estado al mismo precio de compra.

Es necesario que se reaccione desde el Gobierno, que se tomen medidas, a veces impopulares, y que se solucione el problema que se ha generado con la aquiescencia de todos. Los que están “pillados” con su hipoteca, tendrán que aprender a vivir con ello, ya que con dinero público no se pueden financiar patrimonios privados, pero sí que hay que tratar de aliviar las cargas, por la vía de dar facilidades para que se salga de la “trampa”; esto es, si una persona pierde su empleo y no puede atender los pagos de su vivienda habitual, el Estado debería acudir en su ayuda, teniendo derecho de retracto sobre la vivienda a “precio de mercado”, impidiendo que el banco se la adjudique, y de esa manera, alquilársela a su hasta entonces propietario, de forma indefinida, y por un alquiler acorde con las ofertas públicas de arrendamiento. De esta forma tendrían el derecho de uso, aunque no la propiedad.

En este sentido, enlazamos con la siguiente posible solución no ya para temas dramáticos como evitar el concurso de acreedores, sino como un planteamiento permanente para muchas personas.

**Una posible solución para el mercado de alquiler: El Derecho de Uso de Inmuebles.**- Es muy habitual cuando se inician las campañas electorales, que Gobierno y oposición se acusen mutuamente de ser los causantes de todas las desgracias que afectan a los sufridos ciudadanos. De hecho, parece que es casi imposible hacer algo bien cuando se pertenece al Gobierno, y siempre se tiene la solución cuando se pertenece a la oposición.

Pues bien, uno de los temas más manidos en los últimos años, ha sido la gran dificultad que tienen los jóvenes para acceder a comprar una vivienda debido a su elevado coste, o bien para alquilarla, habida cuenta de que el mercado es muy pequeño y lo poco que hay para alquilar tiene precios tan prohibitivos, que merece más la pena comprar una casa, aunque sea pequeña o esté alejada a bastantes kilómetros del centro de la ciudad.

Y la pregunta que nos hacemos es, porqué hay que comprar una casa, y dedicar a ello la mayor parte de nuestra renta durante casi toda nuestra vida profesional, si luego no podemos meterla en la caja de pino, cuando dejamos este mundo. ¿Cuál es el objetivo que nos marcamos, vivir una vida digna y equilibrada, o atesorar riquezas para nuestros herederos? Si respondemos que lo primero, no necesitamos comprar una vivienda, sólo precisamos vivir en ella, pero eso sí, sin que nadie nos pueda estar subiendo el alquiler, o echándonos de la casa porque la necesita para su hijo, o que nos tengamos que ir porque el “casero” no arregla las tuberías o la calefacción; esto es, viviendo en **nuestra** casa hasta que se produzca el hecho inevitable del fallecimiento.

Vamos a tratar de aportar una solución intermedia entre la propiedad y el alquiler, que puede suponer una respuesta adecuada para el problema que se suscita: El **Derecho de Uso de Inmuebles** (DUI, en lo sucesivo).

Como es bien sabido, cualquier activo puede desagregarse en dos valores, su propiedad intrínseca, definida jurídicamente como **nuda-propiedad**, y la renta que proporciona (dividendos, cupones, plusvalías, etc.), conocida por **usufructo**. En el mundo financiero, la asunción de estos conceptos llevó a que el siete de enero de

1997 se promulgara una ley que introdujo en España los “strips”, o activos que desagregan la nuda-propiedad y el usufructo de los bonos del Estado, y que permiten que coticen por separado en la Central de Anotaciones en Cuenta del Banco de España.

Si un bono puede desagregar su nuda-propiedad y su usufructo, ¿por qué no puede hacerlo un inmueble? Qué diferencia hay entre un bono y un piso a efectos de inversión. Los dos tienen un valor (precio en su mercado), los dos son susceptibles de proporcionar una renta (cupón y alquiler), y los dos tienen un valor de venta cuando se quieren enajenar.

El precio de la nuda-propiedad y del usufructo de los activos se corresponde financieramente hablando con el valor de una renta, que puede ser temporal o indefinida. En el caso de los inmuebles, hemos de diferenciar el **valor de la nuda-propiedad**, que podemos considerar como una renta indefinida de un solo flujo futuro (puesto que en condiciones normales un piso tendrá siempre un valor de uso, o en su caso de reposición, si hubiera que derribar el edificio y volver a construir otro), y el **valor del usufructo**, que, habida cuenta de que se tiene que adaptar a la vida de los ocupantes de la vivienda, tendrá que corresponderse con una renta temporal indefinida.

Si definimos al **derecho de uso de un inmueble** (DUI) como el valor actual de esas rentas futuras indefinidas del mismo, esto es, el valor actual de su usufructo, podemos ponerle perfectamente precio a lo que cuesta vivir en una vivienda durante la vida del sujeto.

No obstante, hemos de tener en cuenta que la renta indefinida está en función de la vida media de los sujetos que habiten la vivienda; si consideramos un matrimonio o una pareja de hecho, sería preciso calcular el horizonte temporal de esta renta, mediante un cálculo actuarial que evaluara la probabilidad de vida de los sujetos; esto es, no se trata de un cálculo puramente financiero, sino financiero-actuarial.

Lo que pretendemos con los DUI's es que el propietario del inmueble continúe siéndolo, pero permita su uso durante la vida de los que podríamos denominar “**cuasi-propietarios**”, a cambio de que le paguen en el momento de entrar en la vivienda el valor actual del usufructo esperado durante el período de vigencia del DUI.

En los momentos actuales están conviviendo dos situaciones claramente anómalas. Por un lado, los pisos en las grandes capitales tienen un coste muy alto al igual que los alquileres, si ponemos en relación el coste de compra y la renta del alquiler en relación con los ingresos medios de los potenciales interesados en comprar o alquilar un piso, respectivamente.

Pero por otro lado, comprar un piso para alquilarlo es una inversión ruinosa, puesto que el elevado coste no compensa para nada los gastos de mantenimiento del inmueble, y la renta que se obtiene por el alquiler (a pesar de ser elevado para el arrendatario), apenas supone un 2% o un 3% de rentabilidad en relación con la inversión que hay que realizar. Por tanto, los pisos se han estado comprando hasta hace bien poco porque los que los adquirían creían que iban a subir, y que podrían obtener una plusvalía futura que les compensase del coste de oportunidad de alquilar el piso en lugar de invertir, por ejemplo, en Deuda Pública.

Por tanto, hay tres posibilidades de realizar una inversión en el mercado inmobiliario:

- Comprar un piso y alquilarlo, lo que dejará un 2% o un 3% de renta, y una teórica plusvalía futura, con el problema de la tributación en el impuesto sobre la renta, y las complicaciones del impago de recibos, dificultad de desahucio, etc., amén de que si hay una posibilidad de venta del piso, primero habría que sacar al inquilino, lo cual puede ser complicado.
- Comprar un piso y no alquilarlo, con lo cual no se obtiene renta, aunque el activo está líquido para poder ser vendido en cualquier momento. Supone mientras tanto gastos y posibles gravámenes.
- Comprar participaciones de un fondo de inversión inmobiliario o acciones de una sociedad inmobiliaria que inviertan en inmuebles, y que tributan sólo al 1%, aunque tienen gastos de gestión elevados, de entre un 1% y un 2% anual, y como se ha demostrado en los últimos años, dificultades de amortización cuando se quiere uno salir de su participación.

En todos los casos, se “juega” a la plusvalía cuando se venda el piso. De ahí, el peligro que tiene el mercado inmobiliario cuando cambia la tendencia, como es el caso actual, puesto que o se vende con pérdida o se alquila con una pequeña renta para el inversor (aunque sea grande para el inquilino).

Supongamos una pareja de 36 años que está buscando vivienda, y que su objetivo es un piso de unos 100 metros cuadrados, situado en un barrio relativamente céntrico de Madrid. Tiene tres posibilidades:

- Comprar por 250.000 euros.
- Alquilarlo por 1.000 euros al mes, más el IPC anual.
- Utilizar la figura del DUI, que indicamos en este documento.

El objetivo del adquirente es obtener el menor coste de vivienda, y el del inversor, el obtener la mayor rentabilidad posible para su inversión en el largo plazo.

Evidentemente, no sabemos lo que va a ocurrir con el mercado inmobiliario en los próximos años, ni lo que van a hacer los tipos de interés nominales, máxime cuando en España más del 90% de las hipotecas están siendo contratadas a tipo variable; por lo que habremos de hacer algunas hipótesis razonables (aunque sobre todo desde el punto de vista del inversor, no será un hecho especialmente significativo, ya que en todo caso, se reflejaría la subida del precio de la vivienda y de los tipos de interés en su renta).

Por tanto, vamos a suponer que los incrementos de tipos de interés y del mercado inmobiliario, una vez que se toque suelo en la crisis actual, son los siguientes en términos medios en los próximos 50 años:

- Tipos de interés: 2,5% anual.
- Mercado inmobiliario: 6% anual<sup>4</sup>.

Con estas hipótesis vamos a intentar simular qué ocurriría en el mercado para ambas partes en dicho período.

Para que puedan existir los DUI's, debería de haber un mercado de oferta lo suficientemente amplio y diversificado, basado bien en **Fondos de Inversión**

---

<sup>4</sup> Aunque en los tiempos actuales podamos ver el mercado inmobiliario deprimido y nos pueda parecer elevado, estamos hablando de un incremento en términos reales del 3,5% (deduciendo un 2,5% de inflación), lo cual es bastante inferior a lo que ha ocurrido en España en términos de media durante las últimas décadas.

**Inmobiliaria**, bien en **Sociedades de Inversión Inmobiliaria**, cuyo único activo fuera la tenencia de inmuebles, y cuya única fuente de ingresos fuera la emisión de certificados de DUI's.

Estos Fondos y Sociedades, tendrían que tener una **gestora**, en la cual se precisaría de personal cualificado para la valoración actuarial de la probabilidad de vida de los sujetos, dada la correlación existente entre la renta asignada a cada piso del inmueble, y el tiempo que media entre la emisión del **certificado del derecho de uso** (documento que justificaría la cuasi-propiedad del piso durante la vida del adquirente o adquirentes), y el fallecimiento de los cuasi-propietarios.

Asimismo, esta gestora tendría que estar bajo la supervisión conjunta de la Comisión Nacional de Valores (por la emisión de las participaciones que se colocan entre los partícipes), y de la Dirección General de Seguros (por la componente de dilución del riesgo que supone la actividad de los Fondos).

La gestora del Fondo o Sociedad lanzaría el proyecto de creación del mismo, y recabaría inversores que aportaran dinero o inmuebles (podrían canjearse participaciones por activos reales), que constituyeran la base inicial del mismo, con un límite mínimo, por ejemplo, de 10 millones de euros. Con la liquidez que tuviera la entidad, procedería a adquirir inmuebles, hasta totalizar la inversión de los partícipes.

En un momento determinado, podría considerarse también la posibilidad de que estos fondos o sociedades inmobiliarios, adquirieran pisos o inmuebles a futuro, con una modalidad de **"hipoteca inversa"**, puesto que esta actividad podría dar liquidez a un conjunto de activos inmobiliarios que forman parte del patrimonio de sujetos sin herederos directos, y cuya movilización generaría un incremento de renta en los mismos, lo cual puede ser interesante en su globalidad para la economía nacional.

Una vez dotados los fondos y sociedades de activos inmobiliarios comercializables, la gestora procedería a comercializar el producto, esto es, los DUI's, buscando personas o familias que desearan esta modalidad de cuasi-propiedad. Esta actividad comercial podría ser incluso apoyada institucionalmente por el Gobierno, una vez que hubiera el suficiente número de fondos o sociedades de este tipo registradas en el Registro de la CNMV y de la Dirección General de Seguros.

A cada interesado, la gestora le haría un traje a medida, aunque eso sí, utilizando los mismos parámetros actuariales, que deberían ser objeto de inspección periódica por parte de los organismos reguladores (CNMV y D. G. Seguros). En nuestro ejemplo, para una pareja de 36 años, cuyos miembros no sufrieran ninguna enfermedad crónica o peligrosa en el momento de contratar el DUI, se podría considerar que la probabilidad de vida de aquel de los dos cónyuges que fallezca el último, sería de 86 años.

La gestora facilitaría a los potenciales adquirentes el "stock" de pisos de que dispone en ese momento, a fin de que elijan dónde desean vivir. Una vez elegido, habría que valorar el derecho de uso de ese inmueble durante 50 años. Si se trata, como en nuestro ejemplo, de un piso de 100 metros cuadrados, situado en una zona media de Madrid, cuyo valor de adquisición es de 250.000 euros (coste para el fondo), y que su incremento de valor estaría tres puntos y medio por encima de las subidas del IPC, el incremento anual medio de valor sería del 6% (dado que hemos supuesto una subida media anual del IPC del 2,5%).

Para valorar el producto, habría que tener en cuenta los siguientes factores:



Como queremos tener un beneficio neto del 7% anual, habría que adicionar a dicha cifra el 0,30% anual de los gastos que tiene la operación. Por tanto, matemáticamente el tipo interno de rentabilidad (TIR), que tenemos que obtener por nuestra inversión y los gastos debería ser<sup>5</sup>:

$$250.000 = \frac{750}{1+r} + \frac{768,75}{(1+r)^2} + \frac{768,96875}{(1+r)^3} + \dots + \frac{768,96875}{(1+r)^{50}}$$

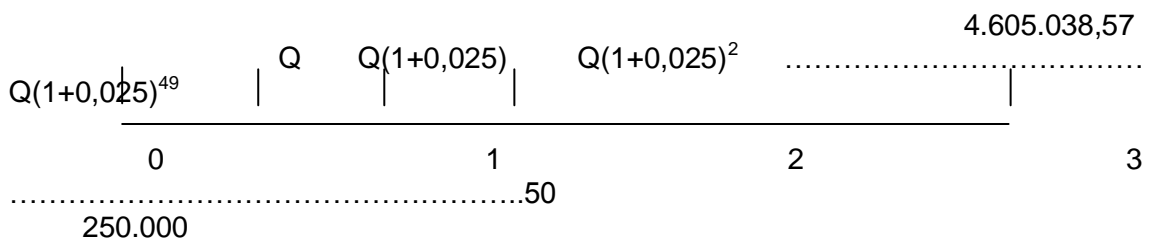
de donde:  $r = 7,12726992616501\% < > 7,12727\%$ .

Es decir, la tasa de rentabilidad a obtener para compensar los gastos, y que nos quede un 7% neto como rentabilidad de la inversión durante 50 años.

Como el valor final que les quede a los partícipes una vez finalizada la operación, se correspondería con el valor del inmueble una vez desocupado, y dicho valor debe suponer un 6% anual de incremento (**nuda-propiedad**):

$$250.000 (1 + 0,06)^{50} = 4.605.038,57 \text{ €}.$$

el fondo o la sociedad de inversión debe percibir una renta anual actualizable (**usufructo**) con el IPC, que equivalga al 7,12727% necesario para lograr el objetivo de los inversores:



es decir:

$$250.000 = \frac{Q(1+0,025)^{49} + 4.605.038,57}{1 + 0,0712727} + \frac{Q}{(1 + 0,0712727)^2} + \dots + \frac{Q(1+0,025)^2}{(1 + 0,0712727)^3}$$

de donde:

$$Q = 5.338,7464 \text{ €}.$$

equivalente a una cuota mensual de alquiler en términos actuales de:

$$i_{12} = (1 + 0,025)^{1/12} - 1 = 0,002059836$$

$$5.338,7464 \cdot 0,002059836$$

<sup>5</sup> Para cualquier aclaración relativa a la bondad de las fórmulas utilizadas, puede consultarse el libro del mismo autor: "Análisis Financiero de los Mercados Monetarios y de Valores", publicado por Editorial AC 1996.

$$Q_m = \frac{Q}{(1 + 0,002059836)^{12} - 1} = 439,88 \text{ €}.$$

lo cual contrasta con el alquiler mensual que habitualmente se cobra para una casa de estas características en Madrid, que estaría aproximadamente en 1.000 € al mes (y que no debemos olvidar, no tiene los inconvenientes de cancelación anticipada, subidas inesperadas, etc.).

El valor del DUI se correspondería con el valor actual de las rentas anuales anteriormente calculadas, esto es, con el **valor actual del usufructo**:

$$V = \frac{Q(1+0,025)^{49}}{1 + 0,0712727} + \frac{Q}{(1 + 0,0712727)^2} + \frac{Q(1+0,025)}{(1 + 0,0712727)^3} + \dots + \frac{Q(1+0,025)^2}{(1 + 0,0712727)^{50}} = 102.690,28 \text{ €}.$$

matizado con la prima de riesgo del 10%, como cobertura actuarial, esto es:

$$V_{DUI} = 102.690,28 (1 + 0,1) = 112.959,31 \text{ €}$$

lo que supone menos de la mitad de lo que cuesta el piso (250.000 €).

Los cálculos no son tan sencillos como los hemos planteado, pero como aproximación para ver la bondad del producto, nos sirven, ya que el resultado final de un cálculo financiero-actuarial bien hecho no diferiría mucho de las cuotas planteadas.

El dinero recibido por las ventas de los DUI's, puede ser utilizado para reembolsar participaciones o para adquirir nuevos inmuebles, aunque sería aconsejable que se garantizara legislativamente que al menos un 5% del valor del patrimonio del fondo o sociedad, permanezca líquido, para atender los citados reembolsos.

Como es lógico, el mercado inmobiliario no es un mercado tan líquido como la bolsa o la renta fija, por lo que no se puede exigir el reembolso de participaciones en 24 horas, sino que habría que dar tiempo para que se puedan enajenar inmuebles o vender DUI's por encima del 5% legal, en el caso de que se solicite un volumen importante de reembolsos simultáneamente.

Los derechos de uso de un inmueble nacerían por tanto, por emisión singular, esto es, cada DUI tendría un valor diferente de los demás, y un vencimiento diferente de los demás, en función de los cálculos actuariales de la probabilidad de vida.

Aunque lo normal es que si un matrimonio adquiere un DUI, se instale en su casa, y se olvide de todo lo demás, es preciso que tengamos en cuenta la posibilidad de que esta familia decida cambiar de domicilio o comprarse una casa, por ejemplo, porque decidan trasladarse a otro país. Está claro que estos sucesos no pueden ser ajenos a la naturaleza del DUI, ya que lo que hemos definido como cuasi-propiedad, es perfectamente compatible con lo que habitualmente puede hacer un propietario con su vivienda, esto es, alquilarla si no la va a utilizar.

En este sentido, puede plantearse la existencia de un mercado secundario de DUI's, en el que, manteniéndose las condiciones de emisión (durará hasta que fallezcan los dos cuasi-propietarios, o el cuasi-propietario si es una sola persona), pueda ser vendido a terceros para que lo utilicen durante el período que resta. De esta manera,

quien deseara cambiarse de casa podría enajenar este derecho de uso a otro que quisiera adquirirlo, existiendo creadores de mercado que tendrían una cartera de DUI's, a medida de los clientes.

El valor de los DUI's en el mercado secundario lo marcaría la oferta y la demanda, y estaría en función de los tipos de interés y de la profundidad que tuviera el mercado. Para calcular el valor teórico de un DUI en un momento intermedio entre su nacimiento y su amortización, bastaría con aplicar las mismas fórmulas que hemos utilizado para su emisión, sólo que teniendo en cuenta que el período de vida es diferente, y lógicamente decreciente.

Sin embargo, y dado que este hecho es capital para la formación de precios en el mercado secundario, es preciso que tengamos en cuenta que cada año que pasa, el DUI tiene un año menos de vida, pero también se alarga algo la probabilidad de vida de los adquirentes originales, puesto que no se trata de una probabilidad objetiva, sino de una probabilidad condicionada (la probabilidad de que el sujeto viva hasta 86 años, condicionada a que ya haya vivido hasta los 45, es evidentemente mayor que la misma probabilidad condicionada a que el sujeto haya vivido hasta los 35 años, puesto que se elimina la probabilidad de muerte durante 10 años). Por consiguiente, cada año que pasa se pierde algo menos que un año en valor actuarial del DUI.

Para que este mercado fuera eficiente, habría que eliminar la posibilidad de que el fondo o la sociedad de inversión inmobiliaria pudieran impedir que el DUI fuera vendido a terceros no deseados; esto es, que el emisor no puede elegir los inquilinos. Si emite el DUI, lo hace con todas sus consecuencias, al margen de que si un inquilino originase destrozos en el inmueble, esta actuación fuese perseguible por la ley de acuerdo con la legislación de ordenamientos urbanos.

Cuando el titular o titulares originales de los DUI's fallecieran, el DUI debería ser amortizado. Los DUI's, por tanto, no se heredarían (por pura lógica del producto), pero si podrían ser sustituibles en condiciones de mercado, dando preferencia a los herederos (pensemos en una hija soltera que vive con los padres y no tiene casa, y los padres fallecen en un accidente), pero recalculando la nueva vida actuarial de la persona que quiere permanecer en la vivienda.

En este punto surge el problema de que el nudo-propietario quiera recuperar el derecho de uso del inmueble. Habría que legislar "muy fino" en materia de los derechos y obligaciones de las partes, pues si bien el nudo-propietario tiene derecho a recuperar la vivienda, el usufructuario ha podido hacer cuantiosas inversiones pensando que iba a vivir 50 años en ella, y por los azares del destino, es posible que sólo haya vivido cinco, con lo que los herederos pueden aducir que ha habido grandes mejoras en el inmueble.

También habría que analizar si el DUI puede ser subrogable de padres a hijos solamente, y por una sola vez, o si los hijos podrían a su vez hacerlo con los nietos, o casos de hijos a padres, en el caso de que los hijos fallezcan; o entre hermanos. Evidentemente, la casuística puede ser muy amplia, y remitimos la legislación a los juristas expertos en esta materia.

Por otro lado, la fiscalidad de los DUI's sería un punto clave para que el producto tuviera éxito, ya que si en estos momentos existen incentivos para fomentar el alquiler, similares incentivos deberían tener los DUI's.

Es necesario también que tengamos en cuenta, que en el alquiler de pisos hay una importante bolsa de dinero negro, figurando oficialmente el piso como no alquilado,

pero que sin embargo, tiene un inquilino que le paga en efectivo al propietario. Los DUI's estarían completamente regulados, y los arrendadores serían las gestoras de fondos y sociedades de inversión. A medida que el producto avanzase, y que un mayor número de edificios pasaran a ser utilizados para este menester, los alquileres fraudulentos disminuirían (el DUI es más barato, y tendría ventajas fiscales), con lo que disminuiría la cantidad de impuestos defraudados.

Evidentemente, una de las medidas fiscales tendría que ir en el sentido de realizar una exención de tributación en la desagregación temporal de nuda-propiedad y usufructo. Cuando una persona adquiriera al nudo-propietario de un inmueble un derecho de uso sobre el mismo, esta renta no debería tributar en el momento de la compra, sino a lo largo de la vida de la operación.

Además, y como medida incentivadora, habría que permitir que los gastos de comunidad del edificio fueran desgravables para los cuasi-propietarios, ya que se trata de una carga que en condiciones normales correspondería a los propietarios reales, pero por la propia razón del producto recaería sobre los adquirentes del DUI.

La existencia de los DUI's supondría movilizar una importante liquidez en el sistema, puesto que los adquirentes demandarían préstamos a los bancos para financiar la compra de estos derechos, pignorando los DUI's. Estos derechos cotizarían en un mercado financiero "ad hoc", por lo que podrían ser perfectamente objeto de prenda para los bancos, como garantía para otorgar los préstamos.

Como es bien, sabido, el efecto multiplicador de los depósitos bancarios (los que recibirían los nudo-propietarios), generaría dinero en el sistema. Ello podría suponer un aumento de la masa monetaria; de ahí, que haya que tener especial cuidado con los posibles efectos inflacionistas de un producto que genera liquidez (aunque no más que el que hay que tener con las tarjetas de crédito)

La misma formación del patrimonio de los Fondos de Inversión Inmobiliaria, supondría un efecto positivo para el mercado inmobiliario, cuando las gestoras acapararan inmuebles para incorporar al activo de los fondos, como base para lanzar luego la campaña comercial de venta de los DUI's. Ello supondría poner los pisos en precio real dinamizando este mercado que actualmente está muy deprimido por la falta de oferta y demanda transparente.

Aunque se pudiera pensar que el efecto anterior tiraría hacia arriba de los precios, es preciso tener en cuenta que dicho efecto sería seguido por un descenso de los precios, en el momento en el que los teóricos demandantes de vivienda, en vez de elegir la propiedad como sistema, asumieran el producto DUI. Si somos racionales, hemos de considerar que el efecto sustitución debería ser neutro en el medio plazo, aunque también es preciso asumir que una vez adquiridos los inmuebles, las gestoras de fondos no estarían interesadas en que el precio de estos bajara, por lo que si se dan las habituales circunstancias que habitualmente han rodeado al mercado inmobiliario, una vez que se solucione la crisis actual, lo normal es que lo que no suba no baje, sino que se estabilice; lo cual no sería malo para la economía en su conjunto.

En paralelo, podría permitirse a las gestoras de fondos y sociedades de inversión, la realización de las operaciones de "hipoteca inversa", lo cual liberaría una gran cantidad de renta disponible para un segmento de la tercera edad, que habitualmente no consume por falta de ingresos corrientes. Si al movilizar los inmuebles que tienen en propiedad, de golpe se produce un incremento de renta de las clases pasivas, la mayor parte de ese incremento iría a consumo, y no a ahorro, por lo que se podrían generar tensiones inflacionistas en la economía. No obstante, también hay que tener

en cuenta el efecto social de ese incremento de renta, en un grupo particularmente maltratado por la escasa cuantía de las prestaciones, y el importante hecho de que la actual pirámide de edades de la población española tiende a incrementar notablemente el número de personas que hemos denominado “tercera edad”.

Si se consigue que una parte significativa de las personas afectadas, utilice esta fórmula, podría liberarse un poco la presión que sin duda habrá en los próximos años sobre la Seguridad Social para que incremente linealmente el importe de las prestaciones.

Además, la “hipoteca inversa” permitiría a largo plazo incrementar el “stock” de pisos disponibles para emitir DUI’s, una vez que las personas titulares de los inmuebles hubieran fallecido.

Este producto, supuesto que alguna vez viera la luz, necesitaría del apoyo de los poderes públicos, puesto que serían precisas modificaciones legislativas en la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, y probablemente en el Código Civil y en el Mercantil, amén de la Ley de Ordenamientos Urbanos y la Ley del Mercado de Valores. Pero también es cierto que el producto debería de contar con un adecuado consenso de la oposición, ya que si no, sería imposible llegar a la meta propuesta, esto es, que los jóvenes puedan acceder a una vivienda sin tener que hipotecarse de por vida, y que puedan dedicarse a vivir dignamente, a tener hijos, a criarlos sin tener que recurrir a un pluriempleo de por vida, por que no se llega para pagar todos los gastos de la casa, etc.

**Una posible solución para el suelo disponible para Viviendas de Protección Oficial: Los Fondos de Inversión Inmobiliarios en VPO.-** Durante los años del “boom” inmobiliario, todo se recalificaba, y se destinaba entre un 15% y un 20% del suelo recalificado a viviendas sociales. Pero los promotores inmobiliarios sólo desarrollaban el suelo que podía destinarse a vivienda libre, ya que era lo que no paraba de subir, y aducían, que no les era rentable construir viviendas de protección oficial (“VPO” en lo sucesivo). El resultado es que hay una gran cantidad de suelo recalificado y no utilizado para VPO a lo largo de todo el país.

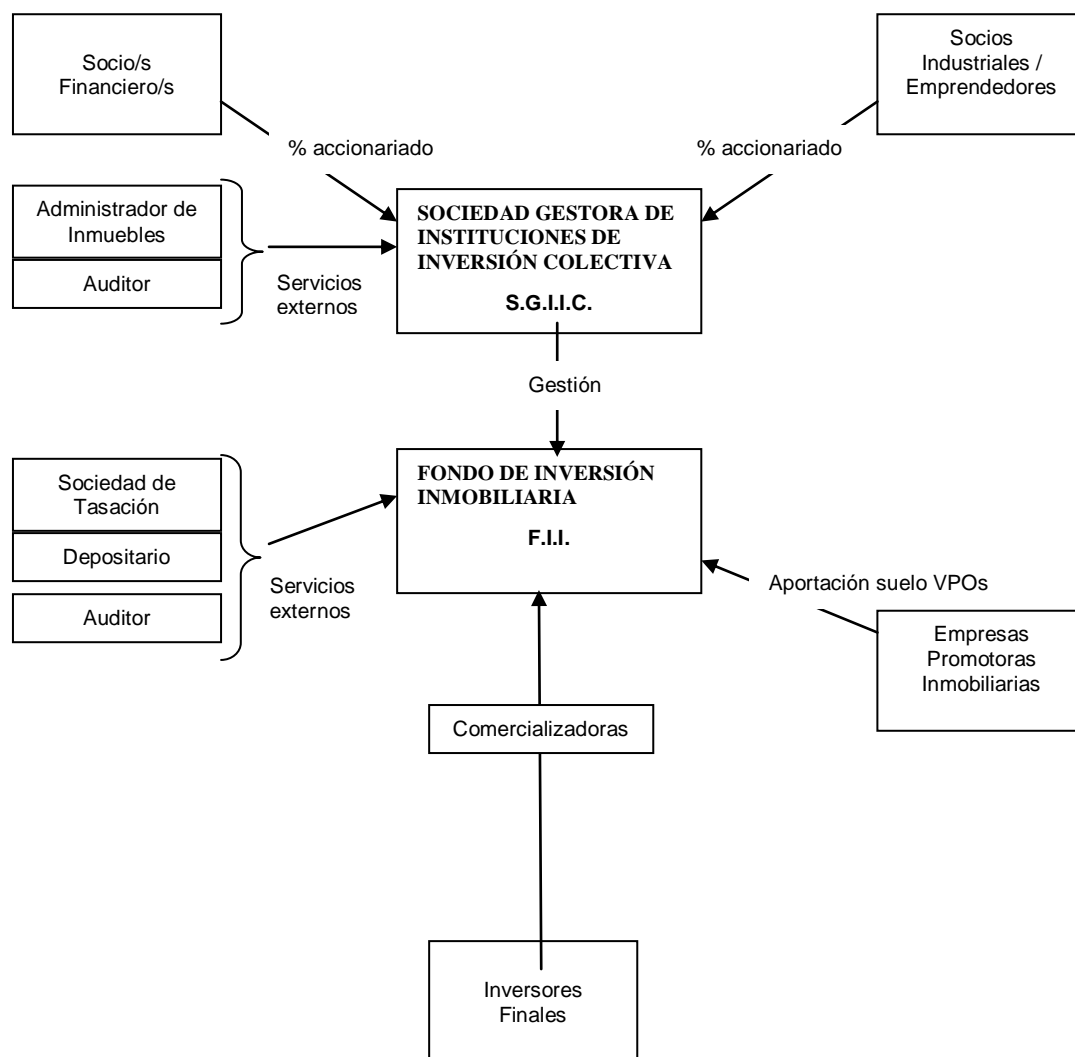
Si bien consideramos, como hemos indicado en el punto anterior, que hay que desarrollar el mercado de alquiler a través de los DUI’s, también es cierto que en el pleno ejercicio de su libertad, habrá muchas personas que deseen tener la posibilidad de tener su vivienda en propiedad. En este punto damos otro posible enfoque para este colectivo.

El planteamiento se basaría en promulgar la legislación necesaria que permitiera a inversores privados poder crear Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión Inmobiliaria, cuyo único destino de la inversión fuera la adquisición de suelo urbano para la construcción de VPOs. Evidentemente, las actuales inmobiliarias podrían ser socios de estas Gestoras, aportando el suelo urbano que tienen en cartera y que no saben como desmovilizar ya que no hay mercado en la actualidad para que puedan venderlo (por ejemplo, en el caso de Martínsa-Fadesa, actualmente en procedimiento concursal y sin liquidez). Por su parte, la Gestora del Fondo Inmobiliario centraría su actividad en captar recursos entre inversores institucionales para la construcción de las VPOs.

Como incentivo para los inversores privados, estaría el hecho de que previsiblemente este tipo de inversión en VPOs debería estar al margen de los posibles efectos negativos de futuras posibles burbujas inmobiliarias por las siguientes razones:

- Su renta anual, precio de adquisición y el incremento anual de éstos dos están establecidos por ley.
- Su coste de adquisición es moderado.
- En diez o quince años puede venderse libremente, por lo que habría una clara reserva oculta para una sociedad que se dedicara a este tipo de actividad.

El proceso para la creación de este vehículo sería el siguiente:



La Sociedad Gestora tendría que obtener de las empresas promotoras inmobiliarias suelo edificable o inmuebles construidos para alquiler calificados para VPO y organizaría, al mismo tiempo, la colocación de las participaciones previa inscripción de los Fondos Inmobiliarios, en la que participarían inversores institucionales (fondos de pensiones, empresas aseguradoras, entidades de capital-riesgo, fondos inmobiliarios de entidades financieras, etc.).

El volumen de negocio (patrimonio a gestionar) en este ámbito es considerable, puesto que en el desarrollo de grandes planes parciales se ha obligado (y se obliga) a las sociedades promotoras inmobiliarias a destinar una determinada parte del suelo a VPOs. El modelo propuesto sería una solución para poner en rentabilidad suelo

calificado para VPOs que perfectamente podría interesar a todas las sociedades promotoras inmobiliarias de un cierto tamaño permitiéndoles realizar planes parciales.

En cuanto a la gestión del Fondo de Inversión Inmobiliaria, la ley establece que “*la inversión en bienes inmuebles no será inferior al 70% del promedio anual de saldos mensuales del activo del Fondo*”. Además, según la ley, como mínimo, el 50% de su activo debe estar constituido, conjuntamente, por viviendas en alquiler, residencias estudiantiles o residencias de la tercera edad. Dicho de otra forma, los Fondos Inmobiliarios no pueden realizar una “especulación” rabiosa con sus activos. No pueden comprar y vender activamente los inmuebles que tienen en cartera ya que, para beneficiarse del mismo tratamiento fiscal que los otros fondos de inversión, deben mantener los inmuebles adquiridos al menos tres años en cartera.

En cuanto al régimen de suscripción y desembolso, se ajustan a las siguientes reglas: El valor liquidativo debe ser fijado, al menos, mensualmente. Asimismo, debe permitirse a los partícipes suscribir o solicitar el reembolso de sus participaciones, al menos, una vez al año. El patrimonio inmobiliario debe tasarse, como regla general, una vez al año. Dicha tasación ha de efectuarse necesariamente por una sociedad de tasación de las previstas en la legislación del mercado hipotecario.

Obviamente, el punto clave para que este producto saliera al mercado, sería la rentabilidad que los partícipes pudieran obtener por invertir en un Fondo Inmobiliario VPO. Vamos a elaborar un ejemplo sobre la base de una inversión de 100 millones de euros para la construcción de 800 VPOs, con las hipótesis que se detallan a continuación:

<b>EJEMPLO DE UNA PROMOCIÓN VPO</b>	
<b>Descripción</b>	
<b>Inversión</b>	<b>100.000.000</b>
<b>Compra suelo</b>	<b>14.436.598</b>
<b>Construcción</b>	<b>85.563.402</b>
<b>Nº VPOs</b>	<b>800</b>
<b>m<sup>2</sup> construídos</b>	<b>118.673</b>
<b>Rentabilidad</b>	
<b>Alquiler año 1</b>	<b>7.992.643</b>
<b>Rentabilidad alquiler año 1</b>	<b>7,99%</b>
<b>Incremento/año</b>	<b>2,50%</b>
<b>Morosos</b>	<b>3%</b>
<b>Precio Año 1</b>	<b>96.243.993</b>
<b>Incremento precio/año</b>	<b>4%</b>
<b>Precio Año 12</b>	<b>130.491.683</b>
<b>Rentabilidad venta 12 años</b>	<b>48,16%</b>

Los siguientes parámetros están establecidos por la legislación vigente:

- Compra suelo.
- Alquiler / rentabilidad alquiler año 1.
- Incremento / año.
- Precio año 1.
- Incremento precio / año.
- Precio año 12<sup>6</sup>.
- Rentabilidad venta 12 años.

<sup>6</sup> Los doce años se componen de 2 años de período de construcción más 10 años hasta la posible venta regulada.

Como consecuencia, las rentabilidades del Fondo Inmobiliario están prácticamente “garantizadas” por la legislación.

Partiendo de un patrimonio objetivo gestionado por el Fondo Inmobiliario de 300 millones de euros (que representaría aproximadamente 2.400 viviendas), el patrimonio gestionado por el Fondo Inmobiliario sería el siguiente:

<b>AÑO</b>	<b>Patrimonio €</b>
1	150.000.000
2	300.677.550
3	302.286.174
4	322.644.692
5	344.909.228
6	369.296.269
7	396.050.854
8	425.450.829
9	457.811.815
10	493.493.000
11	532.903.925
12	576.512.440

El incremento del patrimonio del Fondo Inmobiliario se produce tan sólo por el incremento del valor de las VPO, legalmente establecido y contabilizado anualmente mediante las tasaciones obligatorias.

Las rentabilidades para los inversores que suscribiesen las participaciones del Fondo de VPO no sólo serían altas sino casi “garantizadas” por la legislación vigente, lo que asimilaría el Fondo de VPO a un Bono. Para las rentabilidades del Fondo Inmobiliario debe tenerse en cuenta, muy especialmente, que los primeros dos años se construirían las VPO que durante este tiempo no generarían rentabilidad en forma de alquiler.

<b>AÑO</b>	<b>Rentabilidad Neta Acumulada</b>
1	-3,50%
2	-3,50%
3	3,30%
4	9,60%
5	10,00%
6	10,30%
7	10,70%
8	11,00%
9	11,40%
10	11,80%
11	12,20%
12	12,60%

Con la información anterior, la rentabilidad media anual del vehículo estaría en torno al 8%, muy atractiva para los partícipes y la rentabilidad acumulada sería del 95,8%, ambas netas de todo tipo de comisiones y gastos.

Las ventajas para todas las partes serían obvias:

- El en el caso de los **promotores inmobiliarios**, pondrían en rentabilidad su suelo calificado para la construcción de VPOs, ya que:
  - En la colocación de las participaciones del Fondo Inmobiliario pueden liquidar su participación con plusvalías sobre el valor en libros del suelo aportado.
  - Consiguen financiar la construcción de las VPO a niveles rentables.
  - El Fondo Inmobiliario tributa sólo al 1% en lugar del 30% del Impuesto de Sociedades.
  
- El en el caso de los **partícipes** del Fondo Inmobiliario:
  - Una rentabilidad alta, estable, casi garantizada y no cíclica, con una **rentabilidad media del 8% anual** y una **TIR del 7,4%**.
  - Una inversión inmobiliaria segura al margen de los posibles efectos negativos de cualquier burbuja inmobiliaria.
  - Una inversión controlada y supervisada por la CNMV (al igual que todos los demás Fondos de Inversión).
  
- El en el caso de los **inversores en la Sociedad Gestora** del Fondo Inmobiliario:
  - Una rentabilidad alta (comisiones fijas de gestión), estable, casi garantizada y no cíclica.
  - Una inversión financiera con un subyacente inmobiliario al margen de los posibles efectos negativos de cualquier burbuja inmobiliaria.
  - Un volumen de negocio casi sin límite.
  - Una estructura de ingresos recurrentes y continuos.
  - Una estructura organizativa muy pequeña de gastos fijos muy bajos.
  - Una sociedad controlada y supervisada por la CNMV.

Por tanto, el vehículo planteado sería interesante para desarrollar el mercado de suelo y promoción de VPOs, actualmente estancado, creándose puestos de trabajo en el sector de la construcción, tan afectado por el paro en los últimos años. Asimismo, se favorecería la opción del alquiler como alternativa a la compra de vivienda, lo que permitiría equilibrar el mercado de la vivienda en España.

Evidentemente, las Administraciones Públicas deberían promover los cambios legislativos necesarios para que no se pusieran trabas al desarrollo de este producto, y en particular que no hubiera “intermediarios públicos” que “tuvieran que facilitar” la aportación del suelo calificado o preurbanizable a los fondos inmobiliarios VPO.

**Creación de un mercado inmobiliario eficiente.**- En los últimos veinte años, se ha avanzado profusamente en la modernización de los mercados financieros, tanto de Deuda Pública, como de Renta Fija Privada, como de acciones, como de productos derivados<sup>7</sup>. Pero el mercado inmobiliario sigue funcionando como en la Edad de Piedra. Algunas de las notas características de este mercado son:

- Siempre hay intermediarios en las transacciones, muchas veces sin la más mínima cualificación profesional, que se llevan un porcentaje de la operación, y muchas veces lo cobran en “B”.
- Una parte de la operación suele realizarse con billetes de 500 €, escriturándose por la diferencia.

---

<sup>7</sup> estos últimos habría que regularlos más para evitar crisis como la actual.

- Cuando salen a subasta los pisos embargados, hay una cohorte de “subasteros” tratando de amañar el precio de remate de la operación.
- Los bancos se adjudican el inmueble por la deuda pendiente, perdiendo normalmente el propietario todo lo que había aportado al pago de la hipoteca en los años anteriores.
- No existe un mercado eficiente y transparente al cual puedan acudir los posibles compradores y vendedores para hacer la transacción “directamente”<sup>8</sup>.

El resultado es que cualquier compra-venta se realiza de forma bilateral, existiendo diferencias de precio muy significativas en las transacciones, dependiendo de la habilidad, “fuerza”, o necesidad que tengan las partes en dicha transacción.

Podemos decir, por tanto, que el mercado inmobiliario es la asignatura pendiente de los mercados españoles, y que si todos los demás mercados o actividades financieras tienen un regulador (B. España, CNMV, D.G. Seguros), no se entiende por qué la compra-venta de activos inmobiliarios (que muchas veces no son otra cosa que activos de inversión), tiene que estar fuera del control y la regulación de las Administraciones Públicas.

Y sobre todo, no nos engañemos, no podemos hacer como el avestruz y esconder la cabeza para no ver lo que pasa. El mundo inmobiliario tiene invertida una gran cantidad de dinero negro, y los precios oficiales de transferencia de inmuebles no recogen en absoluto el verdadero valor de lo transferido.

El mes pasado, el Ministerio de la Vivienda anunciaba la subida de un 1% en los precios de la vivienda transferida, de acuerdo con las estadísticas de las transacciones realizadas. ¿Alguien puede creérselo? Simplemente, las transacciones realizadas antes se habían hecho con un porcentaje mucho más elevado de dinero negro que las de ahora, ya que estas últimas están muy influenciadas por la aparición de los bancos como agentes inmobiliarios de su cartera de pisos embargados, y los bancos no pueden aceptar dinero negro en sus transacciones.

Urge realizar una transformación radical del mercado inmobiliario. Situaciones como el escándalo de Marbella, donde un montón de gente medio-analfabeta se ha forrado durante años, no se habrían dado si el mercado inmobiliario fuera eficiente.

Es preciso erradicar el dinero negro del mercado inmobiliario, entre otras cosas porque si lo hiciéramos, eliminaríamos una buena parte del déficit público del país, que es ahora mismo nuestro principal problema. La cuestión, lógicamente, es cómo hacerlo. No podemos actuar sobre las ingentes cantidades de billetes de 500 € que hay depositadas en cajas de seguridad bancaria, puesto que las competencias en materia monetaria las tiene el Banco Central Europeo<sup>9</sup>.

Tampoco podemos poner una legión de inspectores que supervisasen todas las transacciones en las notarias, ni ordenar la apertura generalizada de cajas de seguridad bancarias, porque ello iría contra las libertades que defiende nuestra Constitución.

<sup>8</sup> Obviamente, se trataría de un mercado de “preacuerdos”. Luego, habría que verificar las notas registrales, evaluar deudas sobre el inmueble, elevar a pública la transacción, etc.

<sup>9</sup> Una operación de canje obligatorio de billetes de 500 € por billetes de 200 € en un plazo de tres meses, obligando a mostrar el DNI, y anulación subsiguiente de los billetes de 500 €, podría conllevar más suicidios que los que se produjeron en Wall Street en la crisis de 1929.

Sin embargo, sí que podríamos crear un mercado electrónico oficial de viviendas, en el que toda persona física o jurídica que quisiera vender un piso o un inmueble en general, tuviera que ofertarlo a un precio concreto en el mercado<sup>10</sup>, de forma que cualquier oferta de compra por la vivienda fuera vinculante si se realizase en tiempo y forma, con un **mecanismo de subasta sobre ese precio mínimo durante un período concreto**, por ejemplo, un mes.

El precio de la oferta vinculante generaría un **certificado electrónico de preferencia** en la transacción, que **tendría que ser exigible obligatoriamente por el notario** para elevar a público la compra-venta. El notario, una vez firmada la escritura, estaría obligado a comunicar al Ministerio de Hacienda que la operación se ha realizado y al precio indicado en el certificado. A su vez, Hacienda haría un seguimiento del medio de pago utilizado por el comprador para adquirir la vivienda, y de esa manera no habría forma de utilizar dinero negro en las transacciones inmobiliarias.

Además, se habrían eliminado los “subasteros”, desde el momento en el que habría un mercado electrónico libre de compra-venta de viviendas. Por otro lado, se obligaría a los bancos a abrir un período previo al embargo, en el que se pudieran recibir ofertas con un mínimo de la deuda hipotecaria del moroso, evitándose posibles adjudicaciones de inmuebles a favor de los bancos a precios no adecuados.

Evidentemente, se puede dar el caso de viviendas por las que nadie oferte, bien porque el precio sea muy elevado, bien porque se trate de viviendas marginales o no atractivas. Esto no supone el que no se puedan tratar de vender por los medios tradicionales, pero si se encuentra un comprador a través de un API, y se llega a un acuerdo, el vendedor tendría que poner la vivienda en el mercado electrónico durante un mes al precio pactado, ya que en ningún caso podría ejecutar la transacción sin el certificado electrónico.

Por ejemplo, si un comprador y un vendedor pactasen vender un piso en 250.000 €, de los cuales 75.000 € se pagarían en negro, podrían tratar de publicar como precio de la transacción 175.000 € en el mercado electrónico, pero al haber un mes de plazo para nuevas pujas, estas podrían surgir a 200.000 € o a 225.000 €, si el piso merece la pena, obligando al vendedor a aceptar un precio inferior, y castigando así a dos potenciales defraudadores al fisco.

En cuanto al tema de la “señal” para tener derecho a comprar el piso, se podría sustituir a través de una disposición legal que fijara por ejemplo en un 3% dicha señal, teniéndose que consignar este importe en la Caja General de Depósitos a favor del vendedor. En el caso de que no se materializase la escritura en un plazo de, por ejemplo, tres meses, la señal se entregaría al potencial vendedor y la perdería el comprador. En caso de que se materializara, el documento liberatorio del importe consignado sería precisamente la escritura notarial de propiedad.

Lógicamente se eliminarían muchos puestos de trabajo de intermediarios de pisos, pero esos no son puestos de trabajo productivo. Cualquier intermediario no produce un valor añadido, simplemente encarece el producto final. En el otro lado de la balanza, se crearían puestos de trabajo en el mercado electrónico, en notarías y en posibles empresas de “outsourcing” que realizarían, por cuenta del Ministerio de Hacienda (mucho más barato y flexible que seguir ofertando empleo público vitalicio), el seguimiento de los certificados electrónicos y de precios consignados en las escrituras.

---

<sup>10</sup> Poniendo las fotos de la casa, de las habitaciones, características técnicas y demás.

Evidentemente, este modelo habría que desarrollarlo y pulirlo, pero podría ser el principio del fin del último gran reducto de dinero negro que queda en España.

**Conclusiones.-** Atacar un problema como el que se ha planteado en este documento de trabajo, no es fácil. No se trata de un problema “técnico”, o de un dictamen sobre una situación concreta, en la cual se puedan utilizar diferentes instrumentos matemáticos o no para llegar a una determinada solución.

El tema de la vivienda es uno de los temas más complejos que hay en cualquier país. Entre las necesidades básicas de subsistencia de los seres humanos están el tener los alimentos necesarios para poder subsistir y el disponer de un lugar digno donde poder vivir. La propia Constitución española reconoce esto último.

Sin embargo, la instrumentación de ese lugar digno donde vivir queda en la ambigüedad, y a la hora de buscar la solución al problema, se unen diferentes factores como la idiosincrasia del ciudadano español en materia de la propiedad, el creciente fenómeno inmigratorio, la locura constructora de la última década, el stock de viviendas no vendidas, la previsible evolución de las tasas de natalidad y mortalidad, la facilidad o no de las entidades financieras de cara a conceder hipotecas y evaluar el riesgo de las mismas, la actitud que pueden tener los ciudadanos europeos para adquirir o alquilar viviendas en la costa, la fiscalidad y deducciones que se apliquen a la vivienda en la declaración del Impuesto sobre la Renta, etc., etc.

No, no es un tema fácil, aunque afecta prácticamente a toda la sociedad. Por ello, los ciudadanos españoles tenemos que ser comprensivos con nuestros gobernantes, ya que abordar un tema como este debería ser objeto de consenso entre gobierno y oposición, y establecer un plan a largo plazo que nos permitiera que, por ejemplo, en el año 2020, hubiera cambiado completamente el modelo residencial español, y existieran todas las modalidades que hemos comentado: propiedad, alquiler, DUI's, VPOs, etc. Pero, hete ahí, que gobierno y oposición no se hablan, que el Ministerio de la Vivienda es uno de los grandes ausentes de la realidad política española, que la oposición ni siquiera habla de este tema, preocupada por conseguir echar del Gobierno a los que actualmente lo detentan, y que el mercado inmobiliario actual es inexistente, habiendo pasado a ser los regidores del mismo las entidades bancarias que embargan los pisos a sus compradores, que en muchos casos no pueden pagar la hipoteca por haber perdido su empleo.

Puede que antes de plantear las soluciones al problema de la vivienda, haya que plantear las soluciones al “problema político”. Si no hay interlocutores políticos capaces de debatir en profundidad y con objetividad cuál debe ser el futuro modelo residencial español, no merece la pena perder el tiempo en buscar las soluciones.

Y supuesto que estén dispuestos a crear un grupo de trabajo para este tema, habría que pedirles amplitud de mente. Cuando nos aventuramos en el proceloso mundo de los mercados, es difícil encontrar una brújula que nos garantice que vamos a llegar al objetivo perseguido; pero también es cierto que si no hubiera sido por los grandes navegantes que se lanzaron al océano sin saber lo que les esperaba, no se hubieran producido los grandes avances de los últimos siglos, y probablemente los sacerdotes aztecas estarían todavía arrancando corazones en Tenochtitlán.

No sabemos si los productos o planteamientos que se han realizado en este documento, pueden ser o no posibles soluciones a los problemas planteados, pero lo que si es cierto es que si consiguiéramos que los representantes públicos plantearan soluciones reales a los problemas de los ciudadanos, en lugar de llamarse de todo los unos a los otros, a lo mejor los ciudadanos comenzábamos a creer más en la clase

política. Porque las soluciones a los problemas no son de izquierdas ni de derechas, son decisiones de gestión, y más importante que gestionar una empresa privada, es gestionar un gran holding llamado España, S.A.

Así que, de nuevo, estamos poniendo en aprietos a los sufridos políticos, dejándoles en la tesitura de apoyar a Unamuno (“que inventen ellos”, refiriéndose a los europeos), o asumir que España puede desarrollar su propia política en materia inmobiliaria sin tener que recurrir a legiones de traductores, transcribiendo lo que se desarrolla en el mundo anglosajón. A lo mejor merece la pena que dejemos de ser “adaptadores” de lo que los demás hacen, para pasar a tener nuestra propia política económica, financiera e inmobiliaria, relacionada eso sí con los países de nuestro entorno, pero con identidad propia. Si así lo hacemos, es posible que dentro de veinticinco años alguien proponga tímidamente a algún español para el Premio Nóbel de Economía, lo cual no significaría que se lo otorgaran, pero sería poner una pica en Flandes para los sufridos “europeos del sur”.