

El mercado inmobiliario es un elemento clave a la hora de explicar la evolución cíclica de la economía de Estados Unidos: nueve de las once recesiones experimentadas en este país desde la Segunda Guerra Mundial han venido precedidas por una desaceleración significativa del mercado de la vivienda<sup>1</sup>. En este contexto, y especialmente si se tiene en cuenta que se encuentra todavía fresco el recuerdo del papel que este mercado desempeñó en la génesis de la crisis económica y financiera de 2008, la ralentización inmobiliaria observada en la etapa más reciente está suscitando una cierta preocupación. Este recuadro valora la magnitud de la pérdida de vigor reciente del mercado de la vivienda estadounidense, así como las causas que lo determinan, con el objetivo de arrojar luz acerca de su relevancia como factor de riesgo para la prolongación del actual ciclo expansivo de la economía de este país.

En efecto, la inversión residencial ha venido desacelerándose de forma continuada en los últimos años, hasta crecer a tasas prácticamente nulas en la actualidad (véase gráfico 1). Esta disminución de la contribución de la construcción de viviendas al crecimiento del PIB ha venido acompañada de un mantenimiento de la senda alcista de los precios de la vivienda (véase gráfico 2). Detrás de la menor actividad en el mercado residencial hay ciertos factores de demanda. Aunque el buen comportamiento del mercado de trabajo, en términos del descenso de la tasa de paro hasta mínimos históricos y del crecimiento sostenido de los salarios, proporciona un poderoso soporte para la adquisición de viviendas, las encuestas de opinión muestran que los consumidores no consideran que el momento actual sea favorable para la compra de este activo<sup>2</sup>.

Parte de la explicación viene dada por las consecuencias de la normalización de la política monetaria sobre el coste de la financiación hipotecaria, y se ha reflejado en un menor ritmo de avance de las compraventas de viviendas y del flujo de crédito nuevo. Como muestra el gráfico 3, desde finales de 2016 el tipo de interés fijo para las hipotecas a treinta años (que constituye la forma de financiación más habitual en el mercado estadounidense<sup>3</sup>) se ha elevado en más de 100 puntos básicos, hasta el entorno del 4,5 %. Si a la evolución del coste de financiación se le añade la de los precios, el resultado es que el indicador de accesibilidad a la vivienda se encuentra en su posición más desfavorable desde el inicio de la crisis financiera (como muestra la línea azul del gráfico). Adicionalmente, la reforma impositiva de 2017 (legislación conocida como la *Tax Cuts and Jobs Act*) ha contribuido a encarecer la compra de vivienda, al limitar el importe máximo de los gastos hipotecarios que es deducible fiscalmente. Los compradores con menores rentas o con menor ahorro para realizar

el pago inicial han visto reducido su acceso al mercado, pues los criterios más estrictos de concesión de créditos vigentes tras la crisis se han hecho vinculantes para una proporción más elevada del colectivo de potenciales compradores. En el caso de los segmentos de población más joven, un elemento adicional que ha limitado sus posibilidades de acceder a la compra de vivienda es el deterioro de su calidad crediticia como consecuencia del rápido aumento del saldo de deuda estudiantil (véase gráfico 4)<sup>4</sup>.

Aunque la pérdida de dinamismo del mercado residencial estadounidense responde fundamentalmente a factores de demanda, estos se han visto reforzados por diversos elementos relativos a la oferta. En primer lugar, en la etapa reciente se ha producido un aumento notable de los costes de construcción, coincidiendo con la escasez de mano de obra cualificada en el sector<sup>5</sup>. En segundo lugar, las restricciones a la recalificación de suelos como urbanizables, así como las limitaciones de edificabilidad, han contribuido a la escasez de parcelas disponibles para la construcción de vivienda y a su encarecimiento, particularmente en las zonas más próximas al centro de las ciudades<sup>6</sup>.

Todo ello ha favorecido el estancamiento de las iniciaciones de viviendas y la desaceleración del gasto en inversión residencial (véase gráfico 5). Además, la construcción de nuevas viviendas ha tendido a concentrarse en el segmento más caro del mercado, por ser el que conserva una mayor rentabilidad<sup>7</sup>. De este modo, a pesar de la desaceleración de la demanda, la puesta en el mercado de nuevas viviendas no cubre la demanda existente en este segmento, y el *stock* de viviendas sin vender se ha reducido hasta niveles mínimos históricos (véase gráfico 6).

La escasez de oferta se ha traducido en aumentos de precios, que, desde 2012, han superado de forma persistente el ritmo de crecimiento de la renta de los hogares (véase gráfico 5). Pero, además, los desajustes entre oferta y demanda tienden a exacerbar la heterogeneidad en la evolución de los distintos segmentos del mercado, en particular a escala regional, que es más pronunciada que en otros países, debido a los fuertes flujos migratorios internos hacia las ciudades, y en particular hacia las áreas metropolitanas de ambas costas. De este modo, los precios muestran una evolución muy dispar, y coexisten áreas geográficas que acumulan aumentos superiores al 180 % desde el año 2000, con otras en las que ese incremento es inferior al 25 % (véase gráfico 7).

De cara a futuro, las perspectivas de que el deterioro reciente del mercado residencial desemboque en una corrección brusca como la ocurrida a raíz de la crisis financiera parecen reducidas, dadas

1 Véase E. Leamer (2007), «Housing is the business cycle», *Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole*, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 149-233.

2 Así lo señala la evolución del *Índice de confianza sobre las condiciones para la compra de vivienda de la Universidad de Michigan*.

3 American Bankers Association, «24th Annual ABA Residential Real Estate Survey Report», marzo de 2017.

4 Reserva Federal, «Consumer & Community Context», enero de 2019.

5 Véanse las ediciones más recientes del *Beige Book* de la Reserva Federal.

6 Véase Brookings Institution, «The Goldilocks problem of housing supply: too little, too much, or just right?»

7 Véase Urban Land Institute y PWC, «Emerging Trends in Real Estate 2019».

Gráfico 1  
INVERSIÓN RESIDENCIAL



Gráfico 2  
CRECIMIENTO DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA Y RENTA PERSONAL DISPONIBLE



Gráfico 3  
ACCESIBILIDAD A VIVIENDA Y TIPO DE INTERÉS HIPOTECARIO



Gráfico 4  
DEUDA DE LOS HOGARES

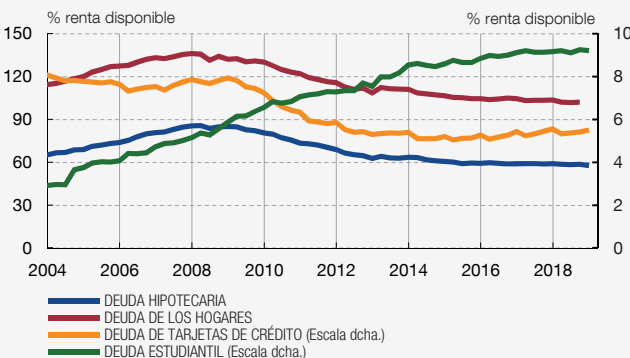


Gráfico 5  
ÍNDICE DE CONFIANZA DE LOS CONSTRUCTORES, VIVIENDAS INICIADAS Y GASTO EN CONSTRUCCIÓN



Gráfico 6  
STOCK DE VIVIENDA

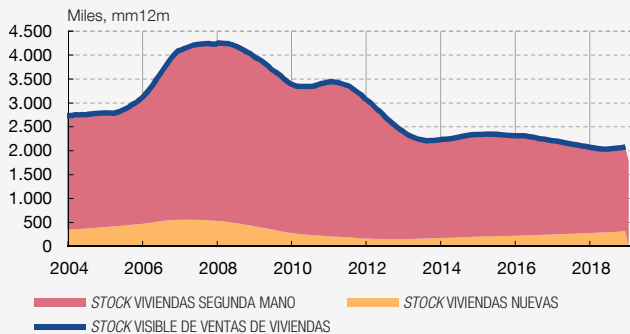


Gráfico 7  
ÍNDICE DE PRECIOS DE VIVIENDA

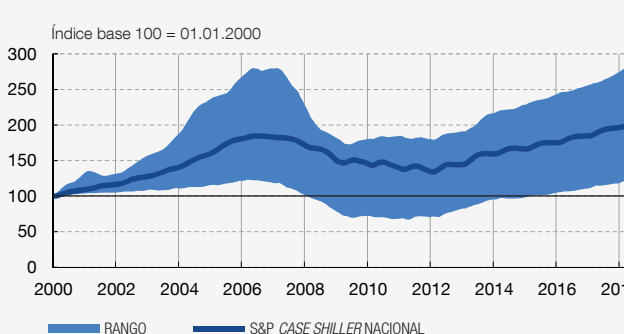
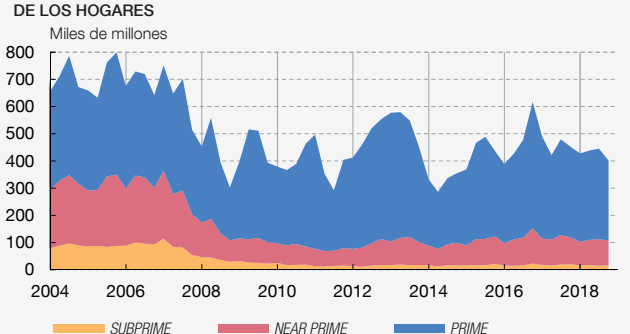


Gráfico 8  
CONCESIONES HIPOTECARIAS SEGÚN CALIFICACIÓN CREDITICIA DE LOS HOGARES



FUENTES: Bureau of Economic Analysis, Standard & Poor's, Office of Federal Housing Enterprise Oversight, NAR - National Association of Realtors, Bloomberg, Reserva Federal, Reserva Federal de Nueva York, U.S. Census Bureau, University of Michigan y MBA - Mortgage Bankers Association of America.

las acusadas diferencias existentes entre la situación actual del mercado residencial y la del ciclo anterior. En primer lugar, al menos a escala nacional, los ritmos de construcción de nuevas viviendas y de formación de hogares están alineados entre sí, lo que indica que, a diferencia del ciclo precedente, la dinámica del sector residencial está más respaldada por factores fundamentales y es, por tanto, más sostenible. Además, el ajuste del sector tras la crisis ha hecho que su peso en el PIB de Estados Unidos sea mucho menor en comparación con el ciclo precedente, lo que limita la magnitud del impacto de un eventual deterioro de la actividad en esta rama sobre el resto de la economía. En concreto, el peso de la inversión residencial en el PIB se sitúa en la actualidad algo por debajo del 4%, cifra algo inferior a la media histórica (del 4,6% desde 1951) y claramente por debajo del máximo del 6,7% alcanzado en el momento álgido del ciclo inmobiliario anterior. En tercer lugar, el endeudamiento de los hogares es ahora mucho más moderado. En concreto, en comparación con el máximo pre-crisis, las deudas totales e hipotecarias de las familias en porcentaje de su renta disponible se han reducido unos 30 puntos porcentuales hasta el 102% y el 59%, respectivamente (véase

gráfico 4). Además, el balance agregado del sector ha experimentado un saneamiento significativo durante la prolongada fase de recuperación y la deuda hipotecaria se concentra ahora en aquellos grupos de hogares con menor riesgo crediticio (véase gráfico 8). Por último, los cambios en la regulación financiera introducidos tras la crisis han endurecido los requisitos aplicables a las garantías reales de los créditos hipotecarios y a los derivados financieros creados a partir de estos últimos, lo que ha mitigado los riesgos para la estabilidad financiera —nacional y global— de una corrección en el sector residencial estadounidense<sup>8</sup>.

Con todo, la relevancia de este mercado para el conjunto de la economía estadounidense y sus posibles implicaciones para la estabilidad financiera, junto con la habitual dificultad para anticipar posibles cambios bruscos en el ciclo inmobiliario, justifican la creciente atención y el seguimiento continuo de las condiciones de este mercado por parte de analistas e instituciones oficiales.

---

8 Reserva Federal, «Informe de Estabilidad Financiera», noviembre de 2018.