

COMENTARIO

Viviendas de alquiler

El crecimiento de los precios de la vivienda en propiedad durante la última década ha creado una barrera de difícil acceso para los jóvenes, contribuyendo de paso a posponer su emancipación (en España sólo un 35,1 por 100 de los jóvenes deja el hogar paterno antes de los 34 años). Los años de bonanza económica no han favorecido que el parque de viviendas destinadas al alquiler haya crecido de forma relativamente paralela al de compra sino que se ha visto reducido de forma severa. En números relativos, las viviendas en alquiler han pasado del 20 por 100 del total en 1981, al 11 por 100 en 2001, una brecha que nos separa cada vez más de Europa, donde la media de pisos disponibles para arrendamiento es del 30 por 100, con tasas de hasta el 60 por 100 en el caso de Alemania. El aumento de la demanda de vivienda ha traído aparejado un incremento de los precios, lo que, a su vez, ha desencadenado un círculo vicioso que, favorecido por los bajos tipos de interés, inclina la balanza hacia la vivienda en propiedad: para el inquilino, la renta supone un esfuerzo similar al que comporta para el comprador el importe mensual de la hipoteca.

Las reformas acometidas ahora por el Ejecutivo buscan romper esta situación mejorando las condiciones fiscales para las empresas dedicadas profesionalmente a poner en el mercado viviendas de alquiler accesibles. Se trata de fomentar la creación de negocios que creen nueva vivienda en el mercado del arrendamiento, si bien este segmento es muy minoritario en el conjunto de la oferta, mayoritariamente compuesto por particulares. Concretamente, se pretende incrementar el parque de alquiler en 100.000 viviendas de aquí hasta 2005. El incentivo principal ofertado es una rebaja en el Impuesto de Sociedades aplicable a las rentas obtenidas por los alquileres, que pasarían del 35 ó 30 por 100 al que tributan en la actualidad a un tipo del 5 por 100, que podría ser hasta de sólo un 1 por 100 en el caso de que el 100 por

100 de la vivienda ofertada incluyera una opción de compra. Además, el tipo de IVA a aplicar en la adquisición de los inmuebles para las empresas que se acojan a esta fórmula se reduciría del actual 7 a un 4 por 100.

Esta reducción fiscal, que el Gobierno ha venido negociando con el sector, también afectaría a las rentas que se produjesen por la venta de esos inmuebles, siempre que éstas fuesen reinvertidas en viviendas para alquilar. Los requisitos establecidos por el Ejecutivo para acceder a estas ventajas, no obstante, limitan su alcance inmediato, ya que lógicamente afectan sólo a empresas de nueva creación que tengan al menos diez viviendas destinadas a alquiler, con una superficie construida inferior a los 110 metros cuadrados y que al menos un tercio de éstas dispongan de derecho a compra a favor del inquilino. También se establece un límite para el incremento anual de las rentas, que deberá ser 0,75 puntos inferior a la evolución del IPC. Otra condición que establece el decreto aprobado por el Gobierno es que si las viviendas ofertadas son de Protección Oficial, éstas no pueden tener una antigüedad superior a tres años, ya que el ánimo de las reformas propuestas persigue un crecimiento de la inversión nueva.

El sector ha acogido con más entusiasmo el espíritu de la reforma por lo que significa de apuesta por el mercado de alquiler, que su contenido, pues las empresas solicitaban la desaparición del impuesto de sociedades y consideran que las condiciones para acceder a los beneficios tributarios limitan el impacto a una pequeña porción de ellas. Por otra parte, el 85 por 100 de la oferta de viviendas en alquiler, como señalábamos antes, corresponde a particulares, a los que estas medidas no incentivan a sacar más vivienda a este mercado. Para resolver este otro aspecto, el de la desconfianza de los propietarios de inmuebles ante los abusos del inquilino, el Gobierno ha anunciado reformas en la Ley de Enjuiciamiento Civil, que se aplicarán a través de una enmienda de disposi-

ción final a la nueva Ley de Garantías de Bienes de Consumo, que permitan acelerar los procesos de desahucio para casos de impago. Para el casero, se simplifica el emplazamiento hasta dejarlo en un mero apercibimiento verbal para casos de desahucio o impagos superiores a 3.000 euros y se abrevian los procedimientos de notificación.

Las principales críticas recibidas por este paquete de medidas son, de un lado, la de establecer una discriminación fiscal a favor de las empresas que puedan acogerse a ellas, y, de otro, su decidida vocación de actuar únicamente sobre la oferta y no sobre la demanda (obviando las reclamadas mejoras fiscales para el arrendatario), en el entendido de que cualquier política de incentivos al inquilino sería contraproducente. El Gobierno estima que existe suficiente demanda de vivienda en alquiler y que, por ello, estimularla sólo repercutiría en una subida de los alquileres.

La fracasada OPA de Metrovacesa

La OPA lanzada por los italianos Caltagirone y Marchini sobre el 100 por 100 de Metrovacesa ha provocado ríos de tinta y muchísimas especulaciones en torno a la nueva reglamentación sobre OPA que acaba de entrar en vigor. Bami, con su presidente Joaquín Rivero, que lo es también de Metrovacesa, supo resistirse al ataque italiano, preservando su plan de fusionar ambas constructoras, tal y como planeaba desde que adquirió el control de Metrovacesa comprando un 23,9 del capital que vendió el BBVA. De haber salido adelante, la OPA de Caltagirone hubiera frustrado el proyecto de Bami, ya que el sobrepago con que pagó entonces al BBVA por las acciones de la constructora (36,55 euros por acción, una prima superior al 60 por 100) se justificaba sólo porque el proyecto de fusión permitiría aplicar los resultados de Metrovacesa (duplicaba las ventas de Bami y sus beneficios eran seis veces superiores a los de la empresa de Joaquín Rivero) a devolver el crédito con el que se llevó a cabo la operación.

El precio ofrecido por Caltagirone, 27 euros por acción, era, según los analistas, razonable, y permitía a los pequeños accionistas resarcirse si quiera parcialmente de la prima que Rivero pagó a BBVA y de la que, como suele ocurrir, quedaron al margen. Sin embargo, para Rivero suponía una minusvalía importantísima, puesto que la participación que adquirió para tomar el

control le costó 9 euros más por acción. Por eso tiene lógica que desde Bami se intentara hacer naufragar el asalto italiano y, desde su posición en Metrovacesa, se calificara de hostil la oferta.

Desde el anuncio de la OPA, en enero, hasta que finalmente el empresario italiano tiró la toalla, se negociaron el triple de acciones de Metrovacesa que en un ejercicio completo 'normal' de la constructora. Algunos de los fondos de inversión salieron y otros accionistas entraron, entre ellos El Monte, en un momento en el que las cajas de ahorro están tomando el relevo a los grandes bancos también en la participación en inmobiliarias como socios de referencia. Ni siquiera el hecho de que el grupo italiano mejorase la oferta ha servido para sacarla adelante con el apoyo mínimo establecido en el 50 por 100.

Tras el fracaso de la OPA, Joaquín Rivero ha acelerado los trámites de la fusión, ya que son intensos los rumores sobre otras posibles operaciones de asalto a Metrovacesa. Sin embargo, los analistas coinciden en que tras el fracaso de la operación italiana, se reducen las posibilidades de cualquier otro asaltante. No obstante, Rivero deberá recomponer las alianzas dentro del consejo de Metrovacesa, ya que algunos de los socios de referencia representados llegaron a dar el sí a Caltagirone cuando éste mejoró su oferta, y los intercambios de acciones durante la escenificación de la estrategia de resistencia han cambiado la composición del capital, por lo que no se descarta incluso que haya que conformar un nuevo consejo que refleje la actual situación.

El resultado de la operación, finalmente, ha servido para que muchos analistas se pregunten acerca del silencio de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ante los muchos movimientos accionariales habidos estos meses en Metrovacesa, y para que de nuevo los accionistas minoritarios se queden con la miel en los labios ante una fusión que va a alumbrar un nuevo gigante del sector de la construcción, pero que no les ha reportado las plusvalías esperadas.

Banca on-line en España

Los resultados de la banca *on-line* mejoran lentamente y son varias ya las entidades que han entrado en beneficios o están a punto de lograrlo. Sin embargo, esta tendencia hacia los

números negros no ha respondido tanto al despegue del negocio propiamente dicho, cuanto al cambio de estrategias llevado a cabo para reducir costes. Su presencia en el mercado, particularmente en el de los depósitos, es no obstante creciente. En el ejercicio 2002 los bancos de Internet captaron depósitos por valor de 3.006 millones de euros, un 35 por 100 del total de depósitos realizados ese año en nuestro país, con un incremento del 15 por 100 sobre el del ejercicio anterior. En la actualidad descansan en la banca *on-line* casi 9.700 millones de euros, es decir, un 3,5 por 100 del total del dinero de los depósitos de la banca española.

Este ritmo de captación de dinero se ha sostenido merced a las atractivas rentabilidades ofrecidas en las llamadas cuentas de alta remuneración, aunque ha sido menor que en ejercicios anteriores. El avance en la maduración del mercado reduce el ritmo de crecimiento, y los guarismos de 2001 (Uno-e crecía un 326 por 100; ING Direct y Patagon lo hacían un 97 por 100) han desaparecido, dando lugar a un aumento de depósitos menos agresivo.

Por otra parte, con las reestructuraciones llevadas a cabo tanto por las divisiones de Internet de los bancos tradicionales como por los bancos exclusivamente *on-line*, se ha decidido apoyar el desarrollo del negocio con servicios que contribuyan a su consolidación. Desde uno de los bancos medianos que más fuertemente apostó por Internet se señalaba que "la banca *on-line* sola no funciona. Con un buen *call center* y una buena red de sucursales funciona mejor". Ahora la prioridad es salir de los números rojos, pues se ha comprobado que la carrera es más una maratón que los cien metros lisos: hay que aminorar el ritmo del *sprint* para llegar vivo al futuro que nadie niega al sector, hay que acomodar el paso a la velocidad de implantación de Internet. Entretanto, el BBVA y Banco de Sabadell han integrado las operaciones de sus filiales Uno-e y Activobank para lograr reducir costes y racionalizar el negocio.

Además, la bajada de los tipos de interés, ahora en el 2,5 por 100, ha obligado a recortar las rentabilidades de las cuentas y los depósitos, todas ya por debajo del 5 por 100. Las cuentas de alta remuneración, mascarón de proa de la banca *on-line*, han seguido captando clientes pero han concitado a su alrededor miradas desconfiadas de quienes creen que los riesgos son excesivos en un sector que, además, si-

gue manteniendo como actividad principal y vía de crecimiento la captación de pasivo, con muy poca presencia en el mercado del crédito, el único capaz de garantizar ingresos.

Algunos, como Bancopopular-e o Patagon han abandonado la carrera por ofrecer las más altas rentabilidades en el corto plazo y, con el objetivo de fidelizar clientes, apuestan más por el medio y largo plazo. A su lado, Bankinter, el banco español que más resueltamente apostó por Internet, ha puesto fin a la gratuidad de comisiones. Una decisión que, según la entidad, obedece a la necesidad de trasladar los costes derivados de ofrecer un servicio bancario total a los clientes, algo que les diferencia del resto de bancos *on-line*. Esta medida, que algunos atribuyen a la necesidad de generar ingresos, supone una novedad en el panorama de las entidades en la Red que no se sabe si terminará por imponerse en el sector.

La situación de la banca *on-line* ha mejorado desde el punto de vista de los resultados y nadie cuestiona que la gestión bancaria a través de Internet tiene un gran porvenir siempre que se recuperen o tiendan a recuperarse los costes reales del servicio que presta y que se mejore el seguimiento y el asesoramiento de los clientes para fidelizarlos. Sin embargo, queda por despejar la duda de si lo peor para el sector ya ha pasado, o bien la mejoría que hemos visto en las cuentas de resultados obedece exclusivamente a la operación de cirugía mayor aplicada al negocio en los últimos trimestres.

Trasposos en los fondos de inversión

El mes de abril ha sido un buen mes para los fondos de inversión. El momento de los mercados ha mejorado y las gestoras de fondos han visto incrementarse las aportaciones de los partícipes, sumando desde enero un incremento de patrimonio del 5 por 100. La mejora de las bolsas ha tenido mucho que ver en este retorno de la confianza perdida del inversor. Pero sobre todo la eliminación del peaje fiscal, que entró en vigor el 1 de enero, ha comenzado a dar sus frutos y conferido al sector y a sus productos un carácter más dinámico que el inversor agradece en la medida en que puede tomar un papel activo en la gestión de su patrimonio sin coste fiscal.

La desaparición de la cautividad contribuye a generar confianza, pues elimina la sensación

de sentirse atrapado en fondos en pérdidas sin expectativas de reducirlas. Es ésta una situación que se ha mantenido ininterrumpidamente durante los tres últimos años. Por eso, las gestoras han lanzado nuevos fondos de rentabilidad garantizada que han copado la entrada de nuevos clientes en estos meses.

Sin embargo, el camino hasta aquí no ha sido fácil. En las primeras semanas de vigencia del nuevo marco fiscal, ante el temor de una estampida provocada por el negativo rendimiento de muchos fondos, fueron muchas las gestoras que trataron de mantener la cautividad de sus partícipes mediante medidas disuasorias. La más simple y eficaz fue la de obligar a los clientes a personarse en la entidad de origen para certificar que querían realizar el traspaso de fondos. La presión del comercial de la gestora o del director de la sucursal bancaria de turno daba al traste con el traspaso en buena parte de las ocasiones.

Las quejas de los afectados fueron generalizándose. La situación se puso seria, y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) tuvo que intervenir en febrero con el envío de una circular a las entidades advirtiendo de que no podían obligar a los partícipes a personarse en la entidad para traspasar el fondo, bastando con que la operación fuera realizada desde la nueva gestora para que ésta tuviera que ser ejecutada. Posteriormente, Inverco, la patronal del sector, elaboró un protocolo de traspasos de fondos que firmaron todas las gestoras y que puso fin a la polémica. El protocolo pactado simplifica mucho la gestión de un traspaso, en espera de que sea incluido en el Sistema Nacional de Compensación Electrónica (SNCE). El del personamiento no ha sido el único instrumento para desincentivar el traspaso, pues también se establecieron o aumentaron las comisiones de reembolso.

Es muy probable que el éxito en este nuevo entorno sea el de aquel gestor que ofrezca un mejor asesoramiento y una diversidad de productos tal que permita al partícipe adaptarse a las nuevas condiciones del mercado. Por eso se entiende que el nuevo marco fiscal beneficia a las grandes entidades, en la medida en que disponen de más medios para ofrecer información y variedad de productos. De momento, el partícipe y las entidades se están inclinando por los fondos garantizados y, en general, los productos de riesgo limitado. Por eso, uno de los desa-

ños a los que se enfrenta el sector es el de proporcionar nuevos métodos al cliente para medir el riesgo y las pérdidas máximas que está dispuesto a asumir (*VaR* o *Value at Risk*). Es decir, en resumen, el sector deberá mejorar la calidad de la gestión de fondos para recuperar la confianza del ahorrador. La gestión personalizada va a ser más cara para las gestoras pero garantizará mejor la fidelidad del cliente.

Todo ello, en un marco en el que el papel de la patronal, Inverco, ha sido puesto en cuestión por las grandes entidades de inversión colectiva, que creen que no ha defendido suficientemente al sector al permitir que la mejora fiscal se hiciera extensiva a las sociedades de inversión de capital variable (Sicav), mayoritariamente extranjeras, sin siquiera solicitar un comportamiento recíproco en sus países de origen.

La OPA de Gas Natural sobre Iberdrola

El intento fallido de la OPA de Gas Natural sobre Iberdrola ha convulsionado el mercado energético español y ha provocado intensos debates que afectan a sus aspectos empresariales, pero también a las connotaciones político-territoriales de la operación, a la controversia en torno a la aún parcial liberalización energética española y el modelo que se seguirá en el futuro, y, por último, al papel de los organismos reguladores implicados. Como ha dicho Pedro Meroño, presidente de la Comisión Nacional de la Energía (CNE), "no es posible hacer OPAS hostiles en sectores de precios tarifados".

La operación supone el tercer intento de fusión entre ambas empresas y el tercer fracaso. En 1999, Repsol intentó hacerse con el 100 por 100 de Gas Natural e Iberdrola con el presunto ánimo de fusionar ambas en una integración vertical del negocio eléctrico y gasista. En 2000, Gas Natural trató de fusionarse con Iberdrola, con el apoyo de Repsol (por entonces propietaria de más del 40 por 100 del capital de la compañía gasista). Y el pasado marzo, sin encomienda previa, Gas Natural se lanzó sobre Iberdrola con una OPA calificada de hostil por la eléctrica desde el primer día. La suma del intercambio de papel más la aportación en metálico suponía un plusvalor sobre el precio de la acción de Iberdrola de apenas un 10 por ciento, argumento que fue utilizado como primer valladar por el Consejo de Administración de la eléctrica para rechazar la OPA, considerando que el precio era insuficiente.

Las razones que llevaron al lanzamiento de la OPA por parte de Gas Natural radicaban en su situación financiera (con un nivel de endeudamiento muy bajo y mucha caja, tras la desinversión parcial en Enagás) y en la necesidad de eliminar cualquier posibilidad de recibir, a su vez, una OPA. Por otra parte, sus esfuerzos por hacerse un hueco en el mercado de la comercialización directa de energía eléctrica habían obtenido resultados lentos y una alianza con Iberdrola, mejor posicionada, le proporcionaría esa penetración por adquisición de cuota de mercado.

La Comisión Nacional de la Energía (CNE) vetó la operación, en una decisión inédita, pues lo habitual en operaciones anteriores había sido que este órgano, cuyos miembros son nombrados por los grupos políticos, impusiera duras condiciones a la fusión, en lugar de vetarla. Los motivos aducidos por la CNE —el endeudamiento de la empresa fusionada, el 70 por 100 de los recursos propios, podría comprometer las inversiones que las compañías deben acometer de aquí a 2011, de acuerdo al plan de inversiones elaborado por el Gobierno— no han convencido a todos los analistas, pues Gas Natural se ofreció a avalar las inversiones. La importancia que para la CNE tiene el nivel de deuda resultante y la garantía de las inversiones está relacionada con la mala interconexión eléctrica española con los países de nuestro entorno, lo que hace al sistema eléctrico español especialmente vulnerable ante un eventual déficit de inversiones.

La decisión fue vista como una medida "política" por la casi totalidad de los analistas. Podría haberse evitado esta impresión si la resistencia del Gobierno a la operación se hubiera jugado en el Servicio de Defensa de la Competencia, que depende de Luis de Guindos. Algunos incluso piensan que la independencia de la CNE respecto a los intereses políticos ha quedado, cuando menos, bajo sospecha. Después de todo, Economía había dejado claro que las dos condiciones que debía respetar cualquier operación estratégica en el sector eran el mantenimiento de las inversiones comprometidas y que hubiera al menos cuatro grandes operadores para garantizar la competencia. Los especialistas hace tiempo que se preguntan qué modelo elegirá el Gobierno en el desarrollo del sector eléctrico liberalizado. El modelo británico coloca el mercado nacional como prioridad, de modo que trata de evitar oligopolios y de fomentar que existan numerosas empresas de tamaño medio que compitan para garantizar un servicio mejor y más barato a los consumidores. El modelo continental, o alemán, está enfocado a la futura competencia de las compañías europeas en el marco de la Unión, así que fomenta grandes conglomerados que estén en condiciones de competir cuando los mercados se abran por completo. El Gobierno español ha apostado hasta ahora más por el modelo británico, impidiendo la formación de compañías "campeones nacionales", pero sin lograr plenamente una competencia que provoque efectos beneficiosos apreciables en la calidad o el precio del servicio.