



Centro de Estudios Inmobiliarios
ESE Business School – Universidad de los Andes

Estudios Nro. 2

The Rate of Return on Everything 1870-2015

Santiago Truffa

Junio 2019

Resumen: ¿Cuál es la tasa real de retorno de diversos activos en la economía? Esta es una pregunta muy relevante, ya que conocer esta tasa de retorno informa aspectos fundamentales en debates como el aumento en la desigualdad y el estancamiento secular (cuando a la economía tiene un déficit de demanda de largo plazo) o el premio por riesgo, por nombrar sólo algunos. Este trabajo, toma el estudio publicado por Jordà y coautores (Jordà *et. al.*, 2019) y destaca algunos de sus resultados, un descubrimiento desconcertante, fue que los retornos de activos de vivienda fueran similares a los retornos del capital, pero presentando una menor volatilidad.

Para entender la evolución de la desigualdad, según Pikety 2014, resulta fundamental entender la diferencia entre el retorno de los activos reales (“r”), y las tasas de crecimiento de la economía (“g”). Esto porque si los activos reales crecen más rápido que la economía (y por ende los salarios), luego quienes inicialmente concentraban la riqueza, verán dicha riqueza crecer a una tasa mayor que lo que pueden crecer los salarios.

Después de la última crisis financiera, destacados economistas han buscado reavivar la hipótesis de estancamiento secular. Históricamente, una economía en auge con un bajo desempleo y un alto crecimiento, genera inflación en los salarios y en los productos. Sin embargo, una economía que se enfrenta al estancamiento secular se comporta como si estuviera operando por debajo de su capacidad, incluso cuando la economía parece estar en auge; la inflación no aparece. El ahorro de los hogares supera la inversión de las empresas, que en una economía saludable causaría una caída en las tasas de interés, estimulando el gasto y la inversión, lo que hace que ambas se equilibren. Sin embargo, una economía que enfrenta un estancamiento secular puede requerir una tasa de interés inferior a cero para equilibrar los ahorros y la inversión. El excedente de ahorros sobre la inversión puede generar una apreciación del precio en activos financieros o inmobiliarios. ¿Qué dice la evidencia respecto a estas interrogantes?

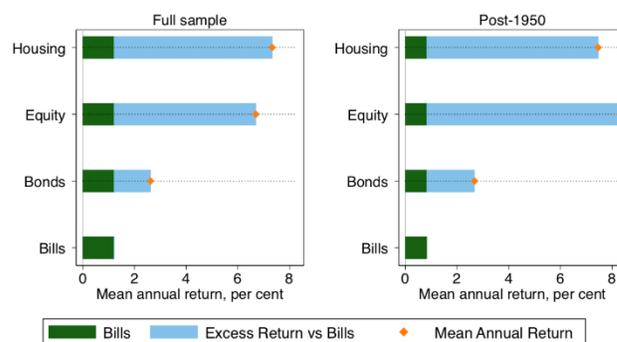
El trabajo de Jordà y coautores puede dar respuestas a algunas de estas preguntas (Jordà *et al.*, 2019). Calculan las rentabilidades de vivienda, acciones, bonos de gobierno y deuda de corto plazo, para las 16 economías más avanzadas a partir de 1870 y hasta 2015.

Juntando una base de datos de precios de viviendas, y de precios de arriendos, los autores calculan las tasas de retorno totales desglosados en ingresos por rentas (arriendos) y ganancias de capital (cambios de precios) para viviendas.

Los autores encuentran primero que todo, que la tasa de retorno de los activos inmobiliarios

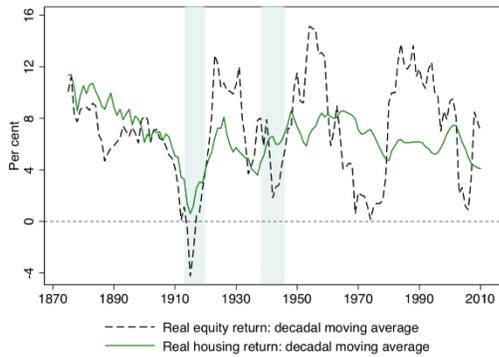
residenciales y las acciones han mostrado ganancias totales reales muy similares y altas, en promedio alrededor del 7% por año (ver Figura 1). En general, los retornos de la vivienda son similares a los retornos de capital, pero mucho menos volátiles, lo que resulta desconcertante (ver Figura 2). Esto se explicaría ya que si bien las ganancias de capital a largo plazo en la vivienda son relativamente bajas, alrededor del 1% por año en términos reales, y menor que las ganancias de capital en el mercado de valores, el componente de retorno por rentas o arriendo es considerablemente más alto y más estable que el retorno de dividendos de las acciones, por lo que los retornos totales son de una magnitud comparable. La baja covarianza entre el retorno de las acciones y las viviendas, revela que podría haber importantes ganancias agregadas de diversificación por la tenencia de las dos clases de activos.

Figura 1: Retorno promedio anual, por tipo de activo



Fuente: (Jordà *et al.* 2019)

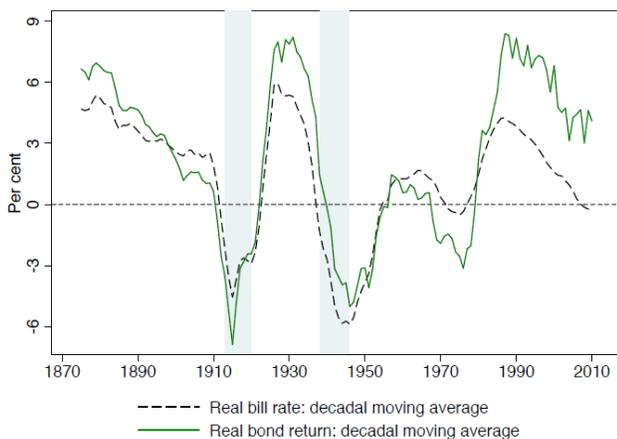
Figura 2. Retorno real Acciones vs Rentas Inmobiliarias (EEUU)



Fuente: (Jordà *et al.* 2019)

En segundo lugar, el rendimiento real de activos más seguros, como bonos y la deuda de corto plazo, ha sido muy volátil a largo plazo, más de lo que uno podría esperar. Los rendimientos de activos más seguros han sido bajos en promedio en la muestra completa, cayendo en el rango de 1% a 3% para la mayoría de los países (ver Figura 3). La combinación de bajos rendimientos y alta volatilidad ha ofrecido una compensación de riesgo-retorno relativamente pobre para los inversionistas, pero por otro lado, estos bajos rendimientos también han aliviado la presión sobre las finanzas de los gobiernos.

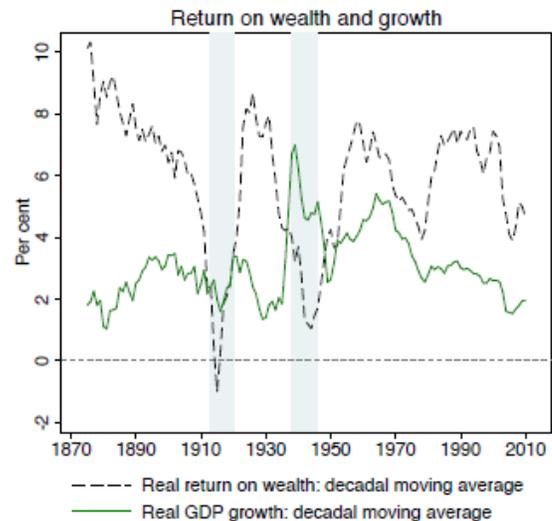
Figura 3. Retornos de deuda de corto plazo y bonos de gobierno



Fuente: (Jordà *et al.* 2019)

Los autores encuentran, siguiendo la notación de Pikety 2014, que " $r \gg g$ " es válido para más países, más años y más dramáticamente (ver Figura 4). De hecho, las únicas excepciones a esa regla ocurren en los años en o cerca de la guerra. En tiempos de paz, " r " siempre ha sido mucho mayor que " g ". En el período anterior a la Segunda Guerra Mundial, esta brecha fue en promedio del 5% (excluyendo la Primera Guerra Mundial). A partir de hoy, esta brecha sigue siendo bastante grande, alrededor de 3% a 4%, aunque se redujo a 2% en la década de 1970 antes de ampliarse en los años previos a la crisis financiera mundial. Estos resultados explicarían en parte el aumento en la desigualdad que economías desarrolladas han experimentado en los últimos años.

Figura 4. Retornos de activos reales y retorno de la economía



Fuente: (Jordà *et al.* 2019)

El estancamiento secular por su parte, se asocia con bajas tasas de retorno, impulsadas por un exceso de ahorros o una falta general de voluntad para pedir prestado e invertir. En este sentido, los autores encuentran que el retorno de activos seguros cayó bruscamente durante la década de 1930, cuando Hansen (1939) propuso originalmente la hipótesis del estancamiento secular. Esa época también coincidió con una crisis demográfica y fue precedida por un gran

aumento en la desigualdad de ingresos en el período previo a la Gran Depresión. El retorno de activos seguros ha estado cayendo nuevamente desde mediados de la década de 1980 como muchos lo han notado. Comprensiblemente, esto ha llevado a algunos observadores a sugerir que las economías avanzadas están nuevamente en peligro de entrar en un estancamiento secular. Pero la imagen cambia radicalmente cuando consideramos la tendencia en los retornos de activos riesgosos además de los retornos de activos más seguros. A diferencia de los retornos seguros, los retornos riesgosos se han mantenido altos y en general estables durante la mayor parte de los últimos 100 años, y muestran pocas señales de un declive secular. A pesar de que el rendimiento de los activos más seguros ha disminuido recientemente, como lo hizo al inicio de la muestra, permanece cerca de su promedio histórico. Estas dos observaciones ponen en duda la validez de la teoría del estancamiento secular.

En resumen, este trabajo ofrece una investigación de la larga historia de los retornos de los principales activos reales en las principales economías desarrolladas aportando nuevos hechos estilizados y documentando rigurosamente muchos patrones amplios que han estimulado tanta investigación en áreas centrales de la economía y las finanzas en los últimos dos siglos. Los retornos de los activos riesgosos han sido altos y estables en los últimos 150 años, existiendo importantes oportunidades de diversificación entre clases de activos riesgosos. Podría decirse que el resultado más sorprendente de este estudio es que los rendimientos a largo plazo de la vivienda y los retornos accionarios parecen muy similares. Sin embargo, si bien los rendimientos son comparables, los bienes raíces residenciales son menos volátiles a nivel nacional, abriendo nuevos e interesantes rompecabezas a la hora de entender las primas por riesgo que gobiernan este mercado.

Jordà, Ò., Knoll, K., Kuvshinov, D., Schularick, M., & Taylor, A. M. (2017). *The rate of return on everything, 1870–2015* (No. w24112). National Bureau of Economic Research.,

Todos los derechos reservados. Prohibida cualquier reproducción total o parcial sin autorización escrita del ESE Business School.

Contacto:

Santiago Truffa (struffa.ese@uandes.cl)

Veronica Niklitschek (yniklitschek.ese@uandes.cl)

José Miguel Simian (jsimian@uandes.cl)

Centro de Estudios Inmobiliarios
ESE Business School
Universidad de los Andes

www.ese.cl

Av. Plaza 1905 (San Carlos de Apoquindo)
Santiago – Chile

Tel. +56 226181550

