

La importància dels lloguers en la inflació dels EUA

La inflació està reculant a la majoria d'economies avançades, malgrat que els índexs subjacents ho fan a un ritme menor. La gradualitat amb què s'acostaran al 2% serà clau per determinar la política monetària dels principals bancs centrals. En el cas dels EUA, i de la Reserva Federal, una part important dependrà del component vinculat, fonamentalment, als costos de l'habitatge (*shelter*), que pesa el 34% a la cistella de consum de l'IPC (el 43% si exclouem els aliments i l'energia).

Què inclou el *shelter* i com ha evolucionat des de la pandèmia?

Shelter es podria traduir com refugi o recer i, en el cas de l'IPC dels EUA, inclou les despeses pròpies de l'habitatge. Està format per quatre subcomponents: lloguer de la primera residència, lloguers imputats per a propietaris del seu habitatge, allotjaments fora del primer habitatge i algunes assegurances, amb uns pesos del 22%, del 75%, del 3% i de l'1%, respectivament. El gros del *shelter*, doncs, es concentra en els lloguers, tant de persones arrendatàries com l'imputable a propietaris, i les dues variacions de preus s'obtenen mitjançant l'enquesta que es realitza a arrendataris i les respostes que ofereixen sobre el preu dels seus lloguers.¹ Així, el *shelter* reflecteix, sobretot, les dinàmiques del mercat de lloguer, el qual, en els últims anys, ha estat força tensionat. Com es pot veure al primer gràfic, la inflació del *shelter* va començar a repuntar amb força durant la segona meitat del 2021 i va assolir el pic entre el final del 2022 i el començament del 2023. Des del març, però, aquesta dinàmica d'augment bruscos de preus s'ha moderat, tot i que continua llançant unes variacions interanuals molt allunyades de l'objectiu de la Reserva Federal.

D'ara endavant, podem esperar una major desacceleració del preu dels lloguers

Des de fa diversos mesos, venim comunicant que els indicadors avançats del mercat de lloguers apunten al fet que aquesta moderació del component *shelter* s'hauria d'ampliar i, fins i tot, d'accentuar en els següents mesos i, atès l'elevat pes del *shelter* a la cistella de l'IPC, hauria d'arrossegar a la baixa el conjunt de la inflació. Aquests indicadors als quals fem referència són índexs com el de Zillow, que mostra l'evolució dels preus dels nous lloguers (és a dir, com el preu del lloguer d'un mateix habitatge varia en canviar els arrendataris). El Zillow és indicatiu de la direcció que seguirà el component *shelter* en l'IPC, però la seva

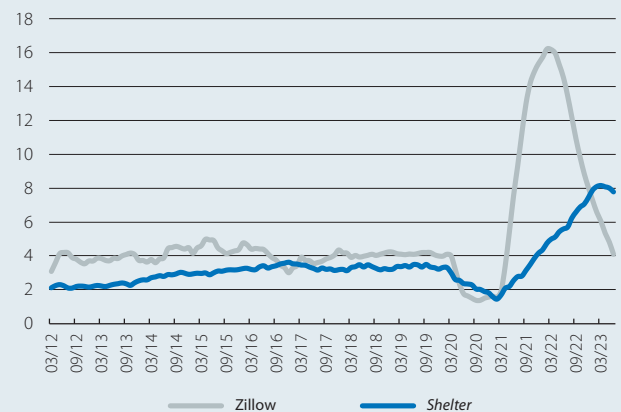
1. L'adquisició d'un habitatge es considera una inversió i no un consum, de manera que el preu de compra no entra a l'IPC. No obstant això, les llars que resideixen en un habitatge en propietat tenen un element de consum equivalent al de les llars que resideixen en un habitatge llogat. Per aquest motiu, als propietaris de la seva primera residència se'ls imputa un cost equivalent al que tindrien si visquessin en el seu habitatge però llogat.

EUA: inflació del component *shelter* de l'IPC (%)



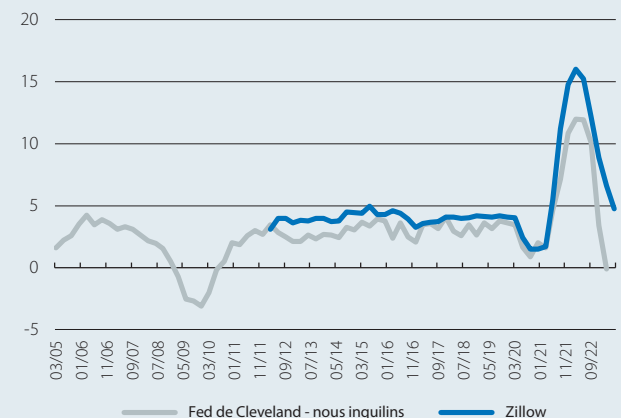
Nota: * Mitjana de tres mesos de la inflació intermensual desestacionalitzada anualitzada. Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BLS.

EUA: preu dels lloguers a Zillow i *shelter* Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BLS i de Zillow.

EUA: preu dels lloguers, diferents índexs Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BLS i de Zillow.

sincronia és imperfecta, perquè el Bureau of Labor Statistics (BLS, l'agència encarregada de recollir i de publicar la dada de l'IPC) calcula la variació del preu dels lloguers a partir d'una mostra de lloguers que inclou, també, els preus del lloguer dels arrendataris que continuen vivint al mateix immoble. De fet, els contractes de lloguer amb arrendataris nous representen només entre el 13% i el 25% del total de la mostra de lloguers de l'IPC, segons un estudi de la Reserva Federal de Cleveland.² Així, el component de lloguers de l'IPC tendeix a moure's en la mateixa direcció que el Zillow, però més lentament i amb retard.

Per tractar d'entendre millor el conjunt de la mostra del BLS i minimitzar la discrepància amb els indicadors privats avançats, aquest estudi de la Reserva Federal de Cleveland ha separat la mostra del BLS, gràcies a les seves microdades, en contractes en què l'arrendatari no ha canviat i contractes en què sí que ho ha fet. Com es pot veure al tercer gràfic, l'índex de la Fed de Cleveland amb nous inquilins exhibeix una alta correlació amb l'índex de Zillow.

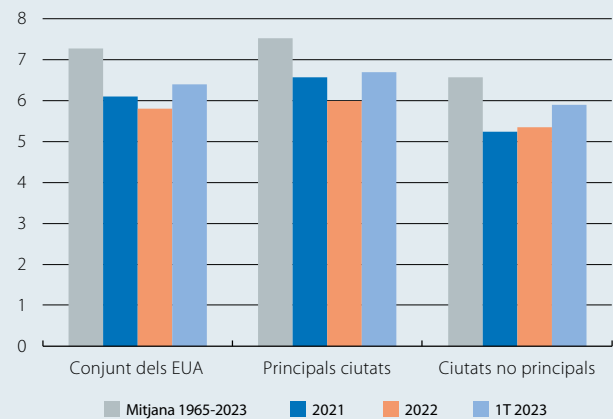
Això implica que, de cara als següents mesos, la moderació que s'observa en l'índex de Zillow s'hauria de traslladar, amb més o menys retard, a l'evolució dels lloguers de l'IPC. En concret, d'acord amb les correlacions històriques entre l'índex de Zillow, endarrerit 12 mesos, i el component *shelter*, aquest s'hauria de situar al voltant del 4,5% al final de l'any i una mica per damunt del 3% cap a la meitat del 2024. Així, només per l'efecte directe de la caiguda interanual del Zillow, la inflació general als EUA podria regular 1,0 i 1,5 p. p. al final de l'any i cap a la meitat de l'any següent, respectivament. A més a més, la situació del mercat de lloguer als EUA ofereix alguns senyals de distensió. Per exemple, en el 1T 2023, el percentatge d'habitatges disponibles per lloguer en relació amb el total d'habitatges en lloguer es va situar per damunt de la mitjana del 2021 i del 2022, tot i que encara es troba per sota de la mitjana des del 1965 (vegeu el quart gràfic).

Dit això, la situació no és homogènia ni entre ciutats ni entre regions dels EUA. Les diferències en el preu dels lloguers són substancials, i, com es pot veure a l'últim gràfic, també ho és la seva variació interanual. Mentre que, en algunes ciutats, s'observen reculades en els preus del lloguer (per exemple, a Las Vegas), en altres (com Boston), els increments interanuals del preu en els nous lloguers segons Zillow estan sent substancials (el +7%).

Així i tot, a mesura que la inflació del *shelter* continuï disminuint, atès el seu elevat pes a la cistella de consum, el conjunt de la inflació general i nucli es continuarà moderant. A més a més, amb la desinflació també visible a bona part de la resta de la cistella de consum, la Reserva Federal té arguments per aturar aviat les pujades de tipus d'inte-

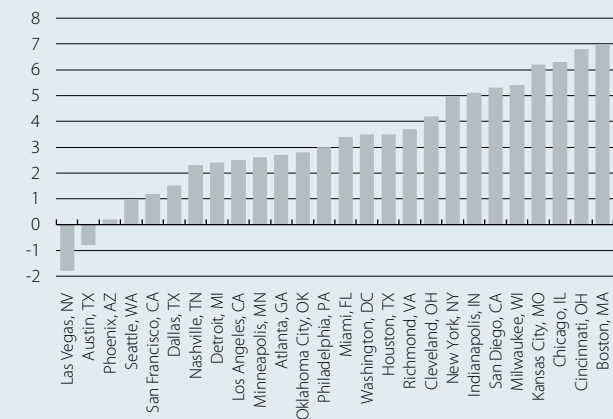
2. Vegeu Adams, B. et al. (2022), «Disentangling Rent Index Differences: Data, Methods, and Scope», Working Paper, núm. 22-38, Banc de la Reserva Federal de Cleveland.

EUA: habitatges disponibles per a lloguer
(% sobre el total del parc d'habitatges en lloguer)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'US Census Bureau.

EUA: preu dels lloguers
Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Zillow.

rès. No obstant això, la velocitat a la qual la inflació tornarà al 2% és incerta, i, en absència d'un refredament bruscat de l'activitat econòmica, la Reserva Federal s'inclinarà, probablement, per mantenir encara l'entorn de tipus d'interès alts força trimestres.

Ricard Murillo Gili