

La importancia de los alquileres en la inflación de EE. UU.

La inflación está descendiendo en la mayoría de las economías avanzadas, aunque los índices subyacentes lo hacen a un menor ritmo. La gradualidad con la cual se acercarán al 2% será clave para determinar el devenir de la política monetaria de los principales bancos centrales. En el caso de EE. UU., y la Reserva Federal, una parte importante dependerá del componente ligado fundamentalmente a los costes de la vivienda (*shelter*), que pesa el 34% de la cesta de consumo del IPC (el 43% si excluimos alimentos y energía).

¿Qué incluye el *shelter* y cómo ha evolucionado desde la pandemia?

Shelter se podría traducir como refugio o cobijo, y en el caso del IPC de EE. UU. incluye los gastos propios de la vivienda. Está formado por cuatro subcomponentes: alquiler de la primera residencia, alquileres imputados para propietarios de su vivienda, alojamientos fuera de la primera vivienda y algunos seguros, con unos pesos respectivos del 22%, 75%, 3% y 1%. El grueso de *shelter*, pues, se concentra en los alquileres, tanto de personas arrendatarias como el imputable a propietarios, y ambas variaciones de precios se obtienen a través de la encuesta que se realiza a arrendatarios y las respuestas que ofrecen sobre el precio de sus alquileres.¹ Así, *shelter* refleja sobre todo las dinámicas del mercado de alquiler, y en los últimos años este ha estado bastante tensionado. Como se puede ver en el primer gráfico, la inflación de *shelter* empezó a repuntar con fuerza durante la segunda mitad de 2021 y tuvo el pico entre finales de 2022 y principios de 2023. Desde marzo, sin embargo, esta dinámica de aumentos bruscos de precios se ha moderado, aunque continúa arrojando unas variaciones interanuales muy alejadas del objetivo de la Reserva Federal.

En adelante, podemos esperar una mayor desaceleración del precio de los alquileres

Desde hace diversos meses venimos comunicando que los indicadores adelantados del mercado de alquileres apuntan a que esta moderación del componente *shelter* debería extenderse e incluso acentuarse en los siguientes meses y, dado el elevado peso del *shelter* en la cesta del IPC, arrastrar a la baja al conjunto de la inflación. Estos indicadores a los que nos referimos son índices como el de Zillow, que muestra la evolución de los precios de los nuevos alquileres (es decir, cómo el precio de alquiler de una misma

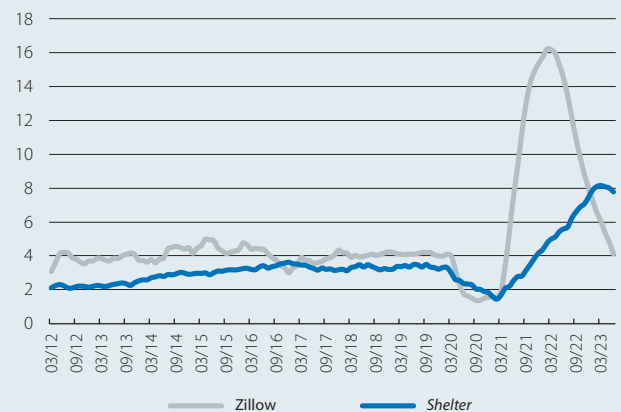
1. La adquisición de una vivienda se considera una inversión y no un consumo, por lo que el precio de compra no entra en el IPC. Sin embargo, los hogares que residen en una vivienda en propiedad tienen un elemento de consumo equivalente al de los hogares que residen en una vivienda alquilada. Por este motivo, a los propietarios de su primera residencia se les imputa un coste equivalente al de si viviesen en su vivienda pero alquilada.

EE. UU.: inflación del componente *shelter* del IPC (%)



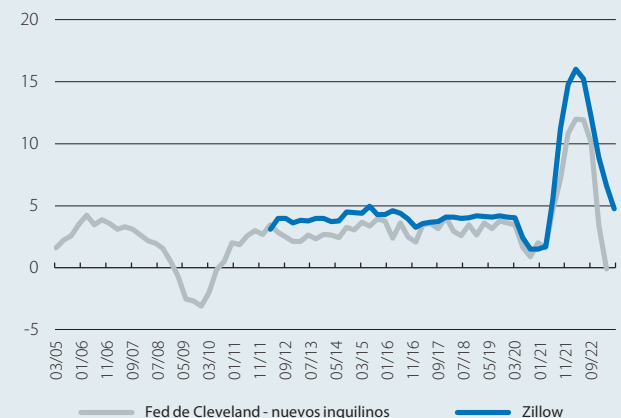
Nota: * Promedio de tres meses de la inflación intermensual desestacionalizada anualizada.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BLS.

EE. UU.: precio de los alquileres en Zillow y *shelter* Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BLS y Zillow.

EE. UU.: precio de los alquileres, distintos índices Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BLS y Zillow.

vivienda varía al cambiar los arrendatarios). El Zillow es indicativo de la dirección que seguirá el componente *shelter* en el IPC, pero su sincronía es imperfecta, pues el Bureau of Labor Statistics (BLS, la agencia encargada de recolectar y publicar el dato del IPC) calcula la variación del precio de los alquileres según una muestra de alquileres que incluye, también, los precios del alquiler de aquellos arrendatarios que continúan viviendo en el mismo inmueble. De hecho, los contratos de alquiler con arrendatarios nuevos representan solamente entre el 13% y el 25% del total de la muestra de alquileres del IPC, según un estudio de la Reserva Federal de Cleveland.² Así, el componente de alquileres del IPC tiende a moverse en la misma dirección que el Zillow, pero más lentamente y con rezago.

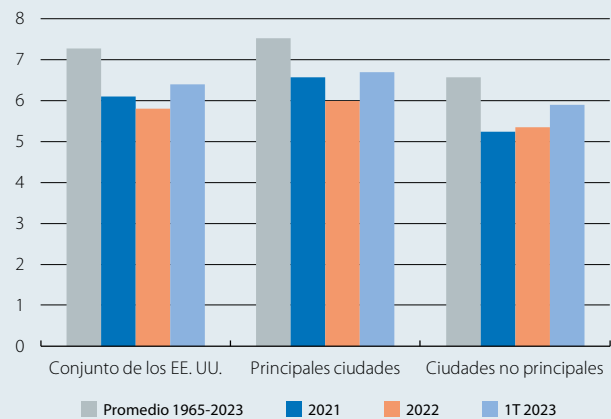
Para tratar de entender mejor el conjunto de la muestra del BLS y minimizar la discrepancia con los indicadores privados adelantados, este estudio de la Reserva Federal de Cleveland ha separado la muestra del BLS, gracias a sus microdatos, entre aquellos contratos en los que el arrendatario no ha cambiado y aquellos en los que sí. Como se puede ver en el tercer gráfico, el índice de la Fed de Cleveland con nuevos inquilinos exhibe una alta correlación con el índice de Zillow.

Esto implica que, de cara a los siguientes meses, la moderación que se observa en el índice de Zillow debería trasladarse, con más o menos rezago, a la evolución de los alquileres del IPC. En concreto, de acuerdo con las correlaciones históricas entre el índice Zillow, rezagado 12 meses, y el componente *shelter*, este debería situarse en torno al 4,5% a finales de año y algo por encima del 3% a mitad de 2024. Así, solo por el efecto directo de la caída interanual de Zillow, la inflación general en EE. UU. podría descender 1,0 y 1,5 p. p. para finales de año y para mitad del año siguiente, respectivamente. Además, la situación del mercado de alquiler en EE. UU. está ofreciendo algunas señales de distensión. Por ejemplo, el porcentaje de viviendas disponibles para alquiler con respecto al total de viviendas en alquiler en el 1T 2023 se situó por encima del promedio de 2021 y 2022, si bien todavía se encuentra por debajo del promedio desde 1965 (véase el cuarto gráfico).

Dicho esto, la situación no es homogénea ni entre ciudades ni entre regiones de EE. UU. Las diferencias en el precio de los alquileres son sustanciales y, como se puede ver en el último gráfico, también lo es su variación interanual. Mientras en algunas ciudades se observan retrocesos en los precios del alquiler (por ejemplo, en Las Vegas), en otras (como Boston) los incrementos interanuales del precio en los nuevos alquileres según Zillow están siendo sustanciales (+7%).

2. Véase Adams, B. et al. (2022). «Disentangling Rent Index Differences: Data, Methods, and Scope». Working Paper n.º 22-38. Banco de la Reserva Federal de Cleveland.

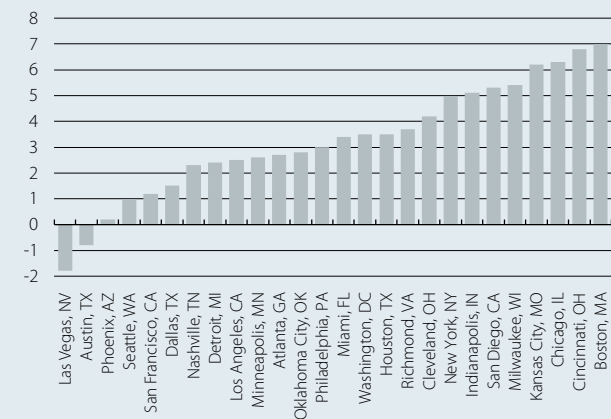
EE. UU.: viviendas disponibles para alquiler
(% sobre el total de parque de viviendas en alquiler)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del US Census Bureau.

EE. UU.: precio de los alquileres

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Zillow.

Con todo, en la medida en la que la inflación de *shelter* siga disminuyendo, dado su elevado peso en la cesta de consumo, el conjunto de la inflación general y núcleo seguirá moderándose. Además, con la desinflación también visible en buena parte del resto de la cesta de consumo, la Reserva Federal tiene argumentos para cesar pronto las subidas de tipos de interés. Sin embargo, la velocidad a la que la inflación volverá al 2% es incierta y, en ausencia de un brusco enfriamiento de la actividad económica, la Reserva Federal probablemente se inclinará por mantener el entorno de elevados tipos de interés todavía bastantes trimestres.

Ricard Murillo Gili