

COSTO DE OPORTUNIDAD DE LA INVERSIÓN INMOBILIARIA EN EL CENTRO HISTÓRICO DEL PUERTO DE VERACRUZ, MÉXICO

Elena Moreno García

Resumen

El centro histórico del Puerto de Veracruz México sufre desde hace algunos años un proceso de deterioro y degradación. Para recuperarlo es indispensable que el sector público coordine un programa de revitalización que despierte el interés y la confianza del sector privado por invertir en bienes inmuebles de esta zona. Los inversionistas interesados en este tipo de proyectos tienen incentivos para esperarse y ver –*to wait and see*- la viabilidad de recuperación del área y esta posibilidad representa un costo de oportunidad para la inversión. Este documento tiene como objetivo calcular el costo de oportunidad de invertir en un bien inmueble del centro histórico de Veracruz para identificar si con este costo, adicional al gasto de inversión, conviene realizar la inversión ahora o esperarse un período para hacerla.

Abstract

The historic center of the City of Veracruz, Mexico, has been suffering continuous deterioration for several years now. In order to improve structural conditions in this area a revitalization program coordinated by the public sector is absolutely necessary. Such a program should be aimed at raising private interest and confidence so as to attract investment in real estate property. Potential investors will have incentives, giving them time enough to weigh the chances for this area to develop benefits; this possibility could be perceived as an investment opportunity cost. This paper aims to estimate the opportunity cost of investing in real estate property in the historic center of Veracruz. The convenience of making an investment of this kind now or some time in the near future will be determined by the amount included in the opportunity cost along with the investment expenditure.

Keywords: opportunity cost, irreversible investment, real estate property investment.

Introducción

La propuesta de revitalización de un centro histórico debe estar sustentada en un plan que contemple opciones de financiamiento acordes a las líneas estratégicas del plan. Este financiamiento que principalmente proviene de inversiones públicas y privadas debe aplicarse con la garantía de que previamente se ha realizado una adecuada y detallada estimación de los costos, beneficios y formas de recuperación de la inversión, pues a su vez, la seriedad y credibilidad del estudio ayudará a generar entre la población las expectativas de crecimiento y mejora que se requieren para estimular la participación del sector privado.

"En términos de la problemática de generación y gestión de recursos financieros, se reconoce la necesidad de promover una reactivación económica del territorio, que tenga sustentos reales y dinámicas propias, que permitan la recuperación de inversiones y sostenibilidad social en el tiempo (Mesías y Suárez, 2003)."

Se debe iniciar un círculo virtuoso que asegure la reactivación de la economía de la zona, incentivando la participación de los inversionistas públicos y privados, lo que tendrá como consecuencia un incremento en el ingreso promedio de la población no sólo porque aumentarán los ingresos de los actuales residentes sino porque llegará a vivir gente con mayor poder adquisitivo al centro.

La conservación del patrimonio histórico que existe en el centro, debe partir del reconocimiento de varios hechos (Zuleta y Jaramillo, 2003):

1. Los recursos en una sociedad son en general escasos.
2. En el caso del patrimonio cultural la existencia de fallas de mercado es la regla y no la excepción, es decir, los mercados en que se negocian bienes culturales o los servicios que son provistos por ellos no son eficientes en todos los casos, lo que dificulta que el mercado se encargue de conservar dichos bienes.

3. El patrimonio cultural puede caer en la categoría de bienes públicos y bienes meritorios, considerando que en los primeros, los mercados presentan fallas protuberantes o no existen, mientras que en los segundos a pesar que los mercados trabajan y están organizados, sus resultados no son satisfactorios desde algunos puntos de vista.
4. El Estado tiene el compromiso de conservar patrimonios que presentan la categoría de bienes públicos cuando las valoraciones sobre ellos les otorguen un alto valor cultural y social.
5. Una importante tarea del Estado es estimular la participación del sector privado en la tarea de conservación del patrimonio cultural, dadas las necesidades de recursos y la necesidad de reglamentar dicha participación como también la imposibilidad de que el Estado posea todas las especialidades y habilidades que se requieren para las tareas de conservación.

La inversión pública se ve incentivada por metas y objetivos políticos de las administraciones y por una mayor recaudación a futuro en la zona. La inversión privada en cambio se ve incentivada únicamente por un rendimiento esperado que siempre está en función del riesgo del proyecto. De esta forma, el sector público puede motivar la participación del sector privado en el rescate de un centro histórico incrementando el rendimiento esperado de su inversión y para lograrlo puede ayudar a aumentar sus ventas o reducir algunos de sus gastos, principalmente los fiscales.

Incrementar las ventas de las empresas no es un objetivo que el sector público pueda alcanzar de forma directa, aunque sí puede impulsar de manera indirecta a través de la inversión en proyectos de recuperación y rehabilitación de la zona y de la coinversión en proyectos detonadores que atraigan a consumidores potenciales. Reducir los gastos de las personas físicas y morales en cambio, es un objetivo que el gobierno puede lograr de forma directa e

inmediata a través de la implementación de incentivos fiscales¹ que reduzcan la carga impositiva y generen un ahorro fiscal que permita un mayor rendimiento y la más rápida recuperación de la inversión.

En el contexto de este tipo de proyectos es conveniente resaltar el comportamiento que puede presentar la inversión, pues a pesar de su importancia y del amplio tratamiento que se le ha dado en la literatura económica, los modelos econométricos en general han fallado al explicar y predecir los cambios en los gastos de inversión, pues la mayoría de ellos no ha considerado su carácter irreversible.

El gasto de inversión tiene en general dos importantes características (Pindyck, 1990):

- Su carácter irreversible, pues no es posible desinvertir o cambiar de industria en caso de que el rendimiento no sea el esperado, en ese sentido la inversión puede verse como un costo hundido.
- La posibilidad de posponerla para tener la oportunidad de esperar nueva información sobre costos, precios y otras condiciones de mercado antes de comprometer recursos.

Estas dos características invalidan el uso de la regla del valor presente neto para identificar la viabilidad de un proyecto tal y como la presenta la teoría, pues la posibilidad de retrasar la inversión debido a la incertidumbre que puede existir sobre el comportamiento futuros de costos, precios o tasas de interés representa un costo de oportunidad que debe sumarse al gasto de inversión. De esta forma, un proyecto debe ser aceptado cuando el valor presente de sus flujos de efectivo sea igual o mayor al gasto de inversión, siempre que éste incorpore el costo de oportunidad de invertir.

¹ Los incentivos fiscales pueden ser vistos como excepciones al régimen tributario general y se definen como aquellos que, reduciendo la carga tributaria de las personas, procuran modificar su comportamiento induciéndolas a invertir en determinados sectores o regiones.

Con base en lo anterior, se puede entender porque las políticas públicas diseñadas para estimular el gasto de inversión que no consideran el comportamiento de ésta en condiciones de incertidumbre no consiguen los resultados esperados, pues en estas circunstancias, la estabilidad y la credibilidad pueden ser mucho más importantes que un paquete de incentivos fiscales o una reducción en las tasas de interés.

El objetivo de este trabajo es identificar el costo de oportunidad de la inversión inmobiliaria en el centro histórico del Puerto de Veracruz, México considerando que está sujeta a incertidumbre y que existe la posibilidad de que los inversionistas prefieran esperar a recibir mayor información sobre la viabilidad de revitalización de esa zona antes de invertir en un bien inmueble.

Se identificará a partir de un análisis de dos períodos, el costo de oportunidad de invertir en un bien inmueble ubicado en el centro histórico de la ciudad de Veracruz considerando la posibilidad de que en el período siguiente esta zona inicie un proceso de revitalización que genere las expectativas necesarias para atraer la inversión pública y privada en proyectos turísticos, comerciales y de vivienda.

1. La Recuperación de los en Centros Históricos en el Mundo.

Los centros históricos de las ciudades representan patrimonios culturales que deben ser conservados para las generaciones futuras pues reflejan una identidad que no debe verse amenazada por el moderno mundo industrial.

La Organización de las Naciones Unidas para la Educación, la Ciencia y la Cultura (UNESCO) ha declarado patrimonio cultural a aquellos bienes considerados elementos manifiestos de una riqueza natural y cultural que pertenece a toda la humanidad. Los sitios del patrimonio mundial así como los monumentos, cumplen una función de hitos en el planeta, son símbolos de la toma de conciencia de los pueblos acerca del sentido de esos lugares y

emblemas de su apego a la propiedad colectiva, así como de la transmisión de ese patrimonio a las generaciones futuras.

En las últimas décadas ha surgido en el mundo un creciente interés por la conservación de los centros históricos de sus ciudades y muchos gobiernos nacionales y locales han emprendido ambiciosos programas de restauración y recuperación para lograrlo. En el camino para alcanzar este objetivo se ha identificado una limitación real del mercado para calibrar el valor de su patrimonio urbano que se ve reflejada en su incapacidad para asignar recursos a la conservación de edificios patrimoniales, lo que da como resultado, el deterioro y la eventual destrucción de estos inmuebles, sin embargo, hay principios que condicionan la actuación del gobierno sobre este problema y que guían la definición de prioridades y políticas: i) considerar el centro histórico como parte de la ciudad, a la vez en competencia y en complementariedad con otras partes; ii) recordar que como ciudad antigua, reconocida local e internacionalmente como patrimonio cultural, el centro histórico es un bien colectivo por lo que debe ser conservado y mantenido; iii) reconocer que el concepto de conservación del patrimonio debe insertarse en una política coherente de desarrollo económico y social (Flacso, 2003).

El valor que la comunidad le da a estas zonas no es suficiente estímulo para que la iniciativa privada de el primer paso en el proceso de recuperación de un centro histórico debido a que el valor de mercado de las propiedades recuperadas se verá afectado por el deterioro que sufre el resto y también porque el último inmueble en ser recuperado tendrá un valor de mercado mayor por pertenecer a una zona restaurada. Este conflicto de intereses da como resultado que el proyecto de recuperación no se llegue a concretar y que el centro histórico cada vez se deteriore más.

La filantropía privada que pudiera ser una opción está incluso muy limitada por su propia naturaleza que en la mayoría de los casos, requiere de que el donativo realizado sea expuesto públicamente. Este es el principal motivo por

el cual los filántropos de los centros históricos generalmente emprenden proyectos muy vistosos pero de limitado impacto que dependen de las preferencias del benefactor las cuales no necesariamente coinciden con las prioridades de la comunidad.

Debido a que el sector privado no tiene, por las razones antes mencionadas, incentivos reales para iniciar la inversión en la recuperación de los inmuebles del centro, los gobiernos deben procurar la intervención con alguna o varias de las siguientes estrategias:

- a. Puede comprar edificios para conservarlos y aprovecharlos con proyectos de beneficio social, sin embargo, esta estrategia por si misma no produce resultados sostenibles en relación a la dimensión de la tarea.
- b. Puede implementar regulaciones para prevenir la destrucción de los inmuebles patrimoniales por uso inadecuado. Aunque en muchos casos estas regulaciones han ayudado a preservar monumentos importantes dentro de las ciudades, la estrategia implica la transferencia del costo total de conservación a los dueños, a pesar de que los beneficios son compartidos con la comunidad.
- c. Puede invertir en la educación de la comunidad en relación al significado de la herencia patrimonial de su ciudad. Esta es una estrategia vital para la conservación del centro histórico sin embargo, sus efectos sólo se pueden observar en el largo plazo.
- d. Puede otorgar subsidios, desde la asesoría técnica hasta las transferencias directas de capital, y diseñar e implementar incentivos fiscales (totales o parciales) para motivar a los dueños o a los inversionistas en general a preservar los activos patrimoniales, compensándoles el costo en el que hubieran incurrido para lograrlo.

2. Los Centros Históricos en América Latina y el Caribe y la Implementación de Incentivos.

En América Latina y el Caribe se encuentran ciudades de distinto tamaño y localización que comparten problemas urbanos en los que destaca la presencia de amplios espacios centrales deteriorados o subutilizados. Estas áreas en general están bien dotadas de infraestructura pero contienen una gran cantidad de edificios de diversos grados de abandono o subutilización y terrenos vacíos. Este proceso de despoblamiento especialmente en términos de su función residencial detona un círculo vicioso toda vez que el abandono que sucede a la pérdida de la población se traduce en un incremento del deterioro y en la consiguiente disminución en el valor de las propiedades, lo cual facilita a su vez la instalación de otras actividades que por su naturaleza generan externalidades negativas que afectan al entorno y a la calidad de vida residencial.

El crecimiento económico de la posguerra, las nuevas tecnologías de comunicación y la gran disponibilidad de suelos edificables a bajo costo contribuyeron a la expansión horizontal de las ciudades y al desplazamiento y separación de las clases sociales. Especialmente los sectores de mayores posibilidades económicas abandonaron sus residencias en los centros tradicionales de las ciudades, los que empezaron a despoblarse y a transformarse (Cepal, 1997). Al mismo tiempo, nuevas opciones de financiamiento inmobiliario y flujos de inversiones en el sector de la vivienda e infraestructura implicaron una sustancial modificación en la estructura urbana de América Latina.

A causa de lo anterior, en los últimos cuarenta años las áreas centrales de las ciudades latinoamericanas se han ido degradando hasta transformarse muchas veces en áreas urbanas de más riesgo en términos de seguridad y situación social, mientras que paradójicamente, siguen siendo los sectores que ofrecen

mayores potencialidades en cuanto a la calidad y estructura del espacio urbano y la disponibilidad de edificios y servicios.

La fisonomía de los centros históricos de América Latina en donde este fenómeno se da con mayor intensidad ha sufrido cambios, no sólo por las alteraciones que pudieran haber sufrido los inmuebles existentes sino por el uso que se le da al espacio público, el cual durante la jornada laboral sirve de estacionamiento pero por la tarde se queda casi vacío generando en los transeúntes un incremento en su percepción de la inseguridad de la zona independientemente que ésta se sostenga o no en hechos delictivos reales (Carrasco, 2007). El incremento del número de vehículos y las carencias de lugares para estacionarse contribuye a aumentar este deterioro pues muchos propietarios prefieren demoler sus inmuebles a fin de hacerlos más rentables convirtiéndolos en estacionamientos públicos.

Paralelo a lo anterior, muchas de las antiguas residencias al migrar sus antiguos habitantes han sido alteradas para servir como soluciones habitacionales para segmentos más modestos, subdividiéndolas para ser arrendadas sin invertir para ello lo mínimo necesario para la conservación del inmueble.

El mal uso de activos urbanos con amplio potencial de desarrollo contrasta con la dinámica de crecimiento de las ciudades hacia la periferia. La recuperación de áreas urbanas centrales se presenta entonces como una gran oportunidad de desarrollo para ciudades de la región, sin embargo, el funcionamiento del mercado inmobiliario no promueve su pleno aprovechamiento (Rojas, 2006). Bajo estas condiciones se presenta un reto a la política pública de los gobiernos de la región.

Para los países latinoamericanos que representan en su mayoría economías débiles con gobiernos locales que carecen de los recursos necesarios para emprender el rescate de una zona deprimida, el diseño e implementación de

incentivos fiscales se convierten en una condición necesaria aunque a veces insuficiente para inducir al sector privado a invertir en sus centros históricos.

Este tipo de incentivos han sido puestos en marcha en los últimos años con algunas limitaciones pues en muchos países de la región las tasas impositivas son bajas lo cual reduce el valor de los incentivos vinculados a exenciones fiscales. En muchos otros casos no existe una eficiente recaudación fiscal o las penas por evasión fiscal no son significativas. Otra limitación es que esta estrategia sólo aplica para la recuperación de edificios privados y no tiene efecto sobre el gran porcentaje de edificios públicos y religiosos que usualmente están exentos del pago de impuestos.

En general, se puede afirmar que los incentivos fiscales juegan un papel importante para la protección de los bienes patrimoniales aunque insuficiente. Resulta conveniente como mínimo mejorar el régimen tributario de las ayudas percibidas para su conservación y restauración, así como disminuir el gravamen derivado de la mera titularidad de dichos bienes. Es importante también que los gobiernos analicen el costo – beneficio de la aplicación de este tipo de incentivos y que consideren que su vigencia debe estar diseñada para un mediano plazo, el suficiente para echar a andar los incentivos económicos reales que garanticen la viabilidad de proyecto en el largo plazo.

Los casos que se pueden considerar exitosos en la recuperación de centros históricos de algunas capitales de América Latina: Quito Ecuador, Lima Perú, Santiago de Chile y México Distrito Federal, son resultado de la aplicación de una estrategia integral que incluye un programa de estímulos fiscales, aunque la base de su éxito radica en un enlace fundamental realizado entre inversionistas, la comunidad y el gobierno, necesario para generar las expectativas que se requieren para que cada quien se vea incentivado a participar.

3. La Recuperación del Centro Histórico de la Ciudad y Puerto de Veracruz.

En el mes de septiembre del 2005 se publicó el decreto por el que se otorgan estímulos fiscales para el rescate de las zonas de monumentos históricos de las ciudades de Mérida, Yucatán; Morelia, Michoacán y la ciudad y puerto de Veracruz, Veracruz. Estos estímulos tienen el propósito de incentivar la restauración y rehabilitación de los bienes inmuebles ubicados en los centros históricos de estas ciudades.

Los estímulos están enfocados a generar incentivos para que a la población le resulte atractivo restaurar, comprar o vender bienes inmuebles de esa zona, siempre y cuando esto último se haga con el fin de que el nuevo dueño adquiera el inmueble para restaurarlo.

Los estímulos fiscales se proponen incentivar:

- a. La compra de bienes inmuebles considerando que "...forma parte de la inversión el valor de la adquisición de la construcción, excluyendo el valor del terreno", al otorgar la posibilidad a los contribuyentes de deducir en forma inmediata y hasta por el cien por ciento las inversiones que efectúen en estos inmuebles.
- b. Las reparaciones y adaptaciones a dichos bienes, que impliquen adiciones o mejoras al activo fijo. En este caso, el contribuyente también podrá deducir de forma inmediata y hasta por el cien por ciento el gasto que haga en reparaciones.
- c. La venta de bienes inmuebles, cuando éstos sean objeto de restauración o rehabilitación por la persona que los adquiere dentro de los dos años siguientes a la fecha de su adquisición. En este caso, el vendedor podrá considerar que "...el costo comprobado de adquisición actualizado del bien inmueble, después de efectuar las deducciones señaladas en la Ley del Impuesto sobre la Renta, será cuando menos el equivalente al 40% del monto de la enajenación de que se trate".

- d. El decreto también contempla el otorgamiento de un estímulo fiscal en el impuesto al activo por las obras de restauración o rehabilitación en bienes inmuebles ubicados en los perímetros que establece el decreto, sin embargo, el impuesto al activo quedó derogado en la última reforma fiscal que aplicó a partir de enero del 2008 y que introdujo el Impuesto Empresarial a Tasa Única (IETU).

Estas tres ciudades de la provincia mexicana han asumido el propósito de conservar sus centros históricos como núcleos urbanos polifuncionales en óptimas condiciones para las actividades turísticas, culturales y habitacionales, que los mantengan vivos y que les permitan preservar para futuras generaciones el patrimonio histórico que albergan.

Los incentivos fiscales se decretaron para motivar la participación de la iniciativa privada, necesaria para recuperar los centros históricos de las ciudades ya que los gobiernos por si solos no pueden financiar todo el proceso de revitalización de estas zonas centrales.

En el caso específico de la Ciudad y Puerto de Veracruz, la experiencia ha demostrado que los incentivos fiscales no han sido por si mismos suficientes para atraer la inversión de los particulares al centro, pues a tres años de vigencia del decreto, no ha habido incremento en la compra, venta, reparación y rehabilitación de los inmuebles de estas zonas.

Las razones que se presentan para argumentar la débil respuesta de la iniciativa privada a los estímulos fiscales federales y que actualmente condicionan la situación del mercado inmobiliario son:

1. Los estímulos fiscales no garantizan al comercio y al servicio una rentabilidad equivalente a la que podrían obtener en otras zonas de mayor desarrollo de la ciudad pues a pesar de que el gasto fiscal puede ser menor, por la deducción al 100% y de forma inmediata que se puede hacer de las inversiones realizadas en el centro, éste no

compensa el menor nivel de ingresos debido a que en el centro no sólo hay menos consumidores potenciales con respecto a los que se encuentran en los nuevos desarrollos de la ciudad sino que además tienen un menor poder adquisitivo. La posibilidad de atraer a consumidores con mayor poder económico se reduce por el problema del tráfico vehicular y estacionamiento que es creciente en esta zona y que provoca que la gente evite visitar el centro.

2. Para la iniciativa privada no existen expectativas reales de que se pueda revertir la tendencia de deterioro y abandono que sufre el centro, lo cual incrementa el riesgo de su inversión en esa zona. Una de las razones que generan esta expectativa es la lógica de que el éxito del proyecto requiere que el gobierno municipal invierta en el proceso de recuperación del centro, y que la recuperación del centro histórico es un proyecto de largo plazo y el largo plazo no es alternativa para las administraciones públicas que tienen períodos de tres años de gobierno, durante los cuales requieren alcanzar resultados que les permitan conservar el voto de la ciudadanía.
3. Los trámites que se requieren para construir y remodelar un inmueble en el centro histórico se llevan más tiempo que en otras partes de la ciudad principalmente por la regulación que mantiene el Instituto Nacional de Antropología e Historia sobre los inmuebles considerados de valor patrimonial. A esta condición se le suma el hecho de que el mantenimiento de los edificios en el centro puede llegar a ser más costoso que en otras zonas por el tipo de materiales con los que están contruidos.
4. La última reforma fiscal aprobada en 2007 y que entró en vigor a partir de enero de 2008, implementó el impuesto empresarial de tasa única IETU para todas las personas físicas o morales. Debido a que los estímulos fiscales fueron decretados antes de la aprobación de esta ley, ofrecen deducciones a la base gravable del impuesto sobre la renta ISR pero no la del IETU. Éste impuesto obliga a las personas físicas y morales a pagarlo por los ingresos que obtengan por la enajenación de

bienes, prestación de servicios independientes, y por el otorgamiento del uso o goce temporal de bienes y se calcula aplicando la tasa del 16.5% para el ejercicio del 2008, del 17% para el ejercicio del 2009 y del 17.5% para el ejercicio del 2010 y subsecuentes, a la cantidad que resulte de disminuir la totalidad de los ingresos percibidos por las actividades antes descritas menos las deducciones autorizadas por la ley en el artículo 5, capítulo II "De las Deducciones" de la Ley del Impuesto Empresarial a Tasa Única.

4. El Carácter Irreversible de la Inversión y los Efectos de la Incertidumbre

La irreversibilidad de la inversión debilita el fundamento teórico de los modelos de inversión neoclásica e invalida la regla del valor presente neto al hacerla muy sensible al timing. Ante este comportamiento, la política macroeconómica que tenga como objetivo incrementar la inversión debe considerar que la estabilidad y la credibilidad pueden llegar a ser para los inversionistas más importantes que un paquete de incentivos fiscales o el nivel de la tasa de interés.

Tal y como lo presenta Pindyck (1990), bajo estas características la oportunidad de invertir en determinado proyecto puede verse como una opción de compra², es decir, un inversionista en parte evalúa la posibilidad de invertir en función del valor futuro de los activos que adquirirá, si los activos incrementan su valor, el rendimiento de la inversión se incrementará y el inversionista se verá incentivado a ejercer su opción. Si los activos reducen su valor, no habrá incentivos para invertir y sólo se habrá perdido el gasto realizado para adquirir la oportunidad de inversión.

2 Una opción de compra "call option" es un contrato financiero entre dos partes. El comprador de la opción adquiere el derecho pero no la obligación de comprar una cantidad acordada de un commodity o un instrumento financiero al vendedor de la opción, en un plazo determinado y a cierto precio.

Al realizar la inversión, se pierde el valor de la opción de invertir y esto debería incluirse como parte del costo del proyecto. Por este motivo, el valor presente neto del proyecto debe ser mayor que la inversión por un monto igual al costo de oportunidad de invertir. Este costo de oportunidad es altamente sensible a la incertidumbre sobre el valor futuro del proyecto, de esta manera, los cambios en las condiciones económicas que afectan la percepción del riesgo sobre futuros flujos de efectivo pueden tener un impacto incluso mayor que un cambio en las tasas de interés.

Se debe introducir el costo de oportunidad en el cálculo del valor presente neto cuando la inversión es irreversible y cuando es posible retrasar la decisión de invertir. Estas dos características están presentes –con diferente intensidad- en los proyectos de inversión inmobiliaria en un centro histórico.

Adquirir un bien inmueble es de cierta manera reversible, pues deshacerse de él conlleva costos relacionados con el tiempo que tarda en venderse, que siempre es mayor en estas zonas deprimidas o en recuperación que en otras de mayor desarrollo en la ciudad así como el pago de comisiones y gastos notariales. Aun así, suelen ser inversiones más fáciles de revertir que la inversión que pudiera hacerse en algún sector productivo y que conlleva la adquisición de maquinaria, software, contratación de personal, pago de licencias, etc...

La posibilidad de retrasar la inversión es en cambio una característica evidente y siempre presente cuando se trata de adquirir un inmueble en el centro histórico, ya sea para darle uso de casa habitación o para instalar un local comercial o de servicios. La falta de información sobre el interés que despierta en otros inversionistas la posibilidad de recuperación de esta zona y las pocas garantías que da el gobierno municipal sobre la implementación de un proyecto de recuperación de largo plazo son razones suficientes para preferir esperar para tener mayor certidumbre sobre el proceso que se va a seguir antes de invertir en un inmueble que no sólo no va a ver incrementado su valor, sino

que corre el riesgo de disminuirlo de continuar la tendencia de deterioro del área central en la que se encuentra.

5. El Costo de Oportunidad de Invertir en Bienes Inmuebles del Centro Histórico de la Ciudad de Veracruz.

Para calcular el costo de oportunidad de invertir en un bien inmueble del centro histórico de Veracruz se realiza un análisis simple de dos periodos a partir de los siguientes supuestos:

1. Se invierten diez millones de pesos, que al tipo de cambio actual de \$10.48 pesos por dólar (www.elfinanciero.com.mx 05/09/2008) es equivalente a \$954,198.47 USD, en un edificio que funcionará como un pequeño hotel de 24 habitaciones. Dadas las condiciones actuales del mercado hotelero en el centro histórico de Veracruz se supone que el hotel registra ventas equivalentes a un 60% de su capacidad instalada.
2. Existe la posibilidad de realizar la inversión en este período o un período después, sin embargo, el valor presente neto de la inversión puede variar de un período a otro en función de la expectativa de éxito del proyecto de recuperación del centro histórico.
3. El éxito del proyecto de revitalización del centro histórico depende de que el sector público destine recursos para el proyecto y de que se generen las expectativas necesarias para que el sector privado invierta en esta zona. En buena parte, estas expectativas están en función de la obtención de recursos (que pudieran provenir principalmente de un préstamo del Banco Interamericano de Desarrollo y/o de fondos que destine el Gobierno del Estado) para financiar los proyectos detonadores descritos en el Programa de Ordenamiento.
4. Se otorga la misma probabilidad a las dos alternativas: a) que el centro histórico siga la misma tendencia de deterioro que ha presentado hasta ahora o b) que se inicie un proyecto de recuperación de la zona que

genere las expectativas requeridas para atraer a la inversión pública y privada en proyectos de turismo, comercio y casa habitación.

5. Se supone que en caso de iniciarse la recuperación de la zona, la puesta en marcha de los proyectos detonadores atraerían gradualmente a más turistas por lo que, las ventas del hotel se podrían incrementar un 8% de su capacidad instalada y las tarifas hasta en un 24%³.
6. Los flujos de efectivo son crecientes a partir de una tasa de inflación del 5.11% anual⁴ y para descontarlos, se emplea una tasa del 11% anual⁵, equivalente al rendimiento esperado en un portafolio que estuviera formado en un 80% por títulos de deuda y en un 20% por capital variable.

Bajo estos supuestos, se obtiene el VPN del proyecto de inversión del hotel en los dos períodos, el actual y el siguiente, considerando que un período después se invierte únicamente si se ha puesto en marcha el proyecto de revitalización del centro histórico, con lo que se podría garantizar que la rentabilidad de la inversión en esta zona llegue a ser tan atractiva como la que se pudiera obtener en una zona de mayor desarrollo de la ciudad. Si no se inicia el proyecto de revitalización de la zona no se invierte en el siguiente período.

Considerando las tasas de inflación y de descuento de la inversión, las tarifas y el porcentaje de ocupación del hotel, así como el incremento que ambas tendrían a partir de la puesta en marcha de proyectos detonadores en la zona, se obtiene un VPN de la inversión para el período actual de⁶:

³ Los precios promedio por noche en una habitación sencilla en los hoteles –categoría 3 y 4 estrellas- de esta zona de la ciudad son de \$55 USD, a diferencia de las tarifas de los hoteles –de la misma categoría- que se encuentran en áreas de mayor desarrollo de la zona conurbada Veracruz – Boca del Río que son en promedio de \$80 USD por noche, con estos datos y los supuestos establecidos se proyectaron los estados de resultados que en caso de requerirse pueden ser solicitados a la autora. Los porcentajes de ocupación se establecen a partir de la información obtenida en entrevista con los hoteleros de la zona.

⁴ Inflación anual (jul 2007 – jul 2008), “Principales Indicadores”, Banco de México: <http://www.banxico.org.mx/portalesEspecializados/inflacion/indicadores.html>

⁵ Dato proporcionado por el Grupo GBM S.A. de C.V. Sociedad Operadora de Sociedades de Inversión el 5 de septiembre de 2008 dado que la volatilidad en México del mercado accionario actualmente es de un 25% mientras que el mercado de bonos esta actualmente en niveles de un 8% anual.

⁶ El paquete de incentivos fiscales para el centro histórico de Veracruz y la implementación del Impuesto Empresarial de Tasa Única (IETU) a partir de enero del 2008, generan diferentes flujos de efectivo de un año a otro, por este motivo, para el cálculo del VPN se consideran los flujos de los primeros diez años de vida del proyecto que representan el número máximo de años en los que se puede amortizar la inversión.

$$VPN = -10,000,000 + \sum_{t=0}^{10} \frac{FE}{1.11^t} = -10,000,000 + 10,156,135.57 = \$156,135.57$$

Bajo la regla tradicional del VPN la inversión debería llevarse a cabo porque la suma del valor presente de los flujos de efectivo es mayor al monto de inversión. Sin embargo, este cálculo ignora el costo de oportunidad de invertir ahora o esperar y mantener abierta la posibilidad de invertir si el proyecto de revitalización se lleva a cabo, o no hacerlo si no se echa a andar. Para identificar este costo de oportunidad, se calcula el VPN del proyecto asumiendo que se espera un año y se invierte sólo si se han iniciado los proyectos detonadores de la zona, de tal forma que las tarifas del hotel se incrementen un 24% y el porcentaje de ocupación llegue hasta el 65% de la capacidad instalada, en este caso, el VPN para el período siguiente sería:

$$VPN = \left(\frac{1}{2}\right) \left[\frac{-10,000,000 + \left(\sum_{t=1}^{11} \frac{FE}{1.11^t}\right)}{1.11} \right] = \left(\frac{1}{2}\right) \left(\frac{1,325,076.22}{1.11} \right) = \$596,881.17$$

La *flexibilidad* que existe entre invertir hoy o invertir en el siguiente periodo es el costo de oportunidad de invertir y es igual a la diferencia entre los dos VPN: VPN de invertir en el período siguiente si se inicia la recuperación del Centro Histórico – VPN de invertir hoy = 596,881.17 - 156,135.57 = \$440,745.60

Conclusiones

Si no existiera la posibilidad de esperar un período para confirmar la puesta en marcha del proyecto de revitalización del centro histórico y se tuviera que tomar la decisión de invertir al día de hoy o no invertir nunca, la decisión correcta sería invertir, pues el VPN del proyecto arrojó un resultado positivo.

De acuerdo a Pindyck (Op. Cit.), se requieren dos cosas para introducir el concepto de costo de oportunidad en el cálculo del valor presente neto de una inversión: que la inversión sea irreversible y que exista la posibilidad de invertir en el futuro como alternativa a invertir el día de hoy.

La inversión inmobiliaria no es del todo irreversible, pues a diferencia de la inversión que se hace en maquinaria por ejemplo, un inmueble puede venderse con relativa facilidad después de haberse adquirido. Sin embargo, cuando el objetivo de adquirir un inmueble es transformarlo para que pueda operar como un hotel, un centro comercial, un cine, etc... se incurren también en costos hundidos y por las características específicas que adquiere, es más difícil su comercialización en caso de que el proyecto fracase. Además, la facilidad para revertir la inversión en un inmueble es menor en una zona deprimida como el centro histórico y se incrementa en zonas de mayor desarrollo de la ciudad.

Además, la inversión en el centro histórico de Veracruz en función del deterioro y despoblamiento que presenta y la incertidumbre sobre la viabilidad de un programa de ordenamiento que pudiera volverlo mucho más atractivo para las actividades turísticas, comerciales y de vivienda, tiene una fuerte tendencia a "esperar y ver", esta es la razón por la que el cálculo del valor presente neto de la inversión en un bien inmueble de la zona debe introducir el costo de oportunidad de la inversión para el proyecto descrito, que a partir del cálculo realizado en la sección anterior equivale a \$440,745.60

Existiendo la alternativa de esperar un período para realizar la inversión si las condiciones mejoran en el centro histórico de Veracruz, el VPN del proyecto sería el siguiente:

$$VPN = -(10,000,000 + 440,745.60) + \sum_{t=0}^{10} \frac{FE}{1.11^t} = -10,440,745.60 + 10,156,135.57 = -\$284,610.06$$

Es decir, ante la posibilidad de esperar un período para invertir surge la necesidad de introducir el concepto de costo de oportunidad para hacer un cálculo más exacto del VPN del proyecto, en este caso la decisión sería no realizar la inversión ahora y *esperar a ver* si es viable el proyecto de revitalización del centro histórico en el siguiente período y hasta entonces invertir, pues el resultado que arroja el cálculo del valor presente neto si se realizara la inversión en el período actual es negativo, igual a -\$284,610.06.

Bibliografía y Referencias

Carrasco Pérez Gustavo (2007), "Santiago de Chile: Propuesta para la Revitalización y Recuperación de un Centro Urbano. Documento de Trabajo SIRCHAL 2.2
http://www.uchilefau.cl/institutos/invi/extension/pdfs/07-11-29_carrasco_santiago.pdf

Cepal 1997, "Reflexiones sobre la Implementación de una Política Municipal de Recuperación Urbana" Documento preparado por Francesco Lanzafame, experto asociado en el marco del proyecto: Gestión Urbana en las Ciudades Intermedias Seleccionadas en América Latina y el Caribe.

Flacso (2003) La Rehabilitación de la Vivienda Popular y del Patrimonio en los Centros Históricos de Puebla (México) y de Puerto-Príncipe (Haití)", Ed. Bernadette Blanc, Marie Lessard y Paula Negrón Poblete, 1ª. Edición, San José, Costa Rica.

Mesías, R. y A. Suárez (coordinadores, 2003), "Los Centros Vivos – La Habana, Lima, México, Montevideo - Alternativas de hábitat en los Centros Antiguos de las ciudades de América Latina", Charo Guerra, La Habana-Ciudad de México.

Pindyck, Robert (1990), "Irreversibility, Uncertainty and Investment", NBER Working Paper no. 3307.

Rojas, Eduardo (2006), "Volver al Centro. La Recuperación de Áreas Urbanas Centrales", Banco Interamericano de Desarrollo.

Zuleta J. Luis Alberto y Lino Jaramillo, "Impacto Económico del Patrimonio del Centro Histórico de Bogotá D.C." Estudio para el Convenio Andrés Bello y la Corporación La Candelaria, Bogotá Colombia, 2003.

Programa de Ordenamiento, Mejoramiento y Revitalización del Centro Histórico de Veracruz (2006)

Banco de México, www.banxico.org.mx/indicadores