

La evolución de la riqueza en España

Miguel Artola Blanco

Universidad Carlos III de Madrid

Trabajo en coautoría con **Luis E. Bauluz** y **Clara
Martínez-Toledano**

Paris School of Economics

Introducción

La riqueza ha sido una gran desconocida en la historia de España.

Su evolución y distribución tiene enormes implicaciones para entender el desarrollo económico y el bienestar en nuestro país.

En esta presentación se expondrán los principales resultados nivel y composición de la riqueza (1900-2014)

Índice

1. Conceptos y metodología

2. La riqueza en el largo plazo

3. Una vision comparada

4. El boom inmobiliario y el shock demográfico

Conceptos

Piketty y Zucman (2014) proponen dos definiciones:

- Riqueza nacional a precios de mercado

$$W^n = W^p \text{ (hogares)} + W^g \text{ (AAPP)}$$

- Riqueza nacional al valor contable

$$W^b = AN \text{ (activos no financieros)} + NFAP \text{ (riqueza neta con el exterior)}$$

Ambas definiciones convergen si el patrimonio neto de las sociedades según su valor de mercado y contable coinciden (Tobin $Q = 1$)

Otras definiciones de riqueza

Esta perspectiva de la riqueza es más restringida que la propuesta por Naciones Unidas (2014):

- Capital natural: Activos de subsuelo, bosques, tierra agrícola
- Capital producido: Inmuebles, infraestructuras, etc.
- Capital humano: Educación y bienestar físico

Ventaja: Mide la contribución de estos tres factores al bienestar social, poniendo especial énfasis en el agotamiento de los recursos y el crecimiento sostenible.

Desventaja: El stock de capital humano resulta más difícil de valorar que otros activos. Además, existe una diferencia sustancial en los derechos de propiedad.

Estado de la cuestión

El estudio de la riqueza en España ha seguido dos vías

- Riqueza al valor de mercado
 - No hay estimación oficial. El Banco de España ha elaborado Cuentas Financieras (activos/pasivos), por sector institucional, desde 1970.
 - Naredo, Carpintero y Marcos (2008); Piketty y Zucman (2014) incorporan el valor de activos no financieros para el periodo 1987-2010.
 - Existen problemas de medición, especialmente en la vivienda.
- Riqueza al valor contable
 - Método del inventario permanente (PIM). Acumulación de capital en función de la FBCF, neto de depreciación.
 - Universidad de Deusto (1967), Cubel y Palafox (1997), Mas et al. (2015), Prados de la Escosura y Rosés (2010) han desarrollado distintas estimaciones durante el periodo 1850-2010
 - Salvo Deusto (1967), ningún trabajo incorpora el valor de los activos no producidos (tierra agrícola, suelo urbano, activos del subsuelo)

Una nueva aproximación

Cálculo de la riqueza de España con tres estimaciones distintas

1) Riqueza al valor contable (1900-2014)

(+) Superficie agraria (hectáreas por clase cultivo * precios)

(+) Activos de subsuelo (capitalización de la renta de los recursos naturales en las actividades extractivas)

(+) Capital fijos (inmuebles residenciales, otras edificaciones, infraestructuras y maquinaria) y existencias, según el método del inventario permanente (PIM)

(+) Además, vivienda (inmueble+suelo) a precios de mercado (número de vivienda * precios medios por provincia / m²). El valor del suelo se obtiene como residuo al restar el stock de capital de los inmuebles residenciales.

(+) Se imputa el valor del suelo de edificios no residenciales.

(+) Se añade la posición neta internacional al acumular el saldo por cuenta corriente (1900-1970) y por estimación directa (1970-2014)

Una nueva aproximación

2) Riqueza al valor de mercado I (1900-2014)

(+) Activos no financieros de los hogares. Una proporción (variable, pero muy elevada) de la tierra agrícola y de la vivienda. Se añaden los activos empresariales: agrícolas (ganado, utillaje) y no agrícolas.

(+) Activos financieros de los hogares. Valor de efectivo, depósitos, acciones, bonos, etc., descontando la posición de otros sectores (bancos, sociedades, AAPP, etc.). Incluimos un cálculo indirecto de la riqueza en paraísos fiscales basado en datos fiscales (modelo 720) y Zucman (2013)

(-) Pasivos financieros de los hogares. Fundamentalmente el crédito hipotecario.

(+) Activos de las AAPP. Capital público según Mas *et al.* (2015), montes públicos y participaciones accionariales (INI, RENFE, etc.)

(-) Pasivos financieros de las AAPP. Deuda pública del Estado y autoridades locales.

Una nueva aproximación

3) Riqueza al valor contable II (1995-2014)

(+) Activos no financieros de los hogares.

(+) Activos no financieros de las AAPP

(+) Activos no financieros de las sociedades. La Central de Balances del Banco de España calcula el valor de los activos de las sociedades no financieras. Añadimos, con estadísticas del BdE, las activos fijos de entidades de crédito y empresas de seguros.

(+) Posición acreedora internacional (NFAP) a través de las cuentas financieras del Banco de España

Una nueva aproximación

Los tres definiciones de riqueza siguen una evolución similar en el largo plazo, pero con magnitudes distintas. La divergencia se explica:

- Diferencias conceptuales: El valor de las acciones, en tanto que pasivos de las sociedades, no reflejan siempre el valor de sus recursos propios (Tobin $Q \neq 1$)
- Problemas metodológicos. Determinados activos (en especial, activos empresariales de personas y sociedades) se miden de forma distinta.

Cada serie de riqueza se adecúa mejor a diferentes estudios (distribución del patrimonio de las familias, evolución macroeconómica, crisis financieras, etc.).

Índice

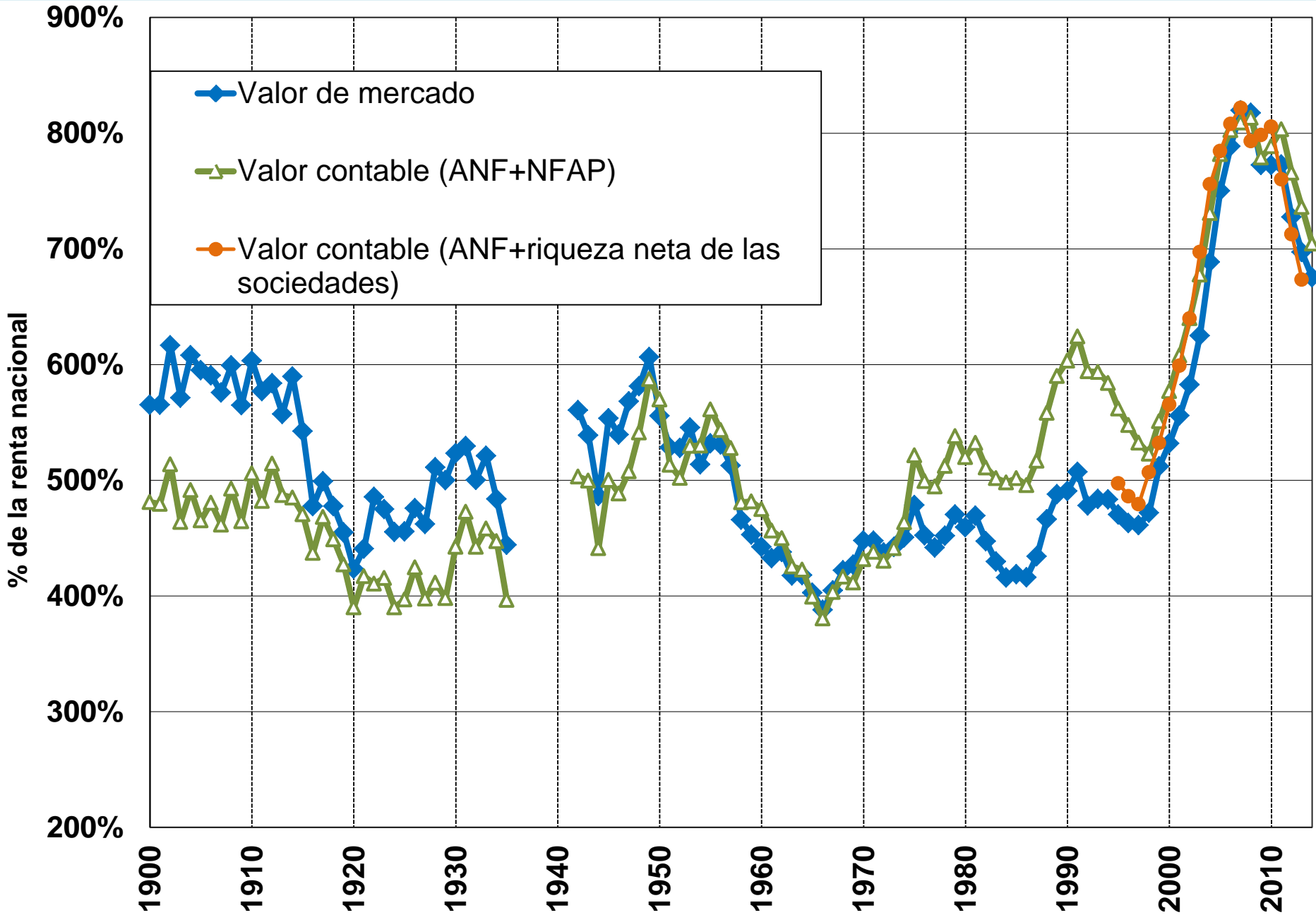
1. Conceptos y metodología

2. La riqueza en el largo plazo

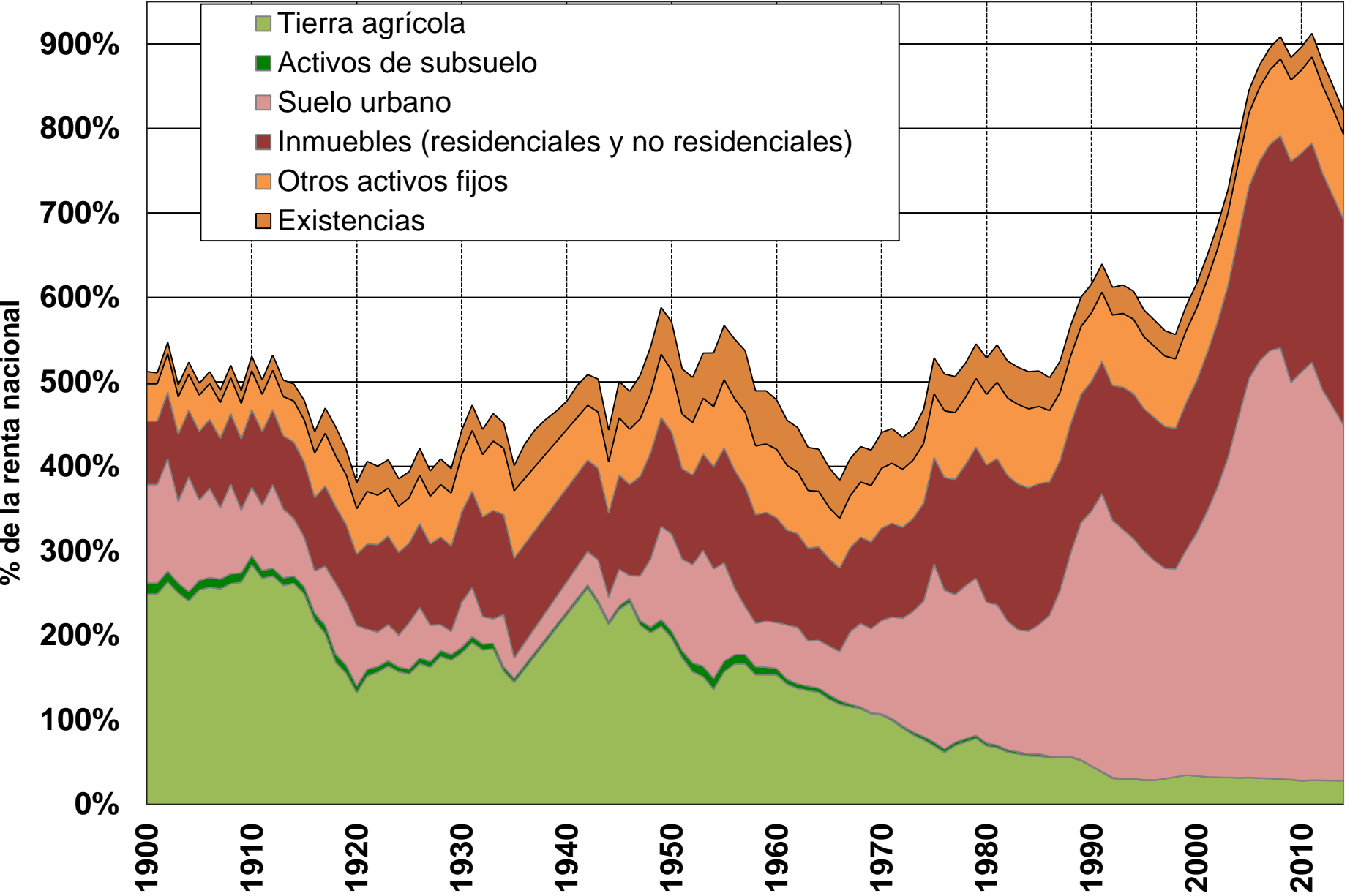
3. Una vision comparada

4. El boom inmobiliario y el shock demográfico

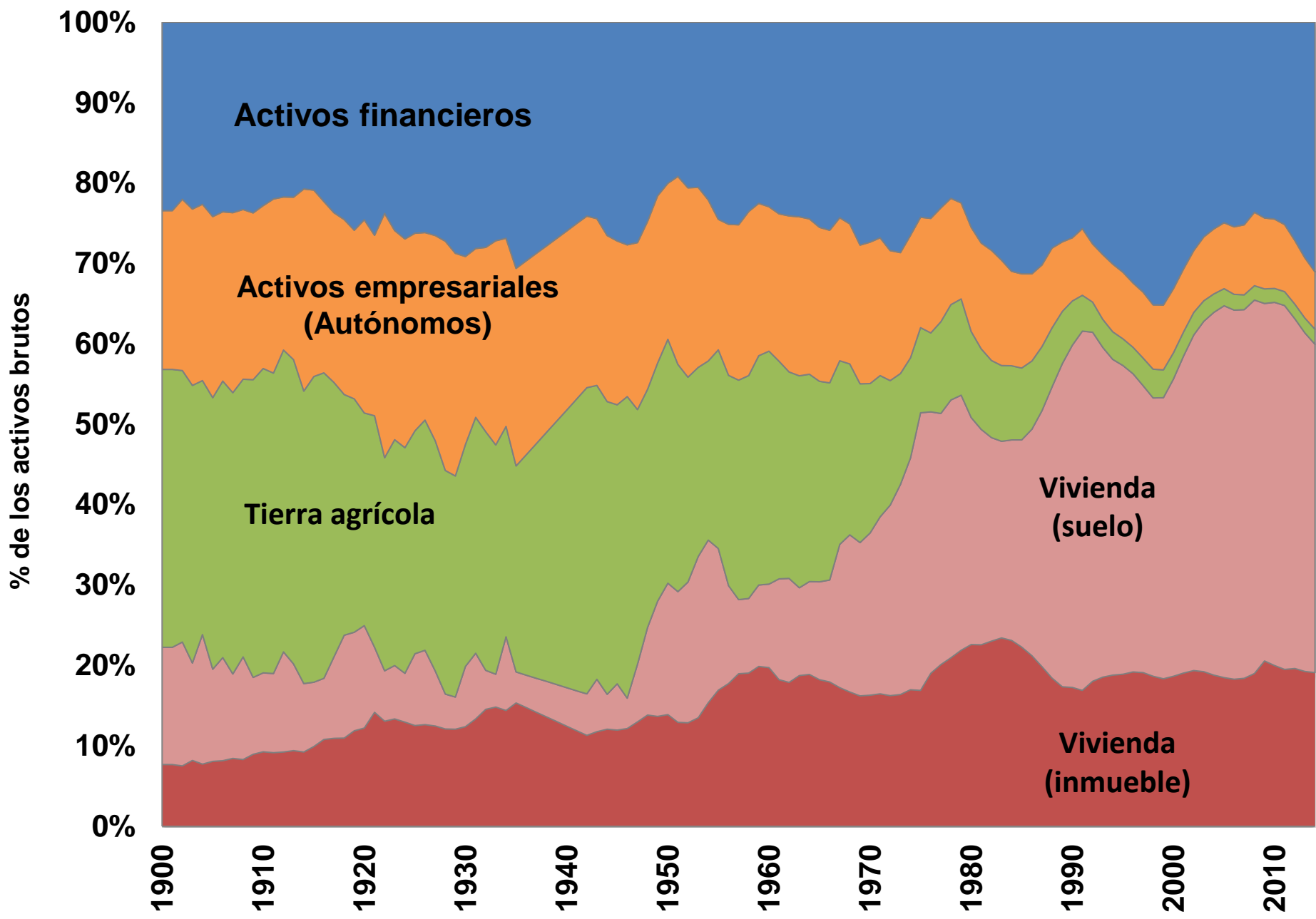
La riqueza nacional en el largo plazo



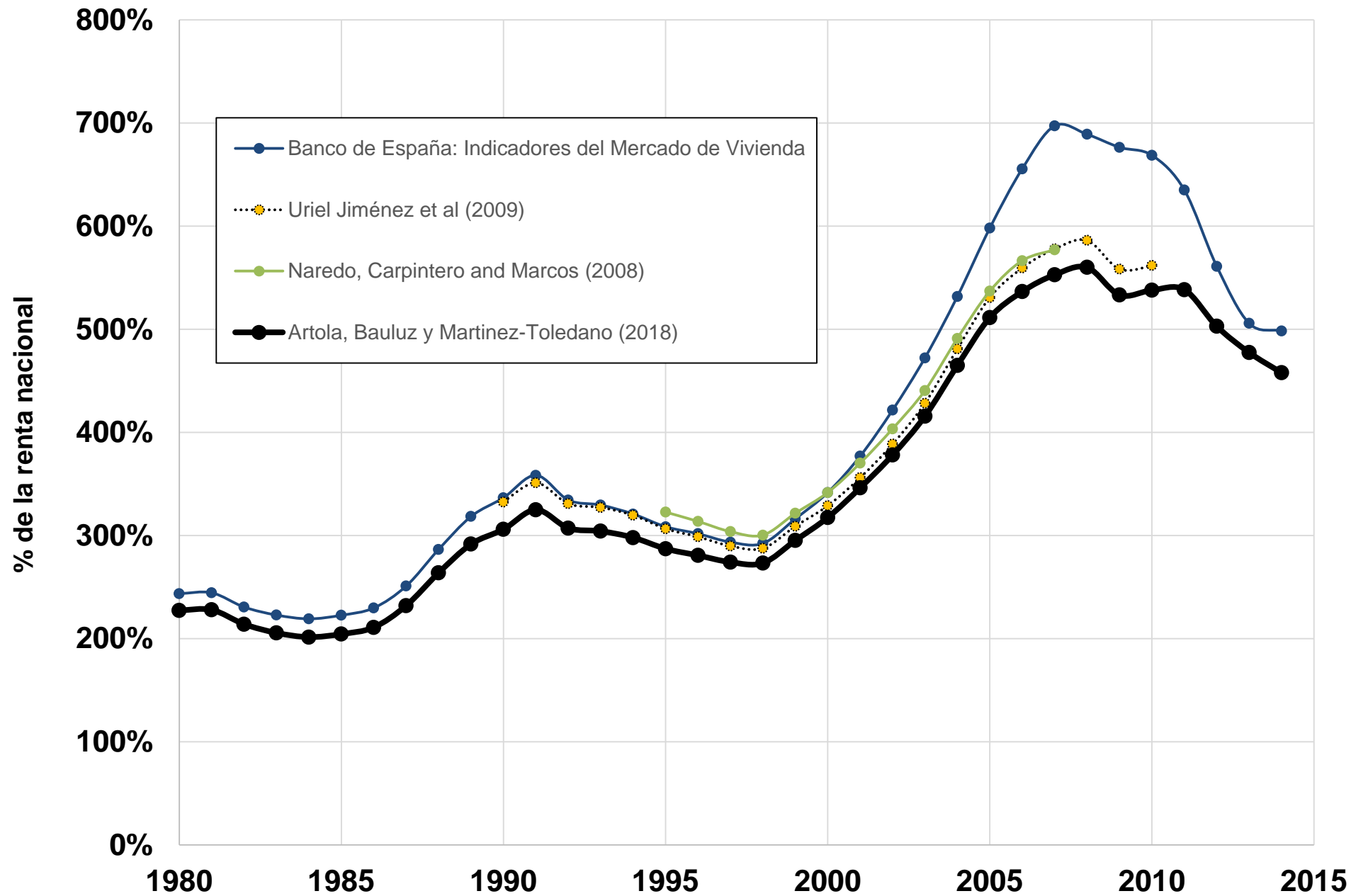
Composición de los activos no financieros



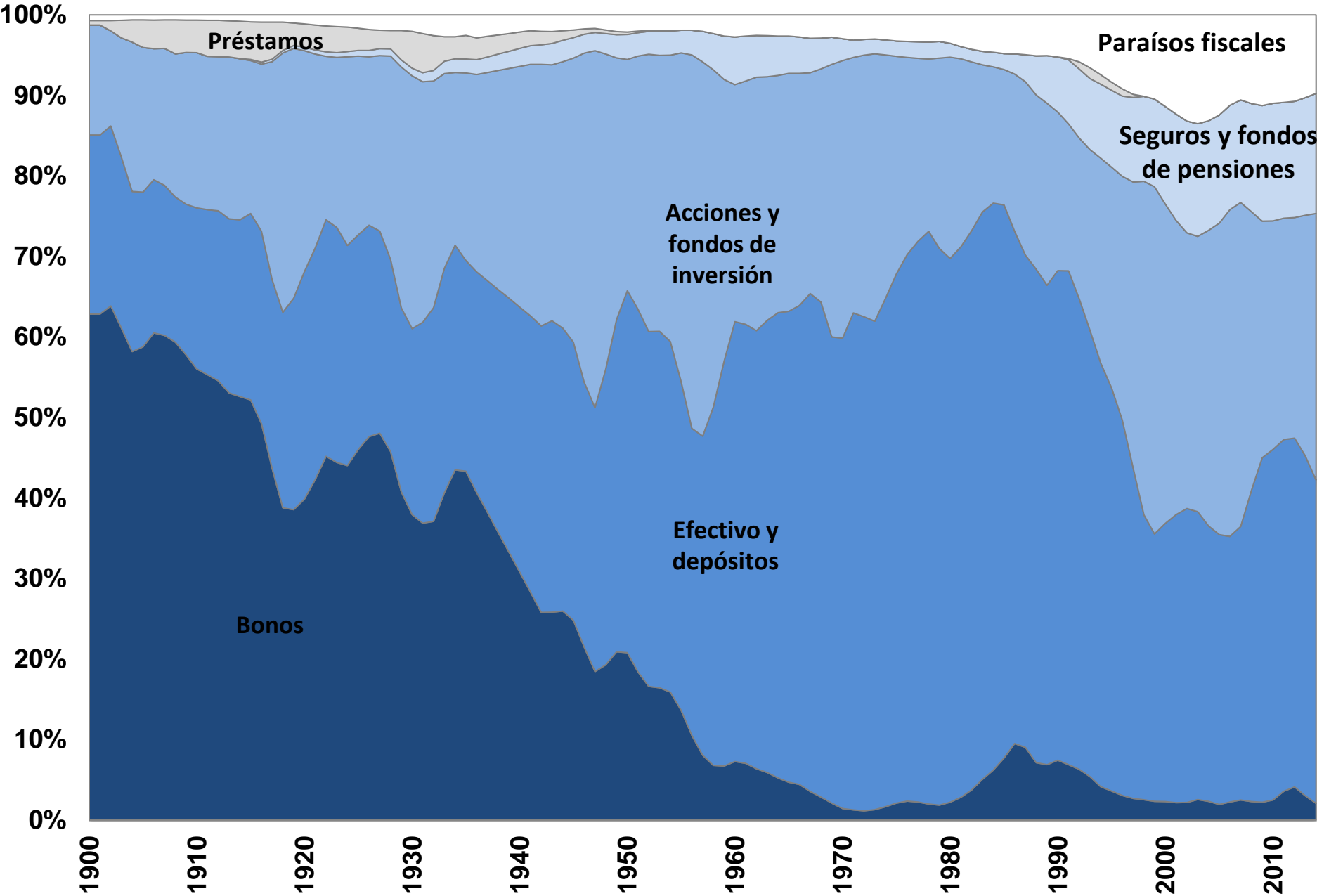
Composición de los activos de los hogares



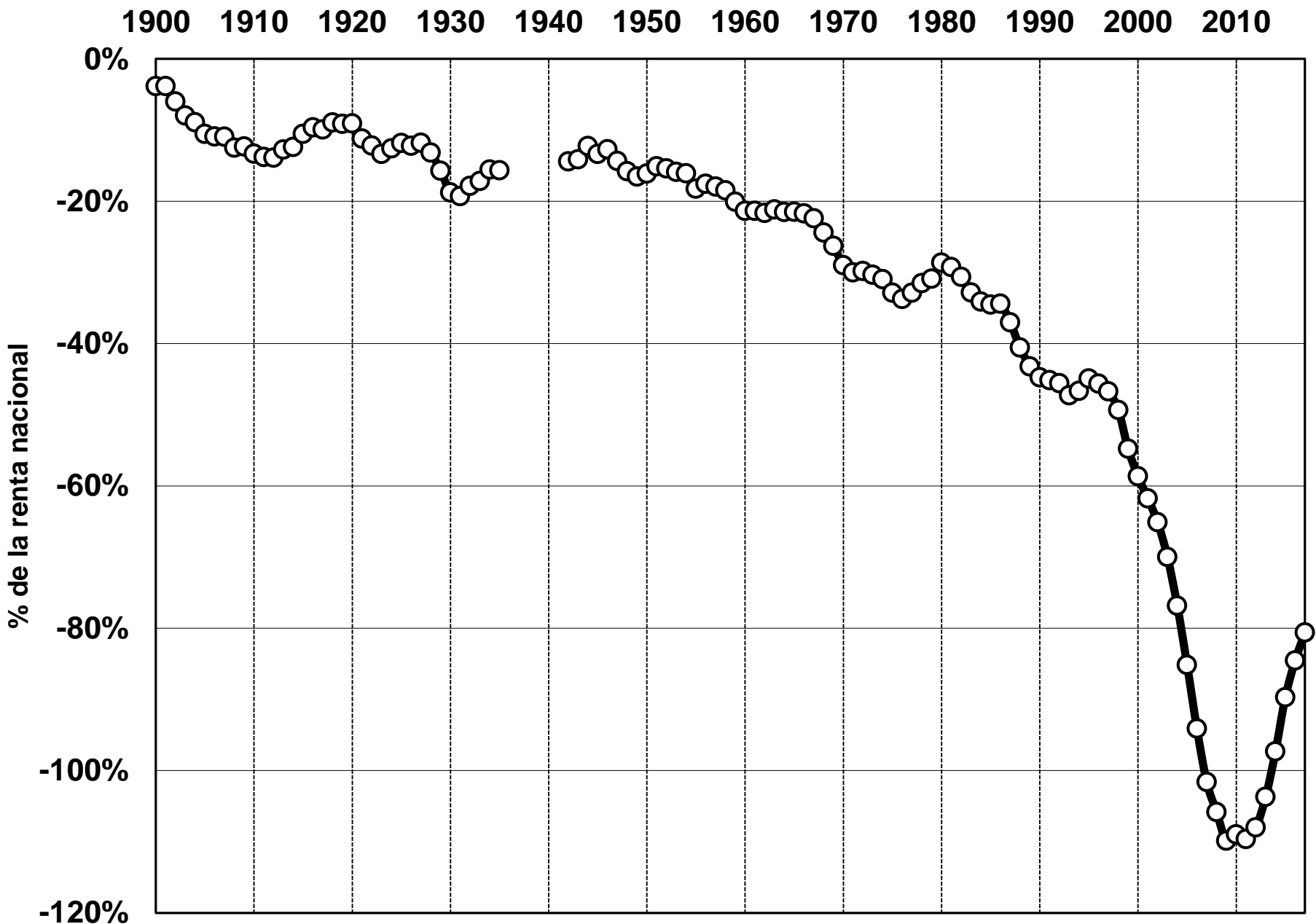
La vivienda: distintas estimaciones



Activos financieros de los hogares



Deuda de los hogares



Índice

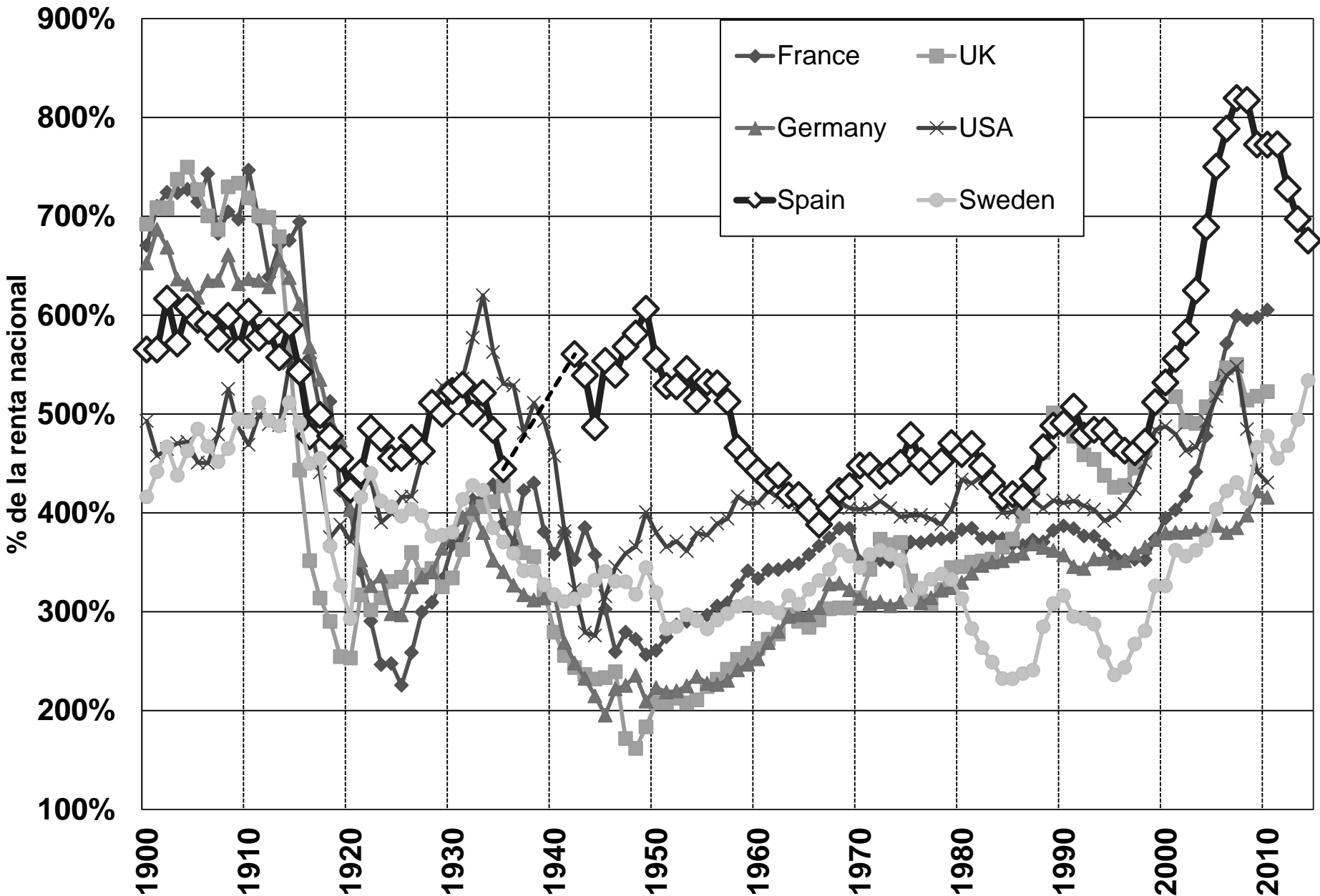
1. Conceptos y metodología

2. La riqueza en el largo plazo

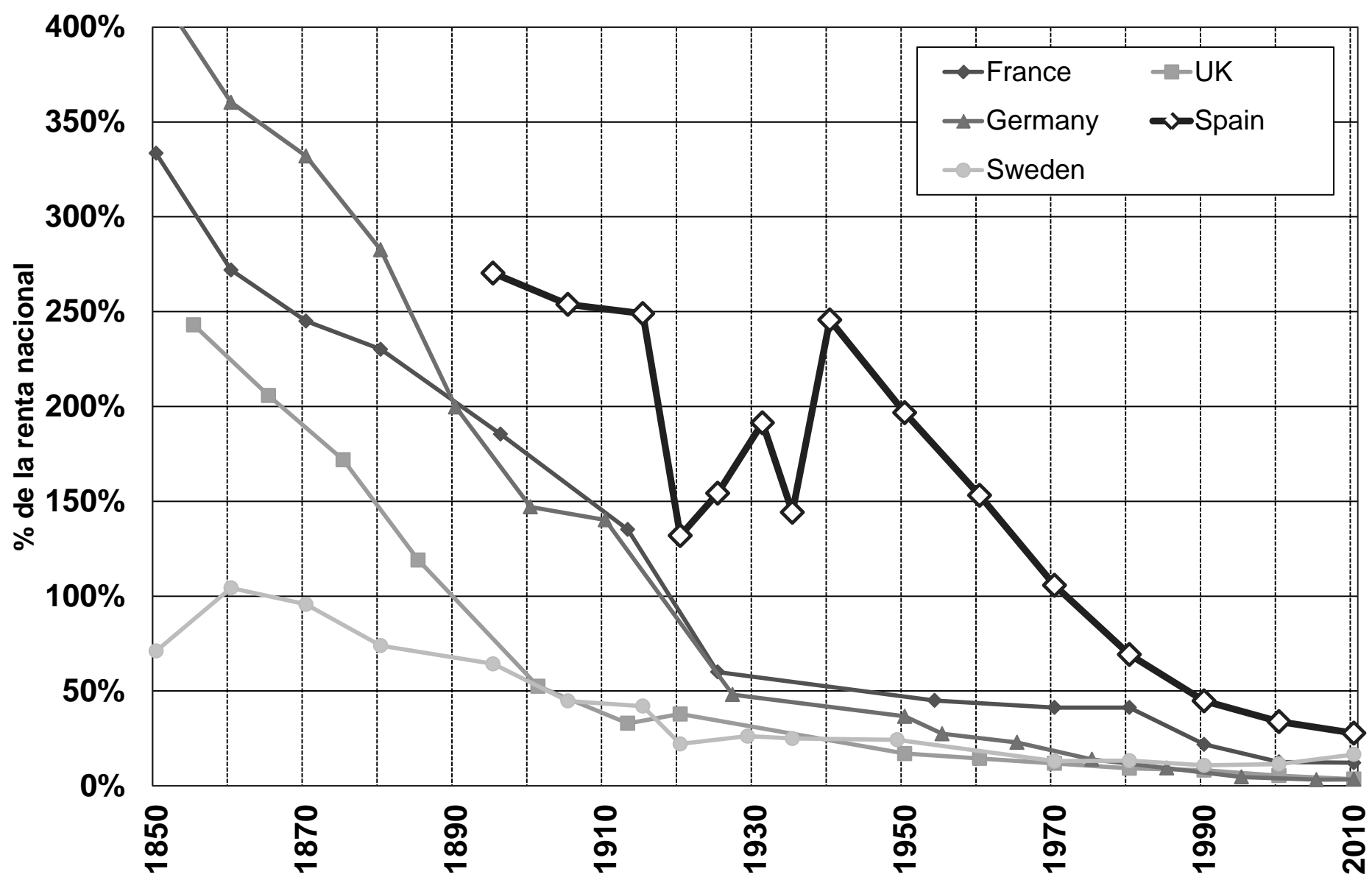
3. Una vision comparada

4. El boom inmobiliario y el shock demográfico

La riqueza nacional en perspectiva comparada



La tierra agrícola en perspectiva comparada



Riqueza per cápita

	Renta nacional per cápita (2010)	Riqueza personal per cápita (2010)
EEUU	31.457	128.947
Francia	26.455	151.997
Alemania	26.243	108.047
España	18.764	131.925

Nota: En euros corrientes. Las cifras correspondientes a EEUU han sido convertidas al tipo de cambio vigente y no según la PPA.

La acumulación de riqueza: ahorro y plusvalías

Descomposición del crecimiento anual de la riqueza nacional

	1900-2010			1900-1950			1950-2010		
	Crecimiento total	Inc. ahorro	Inc. plusvalías	Crecimiento total	Inc. ahorro	Inc. plusvalías	Crecimiento total	Inc. ahorro	Inc. plusvalías
España	3,1%	1,5%	1,5%	0,9%	0,7%	0,1%	4,7%	2,1%	2,6%
		51	49		86	14		45	55
EEUU	3,5%	2,7%	0,7%	3,7%	2,9%	0,7%	3,3%	2,6%	0,7%
		79	21		81	19		79	21
Reino Unido	1,6%	1,4%	0,2%	-0,8%	0,7%	-1,5%	3,7%	2,0%	1,7%
		88	13		-88	188		54	46
Alemania	2,0%	2,8%	-0,7%	-0,8%	0,5%	-1,3%	4,4%	4,7%	-0,3%
		133	-33		-63	163		106	-6
Francia	2,1%	2,0%	0,2%	-0,8%	0,3%	-1,0%	4,6%	3,4%	1,2%
		91	9		-43	143		75	25
Suecia	3,1%	3,1%	-0,1%	4,2%	1,8%	0,6%	3,6%	4,3%	-0,6%
		102	-2		74	26		117	-17

Índice

1. Conceptos y metodología

2. La riqueza en el largo plazo

3. Una vision comparada

4. El boom inmobiliario y el shock demográfico

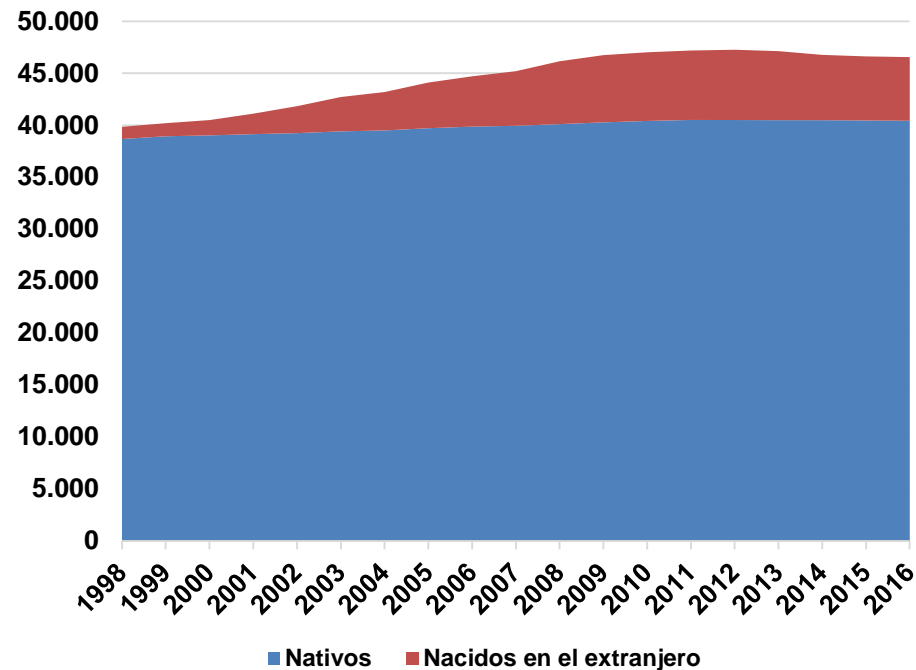
1999-2007

El fuerte aumento en el valor de la riqueza puede explicarse a través de dos mecanismos:

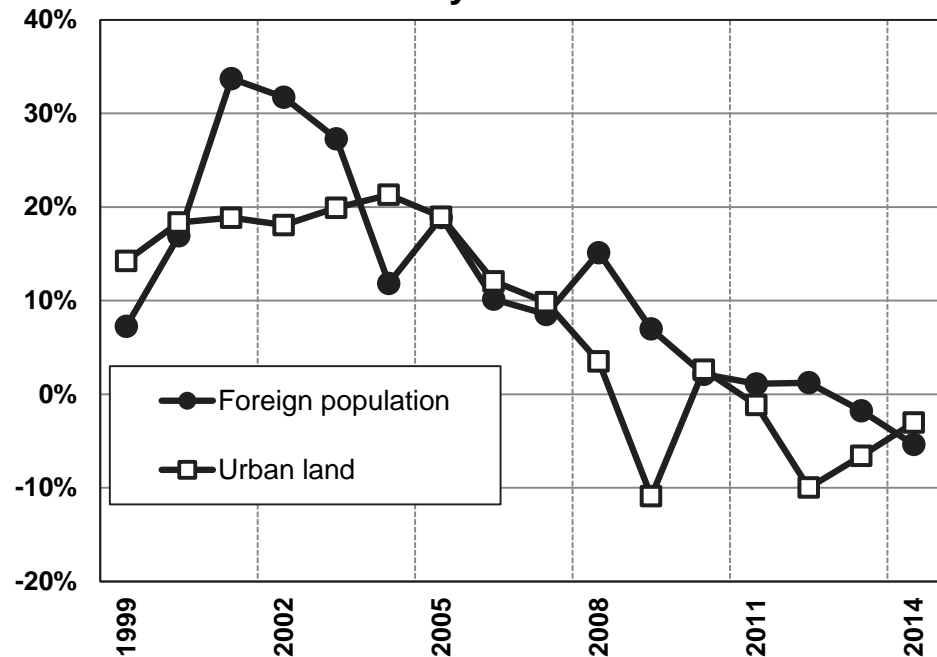
- **Política monetaria:** La bajada en los tipos de interés y la relajación de los estándares de crédito provocan el crecimiento del crédito hipotecario y, después, del precio de la vivienda (Jordà et al. 2015)
- **Presión demográfica:** Dado la relativa escasez de suelo urbano, el incremento de la población en el corto plazo aumenta el valor de la vivienda. (Mankiw y Weil, 1999; Combes et al., 2018)

El shock demográfico

Población de España (miles)



Tasa de crecimiento: población extranjera y suelo urbano



España es uno de los países que experimenta uno de los mayores shocks demográficos en el cambio de siglo.

Inmigración y precio del suelo urbano

González y Ortega (2013) y Sanchís-Guarner (2017) ya han explorado el impacto del boom migratorio sobre los precios de la vivienda en España.

En este paper relacionamos el shock demográfico sobre los dos componentes de la riqueza inmobiliaria (inmueble y suelo urbano) en las 50 provincias de España.

$$\Delta \log(y_{i,t}) = \beta \left(\frac{\Delta FB_{i,t-1}}{POP_{i,t-2}} \right) + \phi Z_i + \delta \Delta X_{i,t-2} + \lambda_t + \gamma_{r/i} + \epsilon_{i,t}$$

$\left(\frac{\Delta FB_{i,t-1}}{POP_{i,t-2}} \right)$ Entrada de población migrante

Z_i Matriz de atributos invariables de la provincia

λ_t Efectos fijos de tiempo (PIB per capita, crédito, desempleo, etc.)

$\gamma_{r/i}$ Efectos fijos de área (zona costa, temperature, etc.)

Resultados

Table B.4: Impact of immigration on housing wealth (structure & land) - OLS/FE results

	(1)	(2)
<hr/> Change in log land in t <hr/>		
Immigration rate (t-1)	2.023***	2.019***
	[0.614]	[0.617]
Adjusted R ²	0.77	0.77
<hr/> Change in log structure in t <hr/>		
Immigration rate (t-1)	-0.040	-0.030
	[0.181]	[0.182]
Adjusted R ²	0.96	0.97
<hr/>		
Observations	550	550
Year dummies	✓	✓
Time-var controls (t-2)	✓	✓
Area dummies	NUTS2	NUTS3
Location/Amenities	✓	
Socio-economic	✓	
Geography/Regulation	✓	
Housing market	✓	
<hr/>		

Resultados

Table B.5: Impact of immigration on housing wealth (structure & land) - IV results

	(1)	(2)
<hr/>		
Change in log land in t		
Immigration rate (t-1)	4.221*	4.211*
	[2.171]	[2.163]
<hr/>		
Change in log structure in t		
Immigration rate (t-1)	0.784	0.656
	[0.570]	[0.548]
<hr/>		
First-Stage: Immigration rate in t-1		
Immigration rate IV (t-1)	0.480***	0.502***
	[0.118]	[0.124]
FS Adjusted R ²	0.73	0.73
Test weak identification	16.47	18.05
<hr/>		
Observations	550	550
Year dummies	✓	✓
Time-var controls (t-2)	✓	✓
Area dummies	NUTS2	NUTS3
Location/Amenities	✓	
Socio-economic	✓	
Geography/Regulation	✓	
Housing market	✓	
<hr/>		

Conclusiones

España ha experimentado un fuerte crecimiento de la riqueza nacional desde 1980 (W/I: 459 -> 652%).

En el largo plazo la tierra agrícola y la vivienda (fundamentalmente, el suelo urbano) constituyen los activos fundamentales (*a country of two lands*)

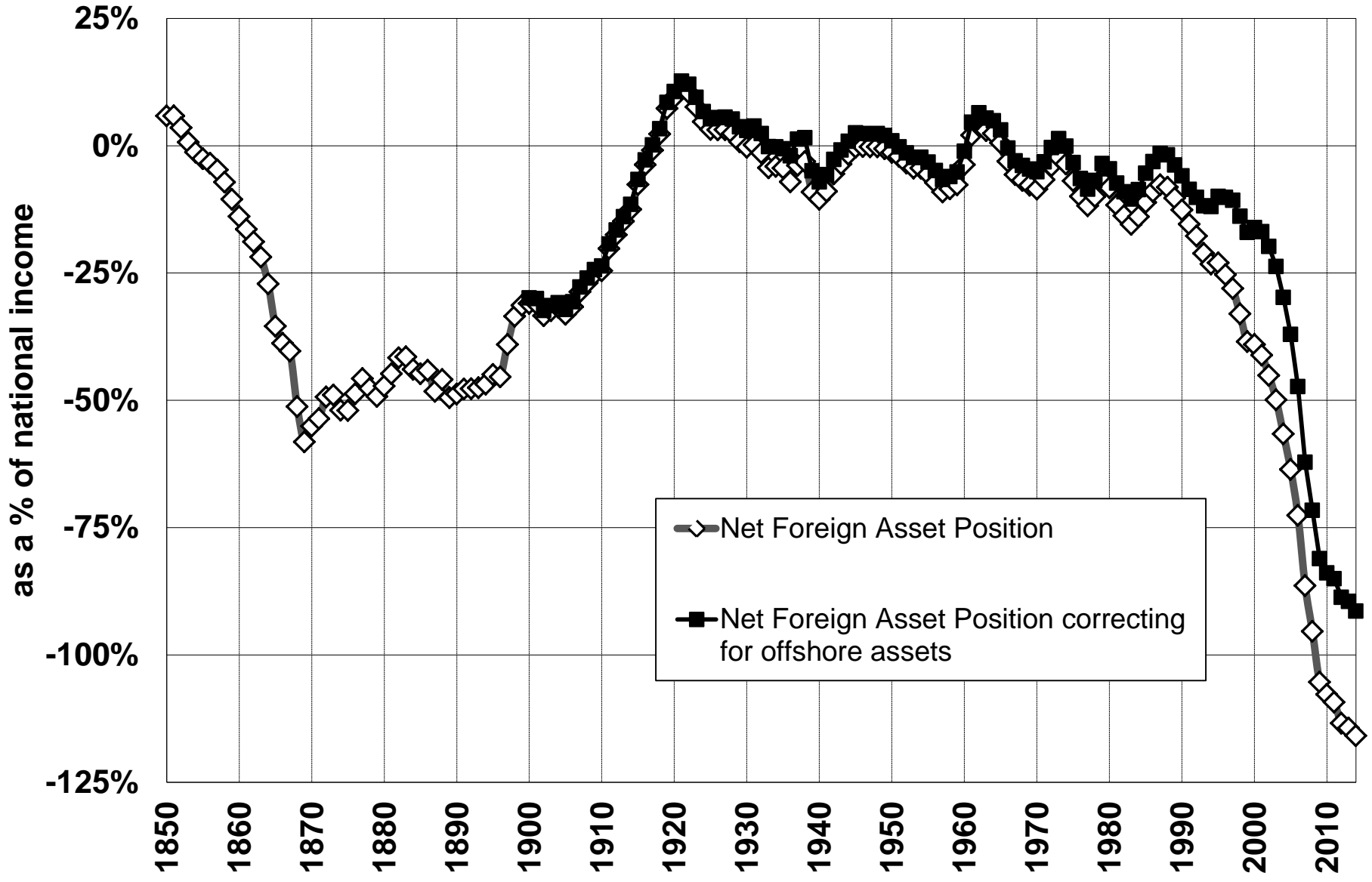
Durante el siglo XX no se produce un shock negativo en el stock de riqueza. A cambio, entre 1950-2010, el crecimiento real de los activos (plusvalías) explica más de la mitad del incremento del patrimonio nacional.

El fuerte crecimiento de la población migrante explica un 46% del incremento en el precio del suelo urbano en el periodo 2001-2012.

Muchas gracias

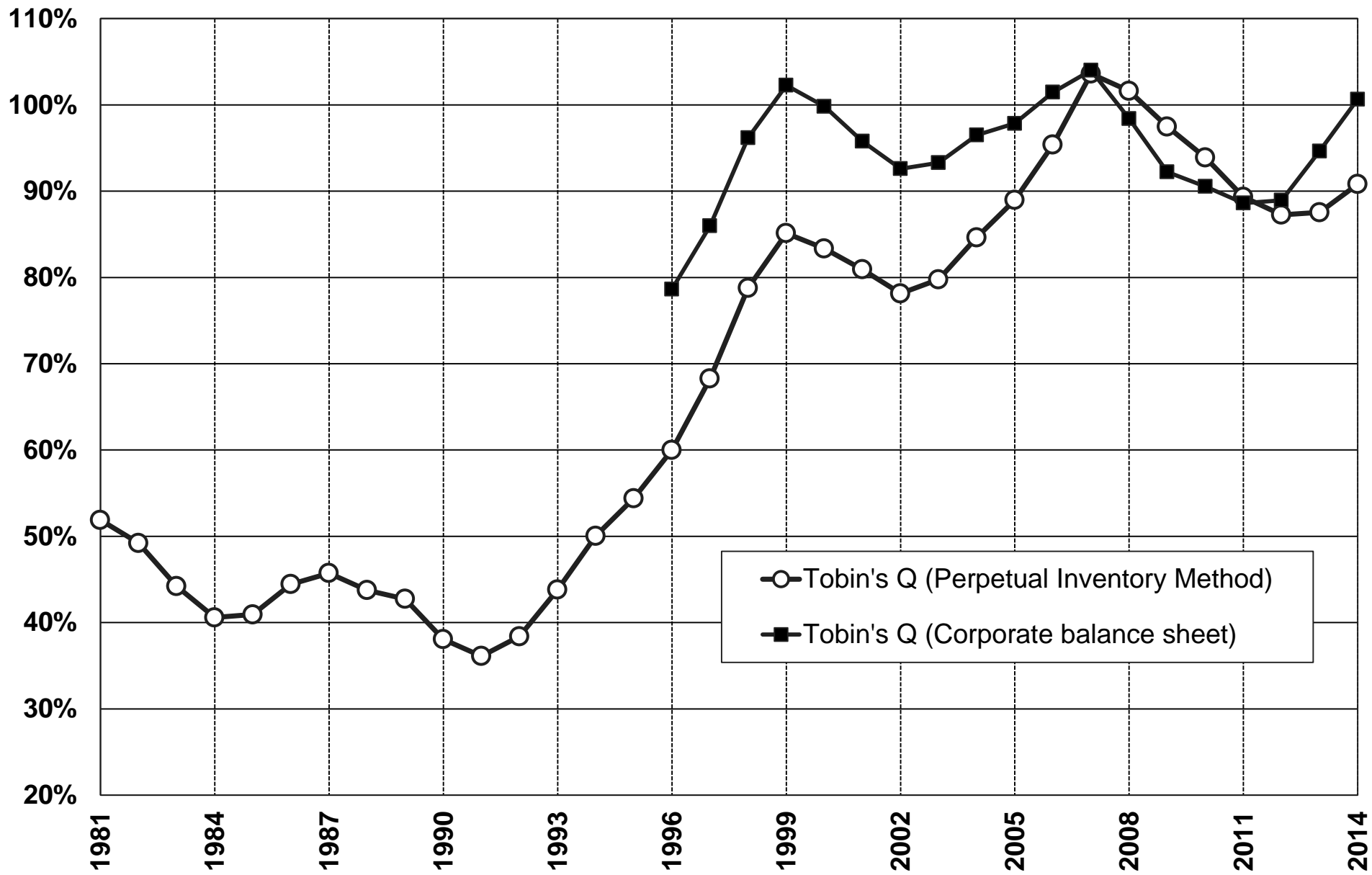
Posición acreedora internacional

Net Foreign Asset Position in Spain, 1850-2014



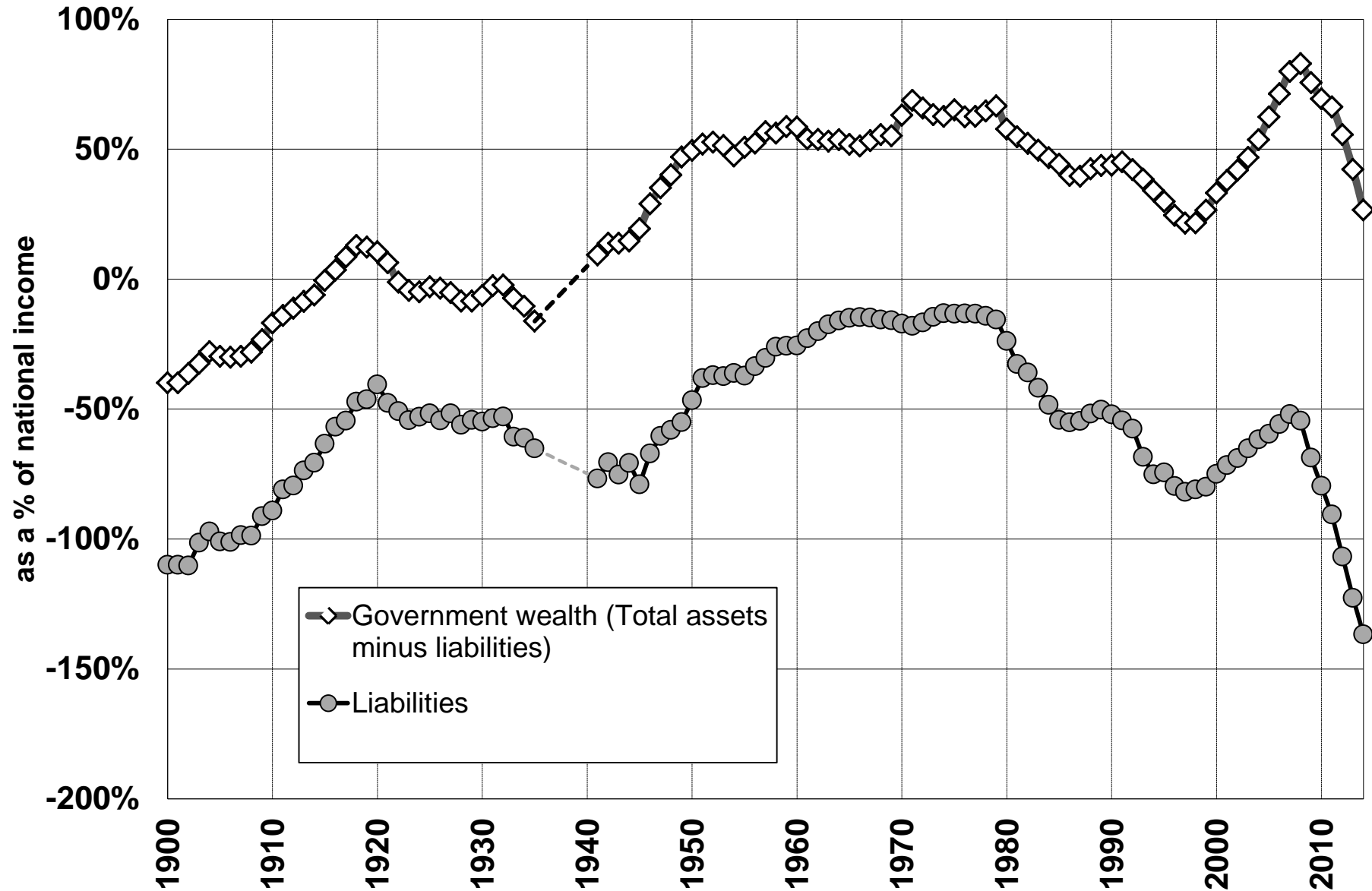
Tobin Q

Corporate market-value vs. book-value: Tobin's Q ratio, 1981 - 2014



Riqueza y deuda de las AAPP

Composition of government wealth in Spain, 1900-2014



Activos de las AAPP

Composition of government assets in Spain, 1900-2014

