

# /07

## La monetización previsional de la vivienda

¿Hacia una “desamortización”  
inmobiliaria?

### Índice

0. Introducción.
1. ¿Cuán ricos son los hogares españoles?
2. La riqueza inmobiliaria de los españoles.
3. La monetización previsional del activo inmobiliario.
4. Principales barreras al uso previsional del ahorro inmobiliario.
5. La gran desamortización inmobiliaria.

**Autores:**

**José A. Herce.**

**José Antonio Puertas.**

Socios fundadores de LoRIS (Longevity & Retirement Income Solutions).

# 0. INTRODUCCIÓN.

**José A. Herce, José Antonio Puertas.**

Socios fundadores de LoRIS (Longevity & Retirement Income Solutions).

El valor del parque de viviendas existente en España equivale a 3,5 veces el PIB, similar al valor de los derechos devengados por los actuales pensionistas y afiliados de la Seguridad Social, según las estimaciones actuariales más recientes. Más allá de la inmediata asimilación entre estas dos cifras, cabe preguntarse si tanta riqueza no podría servir adecuadamente al bienestar financiero de sus propietarios en su fase vital tras la jubilación, mediante la provisión de soluciones que permitiesen generar complementos de renta o servicios a sus pensiones.

Las soluciones existen, pero los mercados en las que encontrarlas a un coste asequible, algo necesario para popularizar el uso previsional de la vivienda, son muy incipientes y necesitan desarrollos adicionales tanto en el lado de la oferta, la demanda y la regulación de los productos.

La inmensa mayoría de los hogares españoles encabezados por personas de 65 o más años poseen la vivienda en la que residen y alguna más. Viviendas que están íntegramente pagadas también en su mayoría. La vivienda es el activo más presente en las carteras de activos de los hogares españoles. Si se generalizasen los complementos de rentas de jubilación extraídos de las soluciones aludidas, el mercado de la vivienda registraría un saludable cambio estructural.

La monetización del activo inmobiliario no exigiría la construcción de viviendas, todo lo contrario. Esta actividad dejaría de drenar recursos necesarios para la financiación del crecimiento de los sectores productivos del futuro. El parque de viviendas en alquiler aumentaría considerablemente, provocando la deseable inversión de la relación entre el alquiler y la cuota hipotecaria típicos en el sentido de hacer al primero sensiblemente inferior a la segunda.

Lo más importante es que la extensión del mercado de soluciones previsionales basadas en la monetización del activo inmobiliario generalizaría los complementos de pensiones con más rapidez que la igualmente deseable extensión de la Previsión Social Complementaria. Es más, este último desarrollo se vería favorecido por una solución que beneficiaría fundamentalmente a las cohortes más cercanas a su jubilación, que no tienen margen para constituir soluciones complementarias convencionales, y daría margen para el ahorro previsional a las cohortes más jóvenes, que disfrutarían de un acceso más amplio y más barato a la vivienda en alquiler.



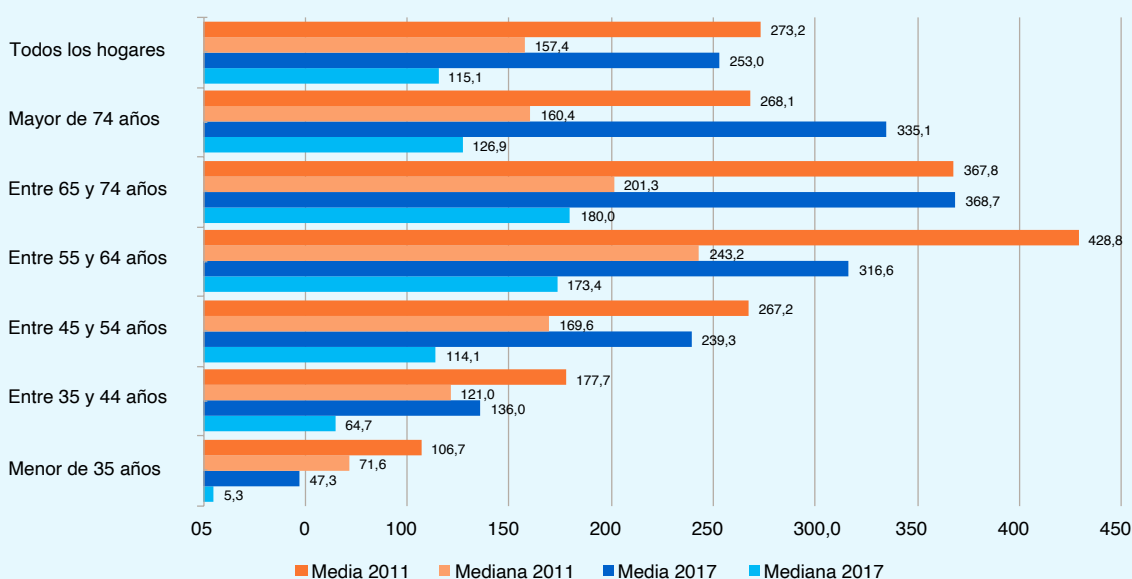
# 1. ¿Cuán ricos son los hogares españoles?

Entre 2011 y 2017 (primera y última oleadas de la Encuesta Financiera de las Familias, EFF, del Banco de España – BCE) la riqueza media neta<sup>1</sup> de los hogares españoles (a precios de 2017) descendió un 7,39%, un efecto muy marcado de la crisis financiera que trajo causa de la depreciación de los activos (financieros e inmobiliarios) y en el elevado endeudamiento de los hogares (véase gráfico adjunto).

Un aspecto menos analizado, que se aprecia en el gráfico siguiente, fue también el descenso de la riqueza mediana neta, que fue del 26,87%, casi cuatro veces mayor que el de la riqueza media neta. La mediana, en una distribución cualquiera, es el valor de la variable en cuestión que divide la distribución en dos mitades iguales. Comparada con la media, que, en teoría, puede situarse en cualquier punto de la distribución, da una buena idea de cuan igualitaria (o uniforme) es dicha distribución<sup>2</sup>.

Pues bien, en la oleada de 2017 de la EFF, se constata que la riqueza mediana neta es un 45,5% de la riqueza neta media, mientras que esta proporción en 2011 era del 57,6%. En suma, la desigualdad en esta materia ha aumentado considerablemente. Los hogares con menos riqueza neta han empeorado relativamente también, respecto a los de mayor riqueza neta.

Riqueza Mediana y Media Neta de los hogares y edad de la persona principal 2011 y 2017 (miles de € de 2017).



Fuente: elaboración propia y Encuesta Financiera de las Familias (BdE)

1 A lo largo de este capítulo, en su parte cuantitativa, se utilizará la "riqueza neta", es decir, el valor nominal de los activos (financieros o reales) del que se habrá restado el valor nominal de los pasivos (deudas) de los hogares. Estos datos proceden de la Encuesta Financiera a los Hogares realizada desde 2002 (cada tres años) por el Banco Central Europeo en la zona del euro. En España, la encuesta la lleva a cabo el Banco de España. Véase [https://www.bde.es/bde/es/areas/estadis/estadisticas-por/encuestas-hogar/relacionados/Encuesta\\_Financi/](https://www.bde.es/bde/es/areas/estadis/estadisticas-por/encuestas-hogar/relacionados/Encuesta_Financi/) para más información sobre esta encuesta.

2 Para hacerse una idea de la relación entre la media y la mediana considérese una distribución de 100 personas. 60 de estas personas tienen, cada una, una riqueza de 100 euros, y cada una de las otras 40 personas tienen una riqueza de 1.000 euros. Ordenamos a este conjunto de observaciones según su nivel de riqueza. La riqueza media es de 460 euros, pero la riqueza mediana, es decir, la riqueza de la persona que está en la mitad exacta de la distribución es de 100 euros. La distancia entre la riqueza mediana y la riqueza media es una de las varias medidas de desigualdad que existen.



Desde la perspectiva del fenómeno sénior, que domina el volumen en el que se inscribe este capítulo, la riqueza media neta de los hogares encabezados por personas de 55 años y más resulta ser sensiblemente mayor que la de los hogares más jóvenes. Esto es así, especialmente, para los hogares cuya persona principal tiene entre 65 y 74 años, cuya riqueza media neta en la oleada de 2017 ascendía a casi 369 mil euros.

Entre los hogares cuya persona de referencia tenía entre 45 y 54 años, la riqueza media neta ascendía a poco más de 239 mil euros. A unos 136 mil euros entre los hogares encabezados por personas de 35 a 44 años y a poco más de 47 mil euros entre los hogares cuya persona principal tenía menos de 35 años.

Varios rasgos perfectamente explicables se conjugan en esta rápida perspectiva sobre la riqueza de los hogares españoles:

- Los hogares cuya persona principal tenían entre 65 y 74 años en 2017 eran los más ricos en términos netos. El grueso de estos hogares marcaba el mismo máximo en el grupo de los 55 a 64 años en la oleada de 2011. Se trata de las cohortes nacidas entre 1943 y 1952, claramente previas a las del baby-boom. Estas cohortes seguirán dominando el panorama de la distribución de la riqueza en las oleadas sucesivas.
- La desigualdad en la distribución de la riqueza neta de los hogares está claramente marcada por la distancia existente entre la riqueza media y mediana netas, que ha aumentado entre las oleadas de 2011 y 2017 de la EFF para todos los grupos de edad de la persona principal del hogar, excepto para el grupo de 55 a 64 años. La desigualdad ha aumentado especialmente para los hogares de los grupos de más de 74 años, cuya distancia entre la mediana y la media era en 2017 casi el doble que en 2011 y los de menos de 35 años, cuya riqueza media neta era en 2017 solo un 44% de la que los hogares de este grupo tenían en 2011 (a precios constantes de 2017). Nótese la enorme reducción de la riqueza mediana neta que experimentan los hogares de este grupo, lo que indica que muy pocos de ellos poseen activos netos (de deudas) de cierto valor.
- Debe verse como natural que el grueso de la riqueza neta de los hogares se concentre en aquellos cuya persona principal tiene más edad. La acumulación de riqueza es un proceso que requiere el paso de décadas. En el gráfico anterior esto queda reflejado en el valor neto de dicha riqueza media, que aumenta rápidamente desde las edades más jóvenes hasta las edades posteriores a los 55 años.

---

**La acumulación de riqueza es un proceso que requiere el paso de décadas.**



No debe perderse la perspectiva dinámica que encierra el gráfico anterior. Huelga decir que aquellos hogares cuya persona principal estaba en un grupo de edad determinado en 2011, estarán ya en su mayoría en el tramo de edad inmediatamente superior a aquel en 2017.

#### Concentración de la Riqueza Neta de los Hogares (2017).

Edad Persona Principal	Nº de Hogares	% de Hogares	% de Hogares (acum.)	Riqueza Neta (mill. € 2017)	Riqueza Neta media (miles € 2017)	% Riqueza Neta	% Riqueza Neta (acum.)
<35	1.403.933	7,60%	7,60%	66.406	47,30	1,42%	1,42%
35 a 44	3.749.978	20,30%	27,90%	509.997	136,00	10,91%	12,33%
45 a 54	4.174.853	22,60%	50,50%	999.042	239,30	21,37%	33,70%
55 a 64	3.528.305	19,10%	69,60%	1.117.061	316,60	23,90%	57,60%
65 a 74	2.918.702	15,80%	85,40%	1.076.126	368,70	23,02%	80,62%
75 y más	2.697.029	14,60%	100,00%	905.662	335,80	19,38%	100,00%
<b>Total Hogares</b>	<b>18.472.800</b>	<b>100,00%</b>		<b>4.674.295</b>	<b>253,00</b>	<b>100,00%</b>	

Fuente: elaboración propia con datos Banco de España e INE.

Según el INE, en 2017, había 18,5 millones de hogares. De estos, la mitad (9,1 millones, el 49,50% del total) estaban encabezados por personas de 55 o más años. Por su parte, la riqueza neta de los hogares españoles ascendía a 4,67 billones de euros y equivalía a 4 veces el PIB de aquel año. Los sénior españoles poseían las dos terceras partes de la riqueza total neta (el 66,3%), si bien solo representaban la mitad de los hogares.

Este fenómeno de concentración de la riqueza en los hogares de más edad es, por otra parte, bastante natural, ya que hablamos de largo años de acumulación de ahorro y, solamente basados en el criterio de la edad, no podríamos decir que el hecho de que la mitad sénior de los hogares españoles posea las dos terceras partes de la riqueza neta del país constituya una excesiva concentración de la riqueza.

Y no cabe duda, como se verá más adelante, de que este resultado general se debe a que el grueso de la riqueza en España está constituido por activos inmobiliarios, en los que prácticamente todos los hogares españoles tienen relevantes ahorros concentrados.



## 2. La riqueza inmobiliaria de los españoles.

El panorama de la riqueza neta por edades de la persona principal del hogar queda así claramente delimitado para abordar el análisis que contiene este capítulo del presente volumen.

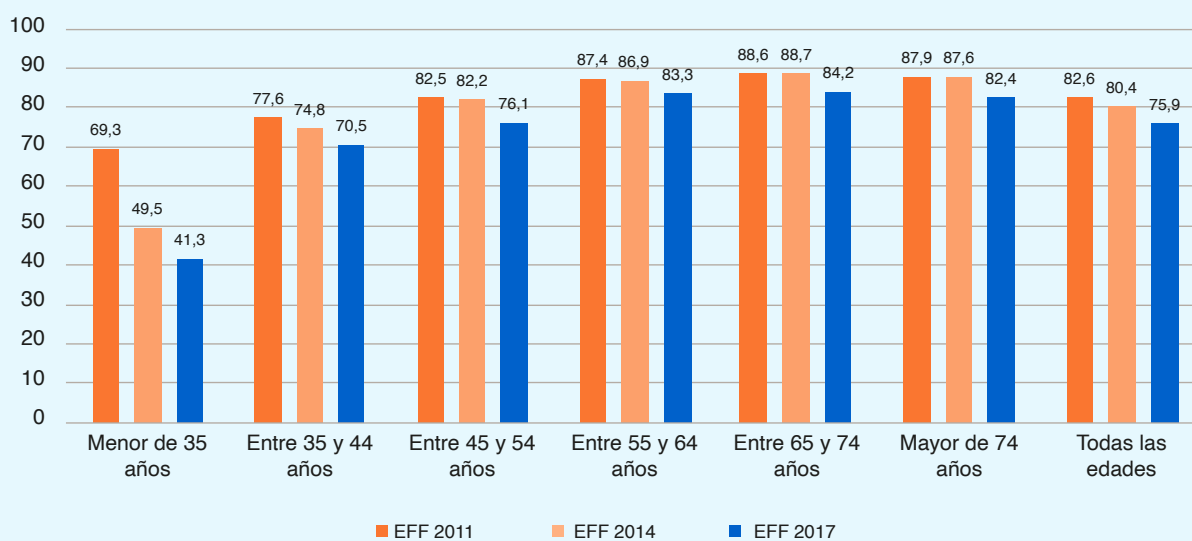
La riqueza de los hogares españoles, como es bien sabido, está fundamentalmente compuesta por activos inmobiliarios. A este tipo de ahorro le sigue, a una enorme distancia, el ahorro en forma de depósitos bancarios y, ya fuera del sistema solar, los Fondos de Inversión, las acciones de compañías cotizadas y no cotizadas y el ahorro para la jubilación.

La riqueza inmobiliaria de un hogar medio español tiende a aumentar con la edad de la persona principal de aquel. No solo en términos brutos, por la acumulación de elementos inmobiliarios adicionales, sino también en términos netos por la reducción progresiva de la deuda hipotecaria con la que nacen estos activos en las carteras de sus propietarios.

El gráfico siguiente muestra a las claras los elevadísimos porcentajes de tenencia de vivienda en propiedad a cualquier edad de la persona principal del hogar.

Cuando esta persona de referencia había alcanzado los 55 años, edad a la que convencionalmente se alcanza la condición convencional de persona sénior, casi el 88% de los hogares, en las oleadas de 2011 y 2014 de la EFF, era propietario de la vivienda en la que residía. Y aquí radica una cierta novedad: en la oleada de 2017, la tasa de propiedad de vivienda principal de estos hogares se situaba alrededor del 83%, una sensible reducción de cinco puntos porcentuales que ameritaría un análisis riguroso a fin de establecer sus causas.

Porcentaje de Hogares que poseen Vivienda Principal.



Fuente: elaboración propia y Encuesta Financiera de las Familias (BdE)



Entre los hogares encabezados por personas de 35 a 54 años, el grueso de la población trabajadora adulta en su tramo vital más productivo, las tasas de propiedad no han bajado del 70% en el periodo analizado (2011-2017). Pero también se observa para estos grupos de edad un descenso, incluso más acusado, de la tasa de propiedad, que ha pasado de estar alrededor del 80% en 2011 a situarse alrededor del 73% en 2017, un descenso de siete puntos porcentuales.

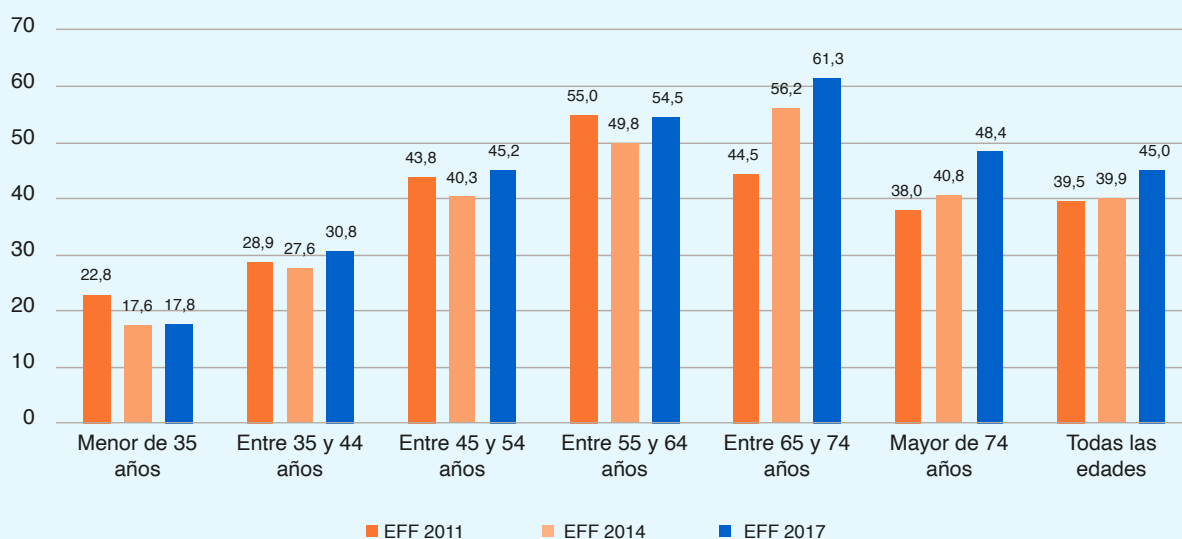
De los hogares encabezados por personas de menos de 35 años, es muy notable el acusado descenso de la tasa de propiedad de vivienda principal. Conviene, no obstante, matizar con cuidado lo que se observa.

No debería ser motivo de preocupación el que estos hogares tan jóvenes tengan tasas de propiedad de vivienda principal “tan bajas” como el 41,3%. En la mayor parte de los países avanzados, estas tasas son bastante menores. No se concibe que hogares tan jóvenes aten su residencia a un inmueble en propiedad, ya que esto limita enormemente su movilidad, cuando más y mejor pueden ejercerla en busca de un asentamiento vital y profesional más conveniente en el futuro.

De hecho, una tasa de propiedad como la de 2011, de casi el 70%, es una verdadera “anomalía”. Lo preocupante es más bien el descalabro de este comportamiento, cuando todo indica que es en contra de la voluntad de los jóvenes, más que un nuevo (y saludable) estilo de vida y que la alternativa a una vivienda en propiedad es un alquiler casi tan caro, si no más, que la cuota hipotecaria. Los hogares jóvenes, en su mayoría, como reflejaba la distancia entre su riqueza mediana y media neta descrita en la sección anterior, carecen ya de capacidad de ahorro, inmobiliario o no.

La posesión de riqueza inmobiliaria en España es tal que, a cualquier edad, aunque en mayor medida a edades más avanzadas, los hogares españoles no solo detentan muy relevantes activos en viviendas secundarias u otros activos inmobiliarios, sino que este fenómeno se ha ido acrecentando fuertemente en el tiempo, como muestra claramente el gráfico siguiente, especialmente entre hogares cuya persona de referencia tiene 65 o más años.

Porcentaje de Hogares que poseen Otros Activos Inmobiliarios.

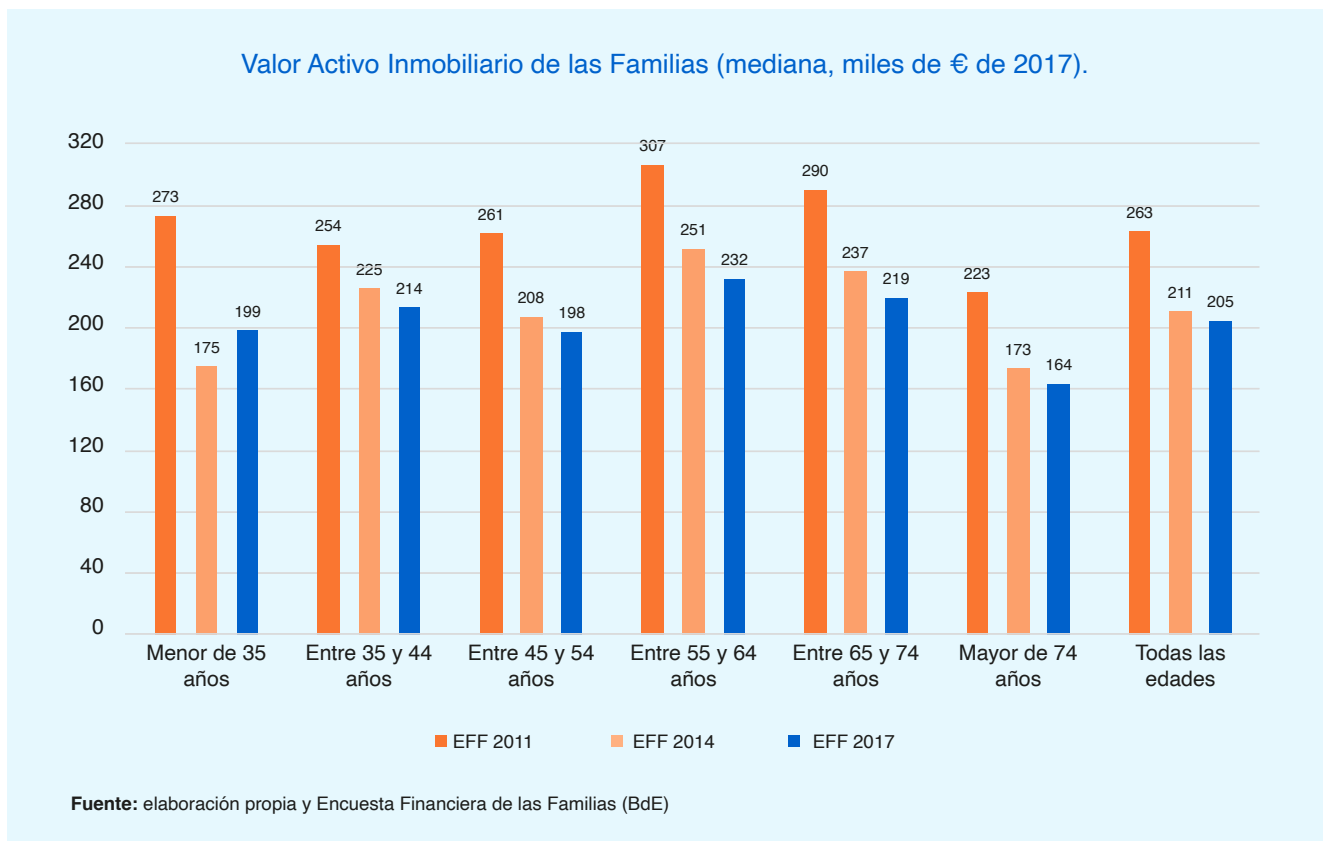


Fuente: elaboración propia y Encuesta Financiera de las Familias (BdE)



El gráfico siguiente muestra el valor mediano de la riqueza inmobiliaria de los diferentes grupos de hogares. Este valor mediano indica que la mitad exacta de los hogares de cada grupo poseen activos inmobiliarios cuyo valor es superior a la mediana y la otra mitad poseen activos inmobiliarios de valor inferior a la mediana.

Los valores de las medianas reflejados en el cuadro siguiente reflejan una importante pérdida del valor de los activos inmobiliarios de los hogares españoles entre las oleadas de 2011 y 2017, si bien hay que leer estos datos en sentido dinámico. Es decir, por ejemplo, los hogares que en la oleada de 2011 estaban encabezados por personas de entre 55 y 65 años, estaban caracterizados por un valor mediano de su patrimonio inmobiliario de 307 mil euros (de 2017) y se les encuentra (la mayoría) en la oleada de 2017 caracterizados por un valor mediano de su patrimonio inmobiliario de 219 mil euros.



Sin poder ser mucho más precisos, pues no se trata de un panel de hogares al que se pueda seguir exactamente, esta dinámica refleja un importante deterioro del valor de los activos inmobiliarios que ha afectado a todos los hogares, pero, si se observa con cuidado, parece haber afectado más gravemente a los hogares encabezados por personas sénior.





## No todas las viviendas pertenecen a los hogares. Muchas están registradas a nombre de sociedades.

A diciembre de 2021, puede estimarse el parque inmobiliario español en unos 25,9 millones de unidades<sup>1</sup>. El número medio de hogares en los tres primeros trimestres de 2021, según la EPA del INE, fue de 18,9 millones, cifra que se puede tomar como representativa del número medio para el conjunto del año. No todas las viviendas pertenecen a los hogares. Muchas están registradas a nombre de sociedades y/o afectas a actividades productivas de trabajadores autónomos y pequeños negocios familiares. Otras pertenecen a instituciones oficiales o entidades financieras. Algunos hogares, por fin, carecen por completo de propiedades inmobiliarias, aunque ya se ha visto anteriormente que la tasa de hogares con al menos una vivienda entre sus activos supera el 75% (en la EFF de 2017). Porcentaje que superaba el 82% en ese mismo año para los hogares encabezados por personas de 55 o más años.

1 A diciembre de 2020 el MITMA realiza una estimación provisional de 25,88 millones, con un aumento respecto a diciembre del año precedente (25,79 millones) de 89 mil unidades adicionales. A este mismo ritmo, el parque medio de viviendas en 2021 alcanzaría los 25,93 millones de unidades.

¿En cuánto podría cifrarse hoy el valor de este ingente patrimonio inmobiliario? Una estimación global podría situarse, a precios de tasación de 2021 del MITMA, en los 4,16 billones de euros. Esta cantidad representa casi 3,5 veces el PIB de 2021<sup>2</sup> y, teniendo en cuenta el número de hogares antes mencionado, un activo inmobiliario cuyo valor (bruto) por hogar es algo inferior a los 250 mil euros.

Estirando algo más las estimaciones presentadas en el párrafo anterior, podríamos concluir esta sección atribuyendo las dos terceras partes de esta riqueza inmobiliaria (bruta, pues no se está teniendo en cuenta la deuda hipotecaria que pueda tener asociada) a los hogares encabezados por personas de 55 y más años. Una atribución copiada de la distribución de la riqueza neta y necesariamente sesgada a la baja, de todas formas, porque las viviendas de los hogares de más edad suelen tener sus viviendas libres de cargas hipotecarias.

Es decir, los hogares encabezados por personas de 55 o más años, poseerían una riqueza inmobiliaria de unos 293 mil euros. El valor de los activos inmobiliarios de los hogares encabezados por personas de menos de 55 años, por su parte, ascendería a 145 mil euros.

2 Los 4,16 billones de euros mencionados son el resultado de multiplicar 25,88 millones de unidades residenciales (ver nota al pie anterior) adoptando adicionalmente el supuesto de que un 10% son VPO. Los valores medios de tasación publicados por el MITMA para los tres primeros trimestres de 2021 son 1.645,40 euros y 1.141,50 euros, respectivamente, para vivienda libre y vivienda protegida. Por último, se adopta también el supuesto de que la superficie media de las viviendas existentes es de 100 metros cuadrados, algo inferior a los 115 metros que arrojan las estadísticas parciales disponibles sobre viviendas tasadas.





La Seguridad Social está instrumentando un esfuerzo social para proporcionar pensiones suficientes y sostenibles.

# 3.

## La monetización previsional del activo inmobiliario.

**E**n el marco de una realidad inmobiliaria como la que se acaba de describir en las secciones precedentes de este capítulo debe traerse a colación ahora la realidad de las pensiones.

La Seguridad Social española está instrumentando ya un gigantesco esfuerzo social de solidaridad para proporcionar pensiones suficientes y sostenibles a todos los trabajadores. El año 2022 se inaugura con la protección de aquellas frente a la inflación. A duras penas puede financiar los gastos propios complementando los ingresos por cotizaciones con transferencias de los Presupuestos Generales del Estado. Pero incluso si las actuales prestaciones se pudieran mantener indefinidamente sin desestabilizar financieramente al sistema, millones de pensionistas actuales y futuros necesitarán complementos dignos de pensiones.

La escasez de ahorros previsionales propiamente dichos (planes y seguros de pensiones) entre los trabajadores españoles indica claramente que tales complementos, al menos en las próximas décadas, no provendrán de un ahorro previsional incrementado. Todas las miradas se vuelven hacia la vivienda.



El ahorro en forma de vivienda no es un ahorro previsional. Carece de liquidez, no se puede gestionar con vistas a su inversión rentable como si fuera un activo financiero, aunque sí se le puede extraer una rentabilidad por alquiler directo o imputado. Raramente se constituye con fines previsionales, aunque sí es habitual la consideración popular de la vivienda como “mi hucha de la pensión” entre muchos propietarios de inmuebles secundarios.

Pocos hogares adquieren su vivienda principal pensando en su jubilación, aunque algunos tienen claro que la vivienda no principal puede convertirse en una “vaca lechera” origen de rentas regulares “para toda la vida” mediante su alquiler. Llegado el momento de la jubilación, igualmente, muy pocos hogares ven en la vivienda una fuente de rentas complementarias. Aunque cada vez más empiezan a acariciar la idea de usarla de esta manera a medida que constatan dos hechos igualmente muy extendidos:

- I. Sus pensiones son menores de lo que desearían y, en ausencia de ahorros financieros y/o previsionales suficientes, piensan en los complementos de renta que podrían obtener a partir de sus ahorros inmobiliarios.
- II. Sufren directamente, o experimentan en sus círculos familiares o personales, las consecuencias económicas de la necesidad de afrontar los gastos derivados de la dependencia (cuidados de larga duración).

A pesar de la idea extendida en España de que una inversión inmobiliaria está, de alguna manera, relacionada con la suficiencia económica durante la jubilación, lo cierto es que no existe en nuestro país, ni de forma generalizada en ningún país, un mercado desarrollado de productos para hacer realidad esta idea.

La monetización previsional de la vivienda consiste en el “el uso del activo inmobiliario para extraer de él rentas de jubilación complementarias”. Pero transformar un activo no previsional en un flujo de rentas (o servicios) previsionales está demostrando ser algo muy complicado y, a la vez, demasiado caro.

La monetización previsional del activo inmobiliario admite cinco posibles formas, amén de las combinaciones de algunas de ellas, que se describen y comentan a continuación.

- I. La venta del pleno dominio (nuda propiedad más usufructo) de la vivienda y el uso del producto de dicha venta, una vez satisfechas las cargas hipotecarias y otros gastos asociados, a la adquisición de rentas o seguros de jubilación o cuidados.

Se trata de una operación trivial que muchas personas realizan con objeto de recuperar un capital financiero que puedan destinar a otros usos. Si estos usos son dotarse de ingresos complementarios una vez iniciada la jubilación o afrontar una situación de dependencia, la vivienda se ha transformado en un activo previsional no habiéndolo sido ni en su origen ni durante el tiempo en que ha formado parte de su cartera de activos.

- II. La venta de la nuda propiedad y la adquisición, contra el descuento sobre el valor de tasación, del derecho al usufructo vitalicio de la vivienda.

Posiblemente la operación más popular de monetización en los últimos años en nuestro país. Una simple compraventa con descuento acordado por las dos partes y una cláusula específica en el acta notarial que garantiza la vigencia del usufructo vitalicio. El descuento que beneficia al comprador refleja el valor del alquiler que es el usufructo concedido al vendedor. El antiguo propietario recibe una cantidad a tanto alzado y permanece en la vivienda mientras viva. Se pueden contemplar acuerdos adicionales en el caso de que el inquilino decida abandonar la vivienda que usufructuaba. A todos los efectos, la vivienda pasa al pleno dominio del comprador al fallecimiento del beneficiario del usufructo vitalicio.



Una variante de esta solución consiste en combinar el usufructo vitalicio con una renta vitalicia adquirida con el producto de la venta de la nuda propiedad. Ambas operaciones pueden ser integradas por un mismo agente de mercado en un único producto. De esta forma se transforma el valor de tasación de la vivienda en rentas monetarias y servicios (residenciales) vitalicios para el propietario de la vivienda, que no debe abandonarla mientras viva.

III. El alquiler directo de la vivienda con objeto de obtener una renta indefinida al tiempo que se conserva la propiedad de la vivienda.

De nuevo, esta es una de las soluciones de monetización más habituales que se realiza sin que quienes la llevan a cabo sean muy conscientes de ello. Sin duda porque, también como en el caso de la venta del pleno dominio de una vivienda, no hay un propósito estrictamente previsional detrás. De hecho, muchas personas poseen viviendas secundarias adquiridas durante su vida laboral con el único fin de obtener rentas complementarias a las salariales que, con el paso a la jubilación, se convierten en complementos de pensiones sin solución de continuidad. La vivienda, en este caso, obviamente, no se pierde.

# El ahorro en forma de vivienda no es previsional. Carece de liquidez y no se puede gestionar con vistas a su inversión rentable.

IV. La cesión a un tercero del derecho a alquilar la vivienda a cambio de una combinación pactada de rentas complementarias y/o cuidados vitalicios.

Una solución similar a la anterior, pero solo en apariencia, ya que se trata de un producto que combina la gestión integral del alquiler de la vivienda y el disfrute de una prestación en dinero o en especie (servicios residenciales, cuidados) por parte de un agente de mercado que ha de organizar los recursos necesarios para ello. La vivienda no se pierde, aunque no pueda disponerse de ella durante el tiempo convenido en el correspondiente contrato. Normalmente, es una solución para personas que, por una u otra razón abandonan su vivienda para trasladarse a una residencia. Una variante de esta solución consiste en complementar el importe del alquiler con un préstamo que se reembolsa con el producto del alquiler extendido más allá del fallecimiento del titular de la vivienda. Tampoco en este caso se pierde la vivienda.

V. La Hipoteca Inversa o préstamo con garantía inmobiliaria reembolsable al fallecimiento del titular de la vivienda.

Quizá la más compleja de todas las soluciones comentadas. Consiste en que, contra la garantía inmobiliaria de la vivienda, el propietario recibe un préstamo a tanto alzado o periódico, temporal o vitalicio. Este préstamo se capitaliza a un tipo de interés pactado entre las partes hasta el momento del fallecimiento del titular de la vivienda. Los herederos deben realizar la devolución del préstamo (principal más intereses compuestos) bien con recursos propios o con el producto de la venta de la vivienda. En caso de impago, el acreedor podrá ejecutar la garantía inmobiliaria.



# 4.

## Principales barreras al uso previsional del ahorro inmobiliario.

Las anteriores variedades de monetización de la vivienda, como se decía operan una “licuación” de activos reales que no es la más habitual para obtener complementos de renta para la jubilación: la de un stock de “ladrillos y cemento” en un flujo de rentas vitalicias. En todas estas transformaciones pueden intervenir una multiplicidad de agentes tanto de mercado (inmobiliarios generalistas y especializados, tasadores, financieros, aseguradores, proveedores de servicios de dependencia) como institucionales (Agencia Tributaria, administraciones locales, notariado, reguladores) en una cadena larga y, en general, costosa.

Por esta razón, y algunas adicionales que se comentan a continuación, debe admitirse que el mercado español de soluciones para la monetización previsional de la vivienda es testimonial. Dándose la paradoja desafortunada de que hay ya millones de pensionistas que necesitarían complementos de sus pensiones de jubilación, a los que acompañarán en los próximos años muchos trabajadores cuyas pensiones tampoco serán muy elevadas por causa de carreras de cotización cortas y/o poco intensas de cotización. Incluso si la Seguridad Social continúa pagando pensiones relativamente generosas en proporción al esfuerzo contributivo realizado.

La monetización del activo inmobiliario sería una excelente solución para millones de hogares españoles y, además, sería generalizada debido a la prevalencia de la propiedad de vivienda entre aquellos, como se ha visto en las secciones precedentes. De manera que sería una solución beneficiosa y casi universal. Si se pudiesen resolver algunos de los principales problemas que se detectan en el mercado de estos productos. Como se decía, no solo en España sino también fuera de ella, aunque en bastante menor medida.



El cuadro siguiente recoge el análisis de las principales ventajas e inconvenientes de la gama de soluciones básicas para la monetización del activo inmobiliario descrita en la sección anterior.

#### Los productos básicos para la monetización previsional de la vivienda.

Variante	Ventajas	Inconvenientes
<b>Venta del pleno dominio</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Genera un fondo líquido de manera instantánea.</li> <li>• Exenta de impuesto de plusvalías hasta un tope si se destina el producto a la adquisición de una renta vitalicia.</li> <li>• Marco regulatorio definido y simple.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pérdida de la vivienda y de sus servicios residenciales asociados.</li> <li>• Costes de transacción elevados propios de las compraventas inmobiliarias (excepto impuesto de plusvalías).</li> </ul>
<b>Venta de la nuda propiedad y usufructo vitalicio</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Preserva el disfrute de los servicios residenciales de la vivienda.</li> <li>• Genera un fondo líquido que puede usarse para adquirir una renta vitalicia o servicios asistenciales.</li> <li>• Marco regulatorio definido y simple.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pérdida de la vivienda.</li> <li>• Rigidez de la solución residencial.</li> <li>• Estimación del valor del usufructo.</li> <li>• Riesgo de longevidad con costes para vendedor y comprador.</li> <li>• Fiscalidad poco favorable.</li> </ul>
<b>Alquiler directo</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Preserva la vivienda.</li> <li>• Genera una renta líquida mensual.</li> <li>• Marco regulatorio definido y simple.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pérdida del usufructo.</li> <li>• Puede haber costes de transacción ocasionales.</li> <li>• Gestión directa por parte del propietario.</li> <li>• Costes de mantenimiento del inmueble.</li> <li>• Riesgo de impagos.</li> <li>• Fiscalidad poco favorable.</li> </ul>
<b>Cesión a terceros del derecho de alquiler</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Preserva la vivienda.</li> <li>• Genera una renta líquida mensual.</li> <li>• Libera al propietario de la gestión directa.</li> <li>• Permite pasar a una solución residencial alternativa en caso de dependencia.</li> <li>• Marco regulatorio definido y simple.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gestión costosa por la integración de los servicios inmobiliarios, los residenciales y los cuidados.</li> <li>• Puede extender el periodo de cesión del alquiler más allá del fallecimiento del titular si han intervenido préstamos regulares en la fase previa.</li> <li>• Riesgo de longevidad.</li> <li>• Fiscalidad poco favorable.</li> </ul>
<b>Hipoteca Inversa</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Preserva la vivienda en vida del beneficiario.</li> <li>• Genera flujos de renta regulares y vitalicios.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Obligación de reembolso para los herederos que puede extenderse a toda la garantía hipotecaria en caso de ejecución.</li> <li>• Elevados costes financieros y de transacción.</li> <li>• Marco regulatorio mal definido.</li> <li>• Fiscalidad poco favorable.</li> <li>• Riesgo reputacional.</li> </ul>



Los principales problemas a los que se enfrenta la monetización previsional de la vivienda pueden, por lo tanto, resumirse en los siguientes:

- Carestía de la transformación de los activos reales en flujos de rentas vitalicias. Tanto por los elevados costes de transacción en cadenas con intervención de una multitud de agentes como por la necesidad de remunerar a los financiadores de las operaciones que requieren un gran uso de capital.
- Incertidumbre regulatoria en los productos más complejos (Hipoteca Inversa).
- Desfavorable tratamiento fiscal frente a productos previsionales convencionales (Planes de Pensiones).
- Riesgo de longevidad generalizado, para una u otra parte (promotores de los productos, beneficiarios o ambos) como consecuencia del carácter no actuarial de estos productos.
- Riesgo reputacional de los productos más complejos (Hipoteca Inversa) como consecuencia de fallos en la transmisión de información o la venta cruzada inadecuada (sin consentimiento expreso y fehaciente del beneficiario) de productos aseguradores que limiten el riesgo de longevidad.

La superación de estos problemas, sin embargo, permitiría un desarrollo de soluciones en las que cabe todavía una gran innovación por parte de los promotores para su mejor integración, reducción de los costes de transacción y reducción del coste de financiación experimentado en la actualidad. Especialmente relevante es el margen para la comercialización de productos dotados de características actuariales, debidamente asegurados.

---

**La emergencia del mercado de productos para la monetización previsional de la vivienda debe apoyarse sobre la fiscalidad y la regulación.**

No obstante, el escaso desarrollo del mercado, que trae causa de los problemas antes descritos, es, a su vez, la causa de algunos de estos problemas y del escaso incentivo a innovar por parte de la industria promotora de este tipo de soluciones. En nuestra opinión, la fiscalidad y la regulación son las dos palancas sobre las que debería apoyarse la emergencia del mercado de productos para la monetización previsional de la vivienda. En particular:

- La fiscalidad de las operaciones de monetización previsional de la vivienda debería ser equivalente a la de los productos previsionales mejor tratados: los Planes de Pensiones de Empleo. En el sentido de liberar de impuestos todas las operaciones de transformación del activo inmobiliario trasladando o manteniendo la fiscalidad pertinente (IRPF o IVA) en la fase de percepción de las prestaciones, sean estas rentas dinerarias o servicios directos en especie (residenciales o de cuidados).
- La regulación debería armonizarse y simplificarse en materias tales como la autoridad competente para la defensa de los intereses de los beneficiarios en cada producto, las autorizaciones y obligaciones de información, capital y otras de los promotores y otros agentes de mercado de los productos previsionales basados en la monetización de la vivienda.

Todo ello sin descuidar la autorregulación del sector previsional en todos aquellos aspectos que limiten el riesgo reputacional y garanticen la calidad/precio de los productos previsionales, como son la información, la transparencia, la independencia, la especialización en operaciones inmobiliarias con fines previsionales, la tecnología y el trato general al cliente.



# 5. La gran desamortización inmobiliaria.

Un país que posee de manera muy repartida una riqueza inmobiliaria que alcanza casi 3,5 veces el PIB (*vid supra*) no debería tener ningún problema para generar flujos vitalicios de rentas complementarias de jubilación. Países como Holanda o el Reino Unido tienen vigorosos sistemas de pensiones complementarias de empleo casi universales porque los trabajadores han logrado acumular ahorros previsionales que superan ampliamente el PIB, llegado a duplicarlo en el caso del primero. Hay muchos países en los que el ahorro previsional equivale al PIB y los complementos de pensiones de los trabajadores son también adecuados y generalizados. El ahorro inmobiliario español es sensiblemente mayor que el ahorro para la jubilación de todos estos países. Pero no es ahorro previsional y su transformación es costosa.

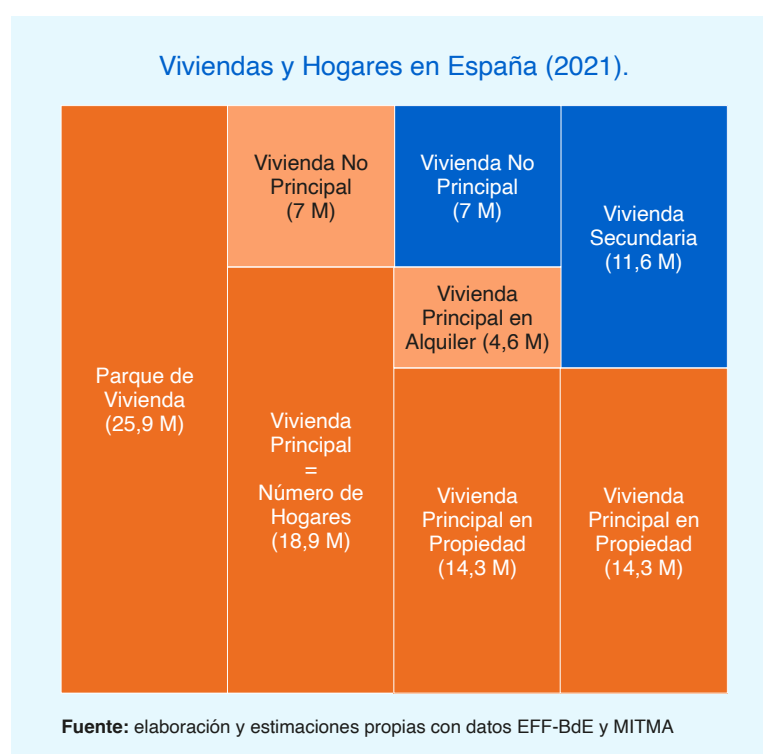
Los hogares españoles han preferido ahorrar en forma de vivienda mientras que los de los países más avanzados han preferido ahorrar directamente para su jubilación. En estos últimos, uno de los resultados más notables que se puede observar es el amplio desarrollo del mercado de vivienda en alquiler y su mayor eficiencia que en el caso español. Con el resultado adicional de que, al contrario de lo que pasa en España, el alquiler es más barato que la compra. Como es natural que suceda.

No es aventurado, sin embargo, vaticinar que, en caso de resolverse los principales problemas que afectan al desarrollo de la monetización previsional de las viviendas en nuestro país, numerosas cohortes ya jubiladas y por jubilarse en los próximos lustros encontraría la fuente de complementos de pensiones que el desarrollo de la Previsión Social Complementaria tardará décadas en proporcionar. Siempre, claro, que la preferencia por la compra dé paso de manera estructural a la preferencia por el alquiler.

Con 18,9 millones de hogares, cada uno de los cuales requiere una vivienda, en propiedad, en alquiler o cedida gratuitamente, el parque inmobiliario de 25,9 millones de viviendas arroja un saldo de 7 millones de viviendas secundarias. De los 18,9 millones de viviendas principales habitadas cabe estimar que un 75,6%, unos 14,3 millones de viviendas, son propiedad de los hogares que las habitan y el 24,4% restante, unos 4,6 millones de viviendas, están alquiladas o cedidas. Las viviendas no principales se destinan generalmente a un uso esporádico, vacacional o de fin de semana (segundas residencias), o están vacías.

Junto a las viviendas principales alquiladas o cedidas, las viviendas no principales constituyen un parque enorme de unos 11,6 millones de viviendas secundarias. Es decir, existen en nuestro país 0,81 viviendas secundarias por cada vivienda principal en propiedad. Casi 2/5 partes de estas viviendas secundarias están alquiladas y se usan como viviendas principales y las otras 3/5 partes son viviendas no principales.

El diagrama siguiente explica cómo se organizan las categorías descritas en los dos párrafos precedentes.





La monetización de siquiera una parte de este ingente volumen de viviendas, principales y no principales, secundarias o primarias (principales en propiedad, en realidad) tendría una serie de importantes efectos adicionales, mucho más allá que los de proveer de complementos de pensiones a los pensionistas y trabajadores, actuales y futuros, propietarios de estas viviendas.

No es evidente, sin embargo, cómo afectaría la monetización de una parte relevante de este patrimonio inmobiliario a la sociedad y la economía. No se conoce ningún caso de licuación masiva de activos inmobiliarios con este propósito. Se apuntan algunas preguntas y respuestas a continuación.

#### Impacto económico y social de la gran desamortización inmobiliaria.

Pregunta	Respuesta
<b>¿Qué sucedería con el valor de la vivienda si los propietarios la monetizasen en una proporción relevante?</b>	Se ha extendido el temor a que una monetización masiva deprimiera de manera permanente el valor de las viviendas. Pero solo una porción de los propietarios lo harían. Tampoco todos en el mismo momento, ya que los propietarios se irán jubilando gradualmente en el tiempo. Si bien, en los primeros años de emergencia de este mercado habría docenas de miles de jubilados que podrían entrar en este tipo de operaciones ofreciendo sus viviendas a la venta, en alquiler o como garantía de préstamos a reembolsar en el futuro. Nada que el mercado pueda regular si la información fluye, la regulación es sólida y los supervisores hacen su trabajo. Una falta de supervisión o una regulación mal orientada podría provocar efectos indeseables para los propietarios de las viviendas. Esta no es una transformación sin riesgos sistémicos. ( <i>vid infra</i> ).
<b>¿Qué renta vitalicia podría recibir un propietario de 65 años con 250.000 € netos tras la venta del pleno dominio de su vivienda?</b>	Se puede aplicar una regla muy sencilla basada por aproximación en las Tablas de Mortalidad utilizadas por la industria aseguradora: “la regla del 5”. Si la vivienda, después de gastos, arroja un valor para el propietario (unisex) de 250 mil euros. Esta cantidad permitiría obtener una renta vitalicia de aproximadamente 1.250 €/mes (250.000 x 5/1000). Este cálculo es lineal, de forma que con 100 mil euros se obtendrían 500 €/mes. Esta regla solo vale para los 65 años y la esperanza de vida actual (unisex). Y corresponde a la variante “Venta del Pleno Dominio” anteriormente explicada. Las demás variantes requieren cálculos más cuidadosos.
<b>¿Qué impacto macroeconómico tendría la monetización de las viviendas (ahorro, crecimiento y empleo)?</b>	Progresivamente, se producirían dos fenómenos: los pensionistas aumentarían sus rentas, pero el capital inmobiliario de la sociedad no disminuiría (salvo por las oscilaciones de valor, en su caso) y las viviendas saldrían en alguna medida hacia el alquiler, su coste descendería y los jóvenes pasarían a ahorrar para su jubilación en vehículos propiamente previsionales, en vez de en vivienda. Los ahorradores que entrasen a financiar estas operaciones obtendrían rendimientos adicionales. El ahorro aumentaría y con la inversión productiva y la I+D. También la productividad y los salarios reales, el crecimiento de la actividad y el empleo de manera estructural.
<b>¿Qué impacto sobre las generaciones que dejarían de recibir estos activos en herencia?</b>	Ya se ha apuntado antes: sería de esperar una expansión del mercado de vivienda en alquiler. Los jóvenes tendrían mejor acceso a la vivienda, más movilidad y, con el tiempo, al estar en una economía más productiva, mejores salarios y capacidad de ahorro, entre otros fines para complementar sus pensiones. No serían siervos de sus viviendas. Ahorrarían de otra manera que sus padres. Usarían viviendas rehabilitadas y mejor adaptadas a sus estilos de vida.
<b>¿Qué impacto sobre el sector inmobiliario?</b>	El sector de la construcción se encontraría con una demanda muy acrecentada para reformar y rehabilitar viviendas. Se depuraría una buena parte del stock, y se alcanzarían valoraciones más ajustadas a la realidad de muchas viviendas que, una vez rehabilitadas, podrían revalorizarse. Muchas viviendas cambiarían de mano hacia sociedades gestoras profesionalizadas que generarían escala en la gestión del parque, cuyos beneficios se trasladarían a los inversores de las mismas, que podrían llegar a constituir ser una base muy amplia de ciudadanos.



Pregunta	Respuesta
<b>¿Qué impacto sobre el mercado de vivienda en alquiler?</b>	El mercado de vivienda en alquiler sería el gran beneficiado de esta transformación. Las viviendas liberadas por monetización no volverían, en principio, a la propiedad de los hogares, sino de SOCIMIS especializadas en aspectos previsionales que las ofertarían en alquiler. No serían las entidades financieras quienes las recibiesen, salvo en caso de ejecuciones hipotecarias, cuya ocurrencia puede limitarse fácilmente con una buena regulación. Las rentas de alquiler descenderían al ampliarse el mercado, permitiendo, a la vez, ganancias de eficiencia con la aparición de nuevos operadores profesionalizados y con la reducción de los costes de transacción. Incluso podría contemplarse la formación de parques municipales de vivienda social en alquiler.
<b>¿Qué impacto sobre la rentabilidad del ahorro?</b>	La liberación de millones de viviendas en el curso de una generación proporcionaría oportunidades de inversión a quienes desearan financiar con sus ahorros esta transformación generando rentabilidades que hoy no se ven salvo en los sectores más dinámicos de la economía y lejos de los vehículos más populares, como depósitos o imposiciones a plazo fijo.
<b>¿Cuál sería el impacto social de la monetización masiva de la vivienda?</b>	La sociedad asistiría a un portentoso cambio estructural. La cultura de la propiedad de vivienda (hoy por hoy inasequible para los jóvenes, sea en propiedad o en alquiler por la <i>main norte</i> que bloquea el parque) daría paso a una visión más racional de la acumulación de activos entre los hogares de toda condición y también de la cultura de la previsión. Una verdadera revolución del ahorro popular.
<b>¿Qué riesgos tiene una transformación como la que se propone?</b>	La transformación que se propone es igualmente un cambio conductual que no puede improvisarse sin incurrir en riesgos severos y, por lo tanto, el desarrollo del mercado de monetización previsional de la vivienda debe hacerse con cautela y sopesando los riesgos de una regulación/supervisión insuficiente o excesiva o, simplemente, errónea. La expresión “desamortización inmobiliaria” se utiliza conscientemente en esta recapitulación para evocar precisamente los riesgos de un proceso de cambio necesario, pero mal formulado, como sucedió con las desamortizaciones históricas del antiguo régimen en España y otros países. Un colapso del precio de la vivienda por culpa de los incentivos equivocados llevaría a muchos hogares a perder una parte importante de sus ahorros. A los jóvenes a tener que ayudar a sus padres. A muchos especuladores a adquirir las viviendas en subastas a precios muy reducidos destinándolas a usos incompatibles con el bienestar social. A muchos agentes del mercado a sufrir severas pérdidas. Liquidaría las ganancias de bienestar esperadas y puede que la paz social.

En resumen, la liberación de la vivienda al servicio de los intereses previsionales de sus propietarios, llegado el momento de su jubilación, provocaría una serie de cambios estructurales ante los que convendría prepararse en todos los planos, si es que este gran cambio cultural llegara a producirse. Las generaciones más jóvenes ya no podrían contar con recibir estos activos en herencia en la proporción actual. Deberían poder pasar al alquiler a precios sensiblemente menores, pues aumentaría la oferta de este tipo de viviendas. Deberían igualmente, constituir ahorros previsionales más eficientes que las viviendas, lo que capitalizaría fuertemente la economía, aumentando sus fuentes de productividad y mejora del empleo y los salarios reales. El sector inmobiliario se especializaría en la reconversión integral de un parque de viviendas que, en buena parte, no está adaptado a los estilos de vida del siglo XXI, alimentado, entre otros factores, por precios más realistas de los activos inmobiliarios y por una mayor rentabilidad de este tipo de inversión gracias a la expansión del mercado de viviendas en alquiler.

La sociedad española habría propiciado la emergencia, en solo una generación, de una forma radicalmente nueva de ahorrar para la jubilación al mismo tiempo que habría resuelto el problema de la insuficiencia de rentas de jubilación de las actuales generaciones sénior, carentes de buenas soluciones de previsión social complementaria, sin haber comprometido los recursos públicos ya dedicados a este importante programa del estado del bienestar.



# 6 Coda: las personas mayores y sus viviendas.

Una de las características más acusadas y visibles del colectivo de personas mayores es su abundante dotación de activos inmobiliarios. Lejos de ser esta una característica que, como es habitual, levanta las suspicacias de muchos analistas, que achacan a las personas mayores su “excesiva” acaparamiento de este tipo de activos, convendría ver esto como el resultado natural de una vida de ahorro esforzado, paciente y silencioso, en un marco de orientaciones políticas, fiscales y, de cultura social a favor de la acumulación de vivienda. Un verdadero canal de ahorro popular.

Muchos dirían, ¡menos mal! Es decir, se piensa también, incurriendo en un claro sesgo de confirmación, que, de no haberse fomentado este tipo de ahorro, la sociedad española no habría ahorrado nada. Nadie lo sabe, y creemos que es absurdo pensar de esta manera.

Lo cierto es que, con el ahorro inmobiliario existente, las personas sénior españolas tienen la oportunidad, el derecho y, casi, la obligación de proveer muy adecuadamente para su jubilación realizando un giro radical en el uso habitual de sus propiedades inmobiliarias que consiste en legarlas a sus descendientes. Toda una transformación. Si no fuera porque las soluciones que facilitarían esta gran transformación son, en la actualidad, insuficientes.

Una de las características más acusadas del colectivo sénior son sus abundantes activos inmobiliarios.

