

El nuevo modelo de negocio inmobiliario

Javier Martín Banderas

Fotos: Archivo Ai



El modelo de negocio inmobiliario seguido en España hasta 2007 por la mayor parte del sector no será el que sobreviva a la actual crisis económica. El nuevo modelo que surja tras ella deberá estar, necesariamente, mucho más orientado al negocio patrimonialista -residencial y terciario-, desarrollado por muchos menos operadores en número, al tiempo que con mayor tamaño y cualificación, junto con una mayor certidumbre, fiabilidad y seguridad jurídica.

En cuanto a la demanda, tradicionalmente orientada a la vivienda en propiedad, irá evolucionando hacia el arrendamiento como consecuencia de los cambios estructurales que se están produciendo en la economía española, junto con las modificaciones legales y fiscales impulsadas por el Gobierno.

■■■ **D**E igual forma que ha ocurrido en España, otros países europeos como Suecia y Finlandia atravesaron una situación similar a principios de los 90, como consecuencia de la expansión del crédito y del alza de los precios de la vivienda desde inicios de los 80, que acabó en una grave crisis económica y financiera. Este episodio, con sus diferencias, puede considerarse uno de los ejemplos más recientes y homologables al caso español, en el que a un acusado crecimiento del crédito en el sector privado le siguió el inevitable desapalancamiento.

La principal diferencia con la situación que se vive en España radica en la simultaneidad en la



reducción del endeudamiento actual que pretende llevar a cabo tanto el sector privado como el público. Esta situación hará que el proceso de recuperación sea mucho más largo y doloroso, como ya es posible comprobar.

Por otro lado, desde el inicio de la crisis en España, es posible observar un reducción del precio de la vivienda en relación a los niveles alcanzados en 2007.

En este sentido, un reciente informe publicado por el Banco Nacional Suizo (SNB) en el que analiza, en 14 países de la OECD, la evolución del precio de la vivienda y su posterior corrección tras el estallido de la burbuja muestra que, en España, el ajuste del precio de la vivienda aún no ha terminado. Este estudio analiza la desviación del precio de la vivienda observado respecto del nivel que fijan las variables fundamentales que lo definen: la suma de las rentas futuras esperadas,

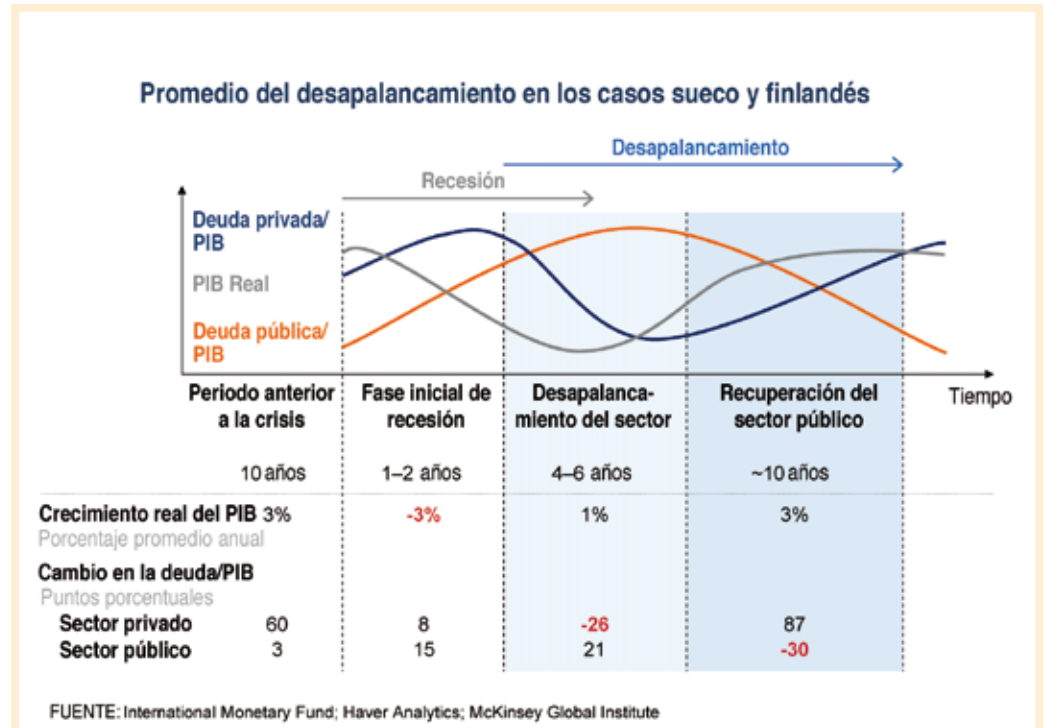


Gráfico 1, procedencia: "Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth". McKinsey Global Institute. 2012.

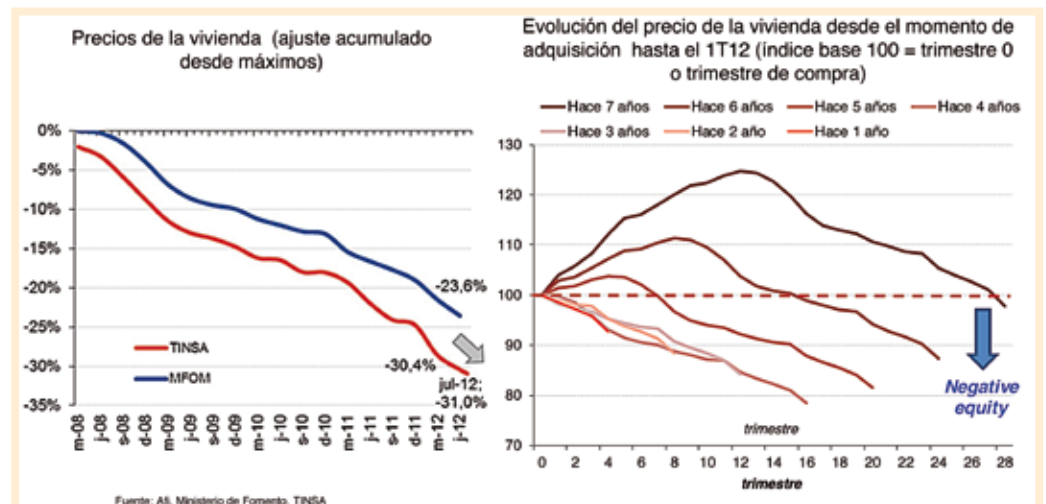


Gráfico 2, procedencia: "Cinco años desde el inicio de la crisis. Economía española: ¿qué se ha hecho y qué queda por hacer?". David Cano Martínez. Analistas Financieros Internacionales (AFI). 2012

siendo estas, a su vez, función de la evolución del PIB (demanda) y de las actividades ligadas a la construcción (oferta).

Como puede observarse en el Gráfico 3, en

“Un reciente informe publicado por el Banco Nacional Suizo muestra que, en España, el ajuste del precio de la vivienda aún no ha terminado”

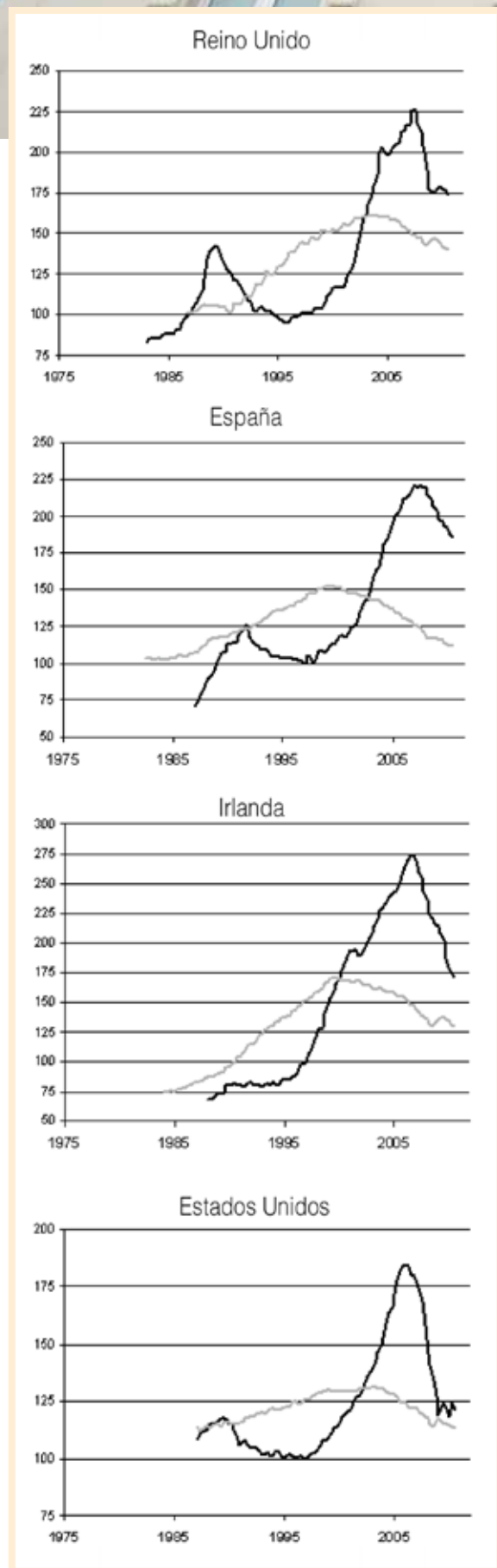


Gráfico 3, procedencia: "Housing Bubbles and interest rates". Christian Hott y Terhi Jokipii. Schweizerische Nationalbank. 2012

algunas economías ya se ha corregido la desviación observada –especialmente Estados Unidos-, aunque no aún en España.

Sin embargo, al igual que ya ocurrió en los países nórdicos mencionados, esta nueva situación impone un importante cambio estructural en el sector inmobiliario español, que necesitará adaptarse para poder seguir teniendo un peso relevante en el conjunto de la economía española aunque, parece evidente, con un menor peso relativo sobre su PIB y siendo más homologable al de otras economías desarrolladas.

Por otro lado, durante la fase expansiva del crédito, la ya de por sí acusada tendencia de la demanda a tener una vivienda en propiedad, fue reforzada por una mejora de la accesibilidad a la compra debido a las condiciones en las que era posible obtener financiación hipotecaria. En ese momento los compradores disponían

de una amplia oferta de préstamos hipotecarios destinados a la compra de primera vivienda y, también, de segunda residencia. Esta oferta se caracterizaba por: tipos de interés históricamente reducidos, plazos de amortización de hasta 40 años, e importes que podían llegar al 100% del precio de compraventa. Sin embargo, esta situación difícilmente podrá reproducirse en un previsible futuro y, desde luego, no en el corto plazo.

Otro de los factores que impulsaba la preferencia por la vivienda en propiedad era la fiscalidad: comprar una vivienda implicaba unos beneficios fiscales –deducción en la cuota por IRPF, opción hoy ya desaparecida– muy superiores al alquiler, cuando este los tuvo. Había pues un sesgo fiscal en favor de la vivienda en propiedad y en detrimento del alquiler. Además, el alquiler presentaba otro problema, en este caso de índole jurídico, dado que si bien la legislación al respecto se



“El pasado 24 de agosto, el Consejo de Ministros aprobó el Proyecto de Ley de dinamización del mercado de alquiler de las viviendas”

mejoró en su momento, sigue generando mucha incertidumbre para el arrendador, con plazos de cinco años de prórroga obligatoria, las rentas que no se pueden actualizar más que el IPC, en definitiva, contratos muy rígidos.

Nueva Ley del mercado de alquiler

Como novedad importante en esta materia, el pasado 24 de agosto de este año, el Consejo de Ministros aprobó el Proyecto de Ley de dinamización del mercado de alquiler de las viviendas. Entre otros aspectos pretende reforzar la libertad de pactos, dándose prioridad a la voluntad

La riqueza de las familias españolas, en la vivienda

En España, ya sea por las características de la regulación legal y fiscal de este sector o debido a motivos culturales, ha existido tradicionalmente un importante inclinación de la demanda a favor de la vivienda en propiedad. Como consecuencia de lo anterior, la sociedad española es muy diferente a la de otras economías comparables, puesto que en España el 83% de la vivienda lo es en propiedad (frente a la tendencia favorable al arrendamiento de la mayoría de los países de la Unión Europea), siendo únicamente el 17% restante en alquiler.

Desde un punto de vista estrictamente financiero también es destacable que el ahorro de las familias españolas, su riqueza, está localizado fundamentalmente, un 80% del total, en activos inmobiliarios, básicamente viviendas, cuando la media en otros países comparables es inferior al 50%, como puede comprobarse en el Gráfico 4.

Hasta el momento en el que se desencadenó la actual crisis financiera, el consenso social era que “la vivienda no podía perder valor sino que, con el

tiempo, este se incrementaba”, considerándose un activo sin riesgo. Sin embargo, la actual crisis ha demostrado que esto sí puede suceder y que, además de poder depreciarse, en determinadas circunstancias puede ser un activo de muy difícil realización.

Otro de los condicionantes que propician una mayor diversificación del patrimonio de las familias es la cultura financiera. Cuanto mayor es dicha cultura, más tendencia hay a no localizar la mayor parte del patrimonio personal en la vivienda. De esta forma se diversifican los riesgos asociados a cada tipo de activo y su disponibilidad.

Además, el hecho de ser dueño de una inmueble implica soportar toda la carga fiscal –directa e indirecta- a él asociado, ya que la vivienda está sujeta a gran cantidad de cargas impositivas (IBI, IIVTNU, TPO, IRPF...), como hemos podido comprobar con los cambios introducidos en los tipos impositivos del IBI que se están aplicando en 2012 y las revisiones de valor catastral que se vienen realizando desde la segunda mitad de 2011.

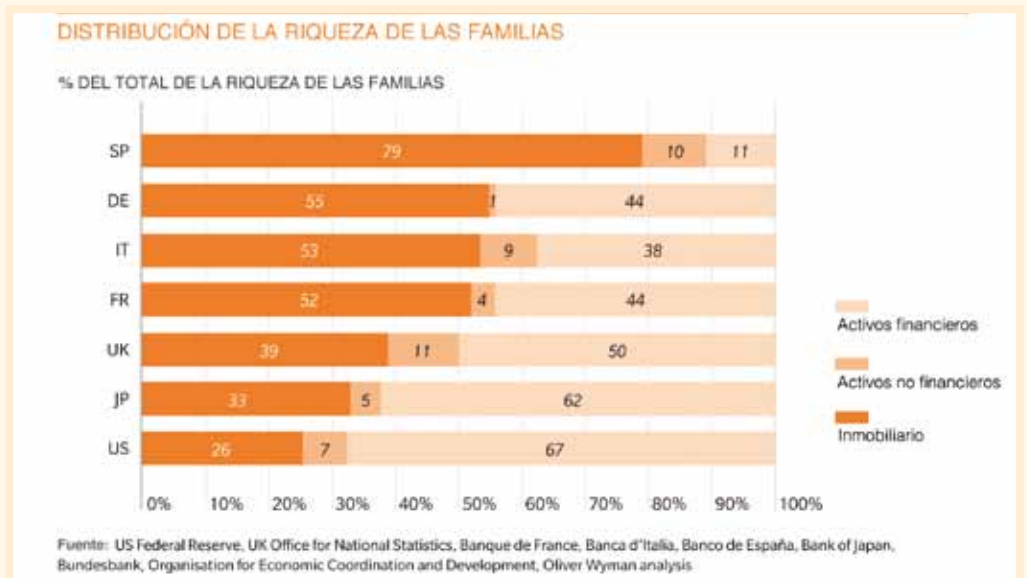


Gráfico 4, procedencia: “The Real Financial Crisis: why financial intermediation failing. Oliver Wyman. 2012

La vivienda protegida en alquiler

Una reflexión aparte merece el capítulo de la vivienda protegida (VP). Son muchos los que afirman que la avalancha normativa, los costes de urbanización, las imposiciones de los monopolios, la financiación municipal, el voluntarismo/oportunismo de fijar por ley el 30% -y aún más a través de los PGOU- del número de viviendas protegidas, etc., han hecho inviable la actividad dedicada a la vivienda protegida. No obstante lo anterior, lo que ha hecho que sea inviable es, realmente, que estaba siendo artificialmente sostenida. La vivienda protegida estaba subsidiada a lo largo de todo el proceso de producción. Del lado de la oferta: suelo a precio regulado, subvenciones a la urbanización, tasas e impuestos minorados, tipos de interés subsidiados...; y del lado de la demanda: subsidiación de tipos de interés y subvenciones, elementos todos ellos desaparecidos hoy en día.

Como consecuencia de lo anterior, surgen todo tipo de efectos no deseados, cuando no perversos,

que el legislador se apresura a contener/corregir, mediante la promulgación de nuevas normas que pretenden evitarlos. Sin embargo, esta reacción vuelve a generar otros efectos no previstos: a corto plazo, un incremento de costes tanto para el promotor como para la propia Administración, y de los plazos, como consecuencia de la compleja tramitación administrativa exigida; y a medio/largo plazo, ya que bloquea los recursos de las familias -el 100% del precio de la vivienda más el coste de la financiación- en un activo casi ilíquido y, en cualquier caso, con un valor de realización depreciado

Todo el sistema jurídico/económico de la vivienda protegida -tanto de iniciativa pública como privada- ha estado basado en una permanente transferencia desde la vivienda de renta libre (VRL) a aquella, siendo los adquirentes de VRL quienes, en mayor medida, han estado subsidiando a los de la protegida. También, aunque en menor cuantía, la Administra-

ción ha subsidiado la VP; en este caso, quienes soportan este coste es el conjunto de la sociedad, vía impuestos. Por este motivo, en el momento en que la VRL no puede seguir siendo el origen del grueso de la financiación que consume la VP, esta queda fuera de mercado, ya que sus costes de producción -impuestos- son superiores a los del precio de venta -también impuesto-. Además, si a esta situación se le añade la incapacidad financiera de las administraciones de seguir aportando los recursos públicos que demanda la VP, es entonces cuando se observa lo insostenible del sistema. Cuestión esta que, no por conocida, no ha sido reconocida hasta hace muy poco por las administraciones implicadas.

El destinatario de la transferencia de riqueza, el comprador de VP, no la puede patrimonializar en el momento en el que pretendiera vender la vivienda ya que, con razón, esto sería injusto. Pero quien tampoco puede recuperar todo lo invertido en

de las partes, de manera que se pueda renunciar al derecho de adquisición preferente, se pueda pactar la actualización de la renta o que las mejoras que realice el inquilino se apliquen al pago de la renta. Asimismo, se reduce de cinco a tres años la prórroga obliga-

toria, y de tres a un año la duración de la prórroga tácita, de manera que propietarios e inquilinos se puedan adaptar con más facilidad a eventuales cambios en sus circunstancias personales. El inquilino, por su parte, podrá desistir del contrato de arrendamiento,





este tipo de activos es la sociedad en su conjunto, como consecuencia de una ineficiente asignación de los recursos –públicos y privados- y generando una situación económica que ha devenido en insoportable.

Por todo lo anterior, la VP –tanto de iniciativa pública como privada, aunque especialmente la primera-, solo debería promoverse en régimen de alquiler, por dos motivos:

- En cualquier caso, se daría satisfacción al principio constitucional de facilitar una vivienda digna a todo ciudadano.
- Permitiría la recuperación de la inversión realizada, a largo plazo, mediante el ingreso de las rentas por alquiler y, también, en el corto/medio plazo mediante la venta del edificio/conjunto de edificios a un nuevo arrendador.

Además, este modelo generaría un nuevo tipo de empleo –estable, más cualificado- que se correspondería con la actividad recurrente asociada al mantenimiento y explotación del patrimonio en renta.

Y, sobre todo, este modo de tenencia de la vivienda facilitaría a

sus inquilinos una doble movilidad: laboral, ya que la carga hipotecaria asociada a una vivienda en propiedad dificulta la movilidad geográfica; y socioeconómica, puesto que la actual fórmula de compra de una VP obligaría, en caso de querer venderla –cuando una familia ya ha alcanzado un nuevo nivel de ingresos superior al que solo le permitía este tipo de vivienda-, a soportar el coste de oportunidad de haber realizado una inversión en este tipo de activos.

Desde luego, existen determinadas barreras que habría que superar para que este modelo tuviera éxito: legislación sobre el arrendamiento –ya se han dado los primeros pasos con el proyecto de ley del mercado del alquiler-, sociales, económicas..., pero ninguna insalvable, sobre todo cuando no hacer nada supone acelerar el empobrecimiento.

Lo que sí está claro es que las exigencias para el operador inmobiliario serán aún mayores para quien se dedique a este tipo de vivienda, porque es un negocio donde el margen entre los costes y los ingresos aún se estrecha más.

siempre que lo comunique al arrendador con un mes de antelación mínima. Asimismo, las partes podrán pactar que, para el caso de desistimiento, el arrendatario deba indemnizar al propietario con una cantidad equivalente a una mensualidad de la renta en vigor por

cada año de contrato que reste por cumplir, mientras anteriormente se podían exigir el 100% de las rentas pendientes.

El nuevo texto mejora la regulación del proceso de desahucio por impago, lento y complejo en la actualidad, hasta el punto que representa una de las

causas principales por las que los propietarios no destinan sus viviendas al mercado de alquiler. Así, se reforma la Ley de Enjuiciamiento Civil para que cuando se presente una demanda de desahucio por impago, se pueda requerir al demandado para que en el plazo de

“Existen determinadas barreras que habría que superar para que el modelo de vivienda protegida en alquiler tuviera éxito”

“Las exigencias para el operador inmobiliario serán aún mayores para quien se dedique a este tipo de vivienda, porque es un negocio con menos margen”

“La nueva Ley del mercado de alquiler mejora la regulación del proceso de desahucio por impago, lento y complejo en la actualidad”



Gráfico 5, procedencia: Plan de Infraestructuras, Transporte y Vivienda PITVI (2012-2014). Ministerio de Fomento. 2012



diez días pague o justifique el impago, siendo el juez quien toma la última decisión.

Por último, también se prevén en el Proyecto de Ley medidas para incentivar el alquiler desde el ámbito fiscal, entre las que destaca la mejora del régimen jurídico y fiscal de las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMIs), sociedades reguladas y supervisadas por la CNMV, acercando su regulación y fiscalidad a la de los Real Estate Investment Trust (REITs) en cuyo modelo se ha fijado el legislador a la hora de promover este tipo de instrumentos de

inversión colectiva, siendo una de sus funciones fundamentales la de convertirse en una fuente alternativa a la financiación de esta actividad.

El PITVI y el Banco de España, con el alquiler

Otro documento legal que reivindica las bondades del alquiler es el PITVI 2012-2024, el Plan de Infraestructuras, Transporte y Vivienda, que fue presentado el pasado 26 de septiembre y donde se asegura que “el excesivo peso de la vivienda en propiedad introduce rigideces en el funcionamiento del mercado residencial que provoca una tendencia al sobredimensionamiento del parque inmobiliario. Además, un mercado del alquiler eficiente tiene implicaciones positivas sobre la movilidad de los trabajadores y el empleo”. Se afirma en el documento, como ya se ha apuntado anteriormente, que en España solo el 17% de la población reside en una vivienda de alquiler, la menor proporción de todos los países de la Europa de los quince, solo

por delante de algunos países procedentes del antiguo bloque del Este.

Por su parte, el Banco de España a lo largo de 2011 ha venido publicando, en el Boletín Económico mensual, varios análisis en los que defiende la necesidad de potenciar el mercado de alquiler de viviendas en España. Así, en el número correspondiente al mes de mayo de 2011, presentó un análisis de la rentabilidad de la vivienda como inversión y de su impacto sobre las decisiones de compra, en el que no ha quedado tan claro que comprar fuese mejor que alquilar, sugiriendo la necesidad de reequilibrar, de propiedad a arrendamiento, el modelo de tenencia de vivienda en España. De nuevo, en noviembre de 2011, estudiaba la situación del mercado del alquiler en España, comparando su regulación con la existente en otros países de nuestro entorno, al tiempo que hacía un análisis muy interesante de la eficacia judicial en estos contratos, destacándose la creciente tasa de congestión judicial en España en asuntos de desahucio,



y sugiriendo la mejora de la legislación que regula esta actividad con el fin último de incentivar su desarrollo. En parte, el nuevo proyecto de Ley recoge los cambios propuestos.

La nueva promoción inmobiliaria

Todo el entorno legal, fiscal, económico y social que empieza a tomar forma como consecuencia de los cambios que son resultado de la crisis que afecta a España y de las medidas que se adoptan para superarla, impondrán un nuevo modelo de negocio al sector inmobiliario español.

El sector deberá adaptarse al nuevo entorno en el que se desarrolle su actividad, orientando su oferta a las nuevas necesidades de la demanda –con tendencia al alquiler-, lo que exigirá innovar todo el proceso

de producción con el fin último de ajustar la inversión de tal forma que los ingresos por las rentas esperadas ofrezcan la rentabilidad exigible a este nuevo modelo.

Para poder lograrlo será necesario que el sector –en su más amplio sentido y a lo largo de todo el proceso de producción- identifique, y afronte todos los cambios que este nuevo modelo exigirá.

De nuevo, antes que en España ya se ha llevado a cabo este proceso. Así, en 1998, en el Reino Unido fue presentado el informe *Rethinking Construction Report UK*, cuya elaboración lo fue a instancias del Gobierno, con el objetivo de facilitar la modernización del sector. Por otro lado, en Suecia se publicó el informe *The Swedish Construction Industry* (McKinsey, 2006) en el que se identificaban las áreas de

mejora de este mercado y las barreras que las impedían.

En ambos casos, sin suponer ninguna sorpresa, los problemas que en estos informes se identificaban son comunes a los que se enfrenta el sector en España. De igual forma, las propuestas que en ellos se hacían, también son trasladables a nuestro país, basándose todas ellas en la integración de todo el proceso de producción, mejorando su productividad mediante la reducción de los plazos, coste de construcción y capital.

Por otro lado, en España la fundación Fedea, con la publicación del informe “Por un mercado de la vivienda que funcione: una propuesta de reforma estructural” (2009), y de un segundo informe, “Una agenda de crecimiento para España” (en colaboración con McKinsey, de 2010), abun-

“El Banco de España publicó en 2011 varios análisis en los que defiende la necesidad de potenciar el mercado de alquiler de viviendas”

“Todo el entorno legal, fiscal, económico y social surgido tras la crisis impondrá un nuevo modelo de negocio en el sector inmobiliario”

“Uno de los aspectos que cambiará seguro para el futuro previsible será la estructura de financiación de las empresas inmobiliarias”

“Los inmuebles en alquiler generan costes durante toda su vida útil, lo que exigirá asegurar la racionalidad económica de todo el proceso”

da en el mismo sentido.

Otro de los aspectos que cambiará definitivamente para el futuro previsible será la estructura de financiación de las empresas inmobiliarias. Inevitablemente deberán contar con menor financiación bancaria, sustituyéndola por otras fuentes como las SOCIMI's u otros instrumentos de inversión inmobiliaria y, además, reduciendo significativamente los niveles de apalancamiento alcanzados en la fase previa a la crisis, exigiendo un mayor nivel de fondos propios.

En este escenario, el perfil de empresa inmobiliaria cambiará, siendo muy diferente del de la gran mayoría de las que, hasta el año 2007, han estado operando. Antes de la crisis había más de 40.000 sociedades promotoras en España, la mayoría sin empleados, muchas de las cuales motivaban su creación para el desarrollo de un único proyecto, con reducidas

barreras de entrada y sin cualificación ni experiencia previa. Todo ello conducirá a la aparición de un nuevo tipo de empresa, pocas en número pero con un gran tamaño y muy cualificadas, siendo las únicas que tendrán acceso a la financiación necesaria.

Asimismo, los inmuebles en alquiler –en explotación– generan costes durante toda su vida útil, lo que exigirá asegurar la racionalidad económica de todo el proceso: diseño, construcción y explotación. Esta exigencia impondrá la necesidad de integrar todo el proceso, de tal forma que todas las variables que determinan el volumen de la inversión necesaria sean predecibles, permitiéndose muy poco margen de error.

Finalmente, la mencionada escasez de financiación no solo es una limitación para el promotor, sino también para el adquirente, que ante la imposibilidad de com-

prar una vivienda habrá de tender, necesariamente, hacia la opción del alquiler. Las más que altas cifras del paro en España, unido a unos salarios a la baja y una tasa de desempleo elevada, impedirán a la mayoría de las parejas, compradores naturales de primera vivienda –formación de hogares–, acceder a esta en propiedad, lo que hará crecer el interés por el arrendamiento. **Aí**

