

Resumen

Los precios de la vivienda en Estados Unidos se aceleraron rápidamente durante la pandemia de COVID-19 debido a los cambios en las preferencias habitacionales de los hogares, generoso apoyo fiscal a la renta y una importante acomodación de la política monetaria. Tipos de interés históricamente bajos permitieron a una gran fracción de propietarios con hipotecas refinanciar sus préstamos a tipo fijo a largo plazo para liberar flujo de efectivo y protegerse contra futuros aumentos de tipos de interés. Más tarde surgieron presiones inflacionarias significativas y el banco central puso en marcha una política monetaria más restrictiva, lo que se tradujo en tipos de interés hipotecarios más altos. Los precios de la vivienda fueron muy resistentes al cambio de política, debido al crecimiento de los ingresos y la débil demanda y oferta asociadas con el entorno de tipos de interés más altos.

Palabras clave: vivienda, hipotecas, tipos de interés.

Abstract

U.S. home prices accelerated rapidly during the Covid pandemic due to changing household preferences for space, generous federal income support, and significant monetary policy accommodation. Historically low interest rates allowed a large fraction of homeowners with mortgages to refinance their long-term fixed rate loans to free up cash flow and protect them against future interest rate increases. Significant inflationary pressures later emerged, and the central bank rapidly tightened monetary policy, which translated into higher mortgage interest rates. Home prices were remarkably resilient to the policy change, owing to income growth and weak demand and supply associated with the higher interest rate environment.

Keywords: housing, mortgages, interest rates.

JEL classification: G20.

TENDENCIAS RECIENTES EN LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA Y LOS TIPOS DE INTERÉS HIPOTECARIOS EN ESTADOS UNIDOS (*)

W. Scott FRAME

Structured Finance Association

Kristopher GERARDI

Federal Reserve Bank of Atlanta

I. INTRODUCCIÓN

LOS precios de la vivienda en Estados Unidos aumentaron de manera significativa durante la pandemia de COVID-19, ya que las preferencias se vieron notablemente alteradas, las autoridades fiscales brindaron generoso apoyo económico y la Reserva Federal proporcionó un acomodo monetario significativo. El valor de la vivienda creció aproximadamente un 30 por 100 a nivel nacional en el transcurso de dos años (2020-2021), con variaciones entre Estados y áreas metropolitanas. Dinámicas similares surgieron en Australia, Canadá y en algunos lugares del norte de Europa.

A medida que la pandemia retrocedió en Estados Unidos, la inflación aumentó y comenzó a ser considerada persistente. Un importante factor del alza de la inflación fue el coste residencial, medido por el alquiler y el equivalente en coste de alquiler de los propietarios, que tienden a ser un indicador adelantado del crecimiento de los precios de la vivienda. Los elevados registros de inflación llevaron a un cambio drástico en la política monetaria en Estados Unidos y muchas otras jurisdicciones de todo el mundo. La Reserva Federal elevó su rango objetivo del tipo de in-

terés de los fondos federales del 0-0,25 al 5,00-5,25 por 100 en el transcurso de quince meses (de marzo de 2022 a junio de 2023) y comenzó a reducir el tamaño de su balance. De manera similar, el Banco Central Europeo (BCE) aumentó su tipo de interés de referencia del 0 al 4 por 100, y el Banco de Inglaterra del 0,5 al 5 por 100 en el mismo período.

En general, los tipos de interés de política monetaria más elevados llevan a tipos hipotecarios más altos, aunque la relación varía según las jurisdicciones debido a las diferencias en los contratos de hipotecas. En Estados Unidos, el contrato hipotecario predominante es a largo plazo (15 o 30 años), a tipo fijo, completamente amortizable y continuamente cancelable. Por tanto, la transmisión de los tipos de interés de la política monetaria estadounidense a los tipos hipotecarios es moderada, ya que se extiende a lo largo de la curva de rendimiento y está influenciada por el efecto de la volatilidad de los tipos de interés en la opción de cancelación anticipada. En cambio, muchos otros países históricamente han tenido contratos completamente ajustables (de tipo variable) y solo han visto un aumento reciente en el uso de contratos híbridos con tipos fijos de uno a cinco años. En estos lugares, los cambios

en la política monetaria afectan directamente a los ingresos de los hogares por los cambios que suponen para los pagos hipotecarios.

Los bruscos aumentos en los tipos de política monetaria e hipotecarios, junto con los temores a una recesión, generaron preocupación sobre las perspectivas de los precios de la vivienda para 2023 en muchas jurisdicciones. Si bien los precios agregados de la vivienda en Estados Unidos cayeron ligeramente a finales de 2022/principios de 2023, desde entonces se han estabilizado y han vuelto a crecer. Además, los tipos de capitalización siguen siendo bastante bajos en comparación con los tipos a largo plazo del Tesoro, ya que el crecimiento de los alquileres no ha seguido el ritmo de los precios de las viviendas. Una explicación para esto es que los propietarios existentes tienen hipotecas a tipo fijo con tipos de interés mucho más bajos que los disponibles actualmente, lo cual es valioso y reduce su incentivo para cambiar de vivienda. Los datos sobre listados de ofertas de las agencias inmobiliarias y de ventas de vivienda son consistentes con este comportamiento. La actividad de construcción ha sido modesta en el entorno de tipos de interés más altos.

La siguiente sección repasa el funcionamiento del sistema de financiación hipotecaria en Estados Unidos. En la sección tres, se explora el auge de la vivienda durante la pandemia de COVID-19 en 2020 y 2021, discutiendo sus principales causas. La sección cuatro documenta la desaceleración del mercado de la vivienda en Estados Unidos durante 2022 y hasta 2023 a medida que la política monetaria se ajustó rápidamente y los tipos hi-

potecarios aumentaron significativamente. La sección cinco ofrece algunas observaciones finales.

II. UN REPASO AL SISTEMA HIPOTECARIO ESTADOUNIDENSE

Los contratos hipotecarios más populares en Estados Unidos son préstamos a largo plazo (de 30 y 15 años), completamente amortizables, que incorporan una opción de prepago continuo. Otra característica distintiva de las hipotecas en Estados Unidos es que están financiadas principalmente por los mercados de capitales, pero con una intervención significativa por parte del Gobierno federal.

La generación de hipotecas se lleva a cabo tanto por bancos como por instituciones financieras no bancarias, aunque los bancos tienen una ventaja significativa para financiar préstamos con depósitos asegurados. Por tanto, los bancos eligen posteriormente si mantener las hipotecas en su balance o venderlas en el mercado secundario, mientras que las agencias hipotecarias transfieren toda su producción de préstamos al mercado secundario. El mercado secundario de hipotecas principalmente implica la titulización, es decir, la creación de valores respaldados por hipotecas (*MBS*, por sus siglas en inglés), aunque también se realizan ventas de préstamos completos.

El mercado primario de hipotecas se segmenta en tres partes según las características del prestatario y del préstamo: i) el mercado gubernamental; ii) el mercado convencional-conforme; y iii) el mercado convencional no conforme.

El «mercado gubernamental» se refiere a los préstamos que lle-

van seguro hipotecario contra el riesgo crediticio de la Administración Federal de Vivienda (Federal Housing Administration), el Departamento de Asuntos de Veteranos (Department of Veteran's Affairs) o el Servicio de Vivienda Rural (Rural Housing Service) (1). Estos préstamos generalmente están dirigidos a hogares con ingresos bajos a moderados, bajos o nulos pagos iniciales y antecedentes crediticios débiles. Prácticamente todas las hipotecas aseguradas por el Gobierno son titulizadas por prestamistas a través de la Asociación Hipotecaria Nacional del Gobierno (Ginnie Mae), que es una agencia dentro del Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano de los Estados Unidos. Los valores respaldados por hipotecas de Ginnie Mae tienen una garantía explícita del Gobierno de Estados Unidos de un pago puntual de todo el principal e interés. Hasta el segundo trimestre de 2023, había casi 2,3 billones de dólares de valores de Ginnie Mae en circulación, lo que representa, aproximadamente, el 16,5 por 100 de la deuda hipotecaria unifamiliar total en circulación.

Las hipotecas convencionales-conformes son aquellas que son elegibles para ser compradas o titulizadas tanto por la Asociación Hipotecaria Nacional del Gobierno (Fannie Mae) como por la Corporación Federal de Préstamos Hipotecarios para Viviendas (Freddie Mac), que son empresas patrocinadas por el Gobierno creadas con este propósito (2). Una hipoteca «convencional» es simplemente cualquier hipoteca no gubernamental, mientras que «conforme» se refiere a la elegibilidad de los préstamos para ser vendidos a Fannie Mae o Freddie Mac (por ejemplo, tener

un saldo principal por debajo del «límite de préstamo conforme»). Al igual que Ginnie Mae, Fannie Mae y Freddie Mac proporcionan garantías generales en sus valores respaldados por hipotecas (*MBS*, por sus siglas en inglés); y su capacidad para hacerlo con éxito se basa en su relación especial con el Gobierno de los Estados Unidos. A mediados de 2023, Fannie Mae y Freddie Mac juntos financiaron casi 6,7 billones de dólares en hipotecas unifamiliares (el 48,4 por 100 de los préstamos pendientes). Colectivamente, los *MBS* emitidos y garantizados por Ginnie Mae, Fannie Mae y Freddie Mac a menudo se conocen en el mercado como «*MBS* de Agencia».

El mercado de hipotecas residenciales no conformes convencionales estaba históricamente compuesto por préstamos que simplemente superaban el límite de préstamo conforme, conocidos como «hipotecas jumbo». Dado la ausencia de garantías gubernamentales en el mercado secundario, una gran parte de las hipotecas jumbo se mantienen en los balances de los bancos. Sin embargo, algunas se titilizan de forma privada, con una estructura generalmente similar a la de otros valores respaldados por activos del consumidor (es decir, los prestamistas trabajan con un banco de inversión para crear un conjunto de valores respaldados por un grupo de préstamos con flujos de efectivo estructurados y priorizados para diferentes clases de inversores). Las hipotecas no gubernamentales otorgadas a prestatarios con ingresos difíciles de documentar, pero con saldos por debajo del límite de préstamo conforme, son una pequeña parte del mercado. Prácticamente todos estos préstamos se titilizan de forma pri-

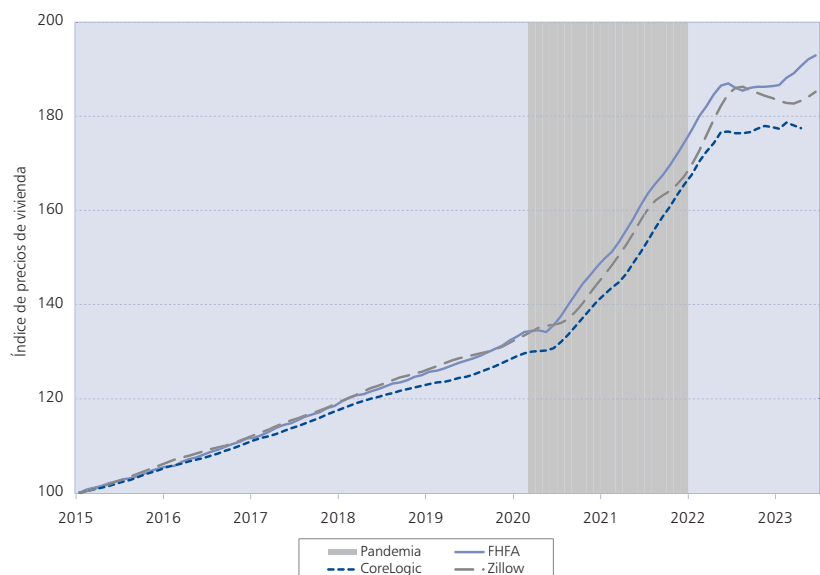
vada. A mediados de 2023, los valores respaldados por activos no gubernamentales pendientes alcanzaron los 429.000 millones de dólares, o el 3,1 por 100 de los préstamos pendientes.

La base para los tipos de interés hipotecarios primarios que pagan los propietarios de viviendas son los tipos de interés del mercado secundario pagados a los inversores de *MBS* de Agencia para los valores respaldados por Ginnie Mae y los valores respaldados por hipotecas uniformes (*UMBS*, por sus siglas en inglés) garantizados por Fannie Mae o Freddie Mac. Los *MBS* de Agencia se crean y negocian con cupones (pagos de interés a inversores) en incrementos de 50 puntos básicos, y la tasa del mercado secundario consistente con el valor nominal

se conoce como la tasa de «cupón actual». La diferencia entre las dos series, o el «*spread* primario-secundario», refleja varios factores. Primero, todos los prestatarios de hipotecas convencionales conformes pagan 25 puntos básicos por el servicio de préstamo. Segundo, Fannie Mae y Freddie Mac cobran tarifas de garantía (primas de seguro) para garantizar el pago puntual del principal e interés en los *UMBS*. Tercero, los originadores de préstamos necesitan cubrir sus costes, incluyendo un rendimiento sobre el patrimonio, que puede variar con el tiempo. Finalmente, durante períodos de alta demanda de hipotecas (oleadas de refinanciación), el *spread* tiende a ampliarse debido a limitaciones de capacidad del originador (véase, por ejemplo, Fuster *et al.*, 2017).

GRÁFICO 1

**PRECIOS DE LA VIVIENDA EN ESTADOS UNIDOS:
ENERO DE 2015-JUNIO DE 2023**



Nota: El gráfico presenta los precios mensuales de la vivienda en Estados Unidos desde enero de 2015 hasta junio de 2023. Cada índice se normaliza a 100 al inicio del período. El área sombreada representa el período de la pandemia, 2020 y 2021.

Fuentes: CoreLogic, Federal Housing Finance Agency (FHFA) y Zillow.

III. PRECIOS DE LA VIVIENDA Y TIPOS HIPOTECARIOS EN ESTADOS UNIDOS: 2020-2021

Los precios de la vivienda en Estados Unidos aumentaron significativamente durante la pandemia. El gráfico 1 presenta los índices de precios de vivienda nacionales de CoreLogic, la Federal Housing Finance Agency (FHFA) y Zillow desde 2015 (enero de 2015 = 100). Durante el período de dos años desde 2019: YE hasta 2021: YE (parte sombreada de la figura), se estimó que los precios de la vivienda aumentaron entre un 27 por 100 (Zillow) y un 32 por 100 (FHFA).

Los economistas generalmente atribuyeron el aumento masivo en los precios de la vivienda a tres factores relacionados con la demanda: i) cambios en las preferencias de vivienda; ii) transferencias fiscales sin precedentes; y iii) flexibilización de la política monetaria.

Preferencias de vivienda

Las preferencias de vivienda se vieron notablemente alteradas por la pandemia, ya que los hogares buscaron abandonar las áreas urbanas congestionadas y mudarse a lugares suburbanos o rurales en busca de espacio para trabajar desde casa. Esto naturalmente llevó a una significativa nivelación de los precios y las rentas dentro de las áreas metropolitanas. Gupta *et al.* (2021) proporcionan evidencia de que estos cambios relativos de precios variaron entre ciudades dependiendo de la prevalencia del trabajo desde casa, la regulación del mercado de vivienda y la elasticidad de la oferta de vivienda. Ramani y Bloom (2021) observan

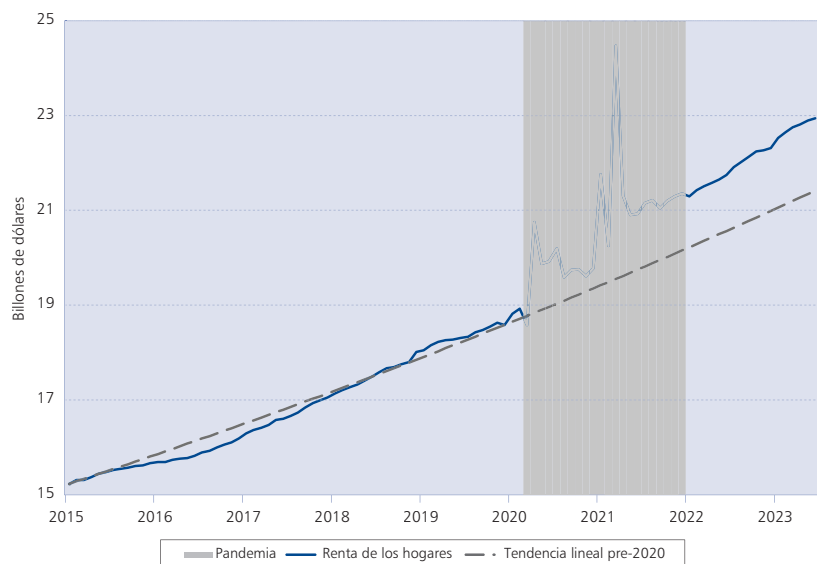
que este efecto fue más fuerte en las ciudades más grandes, un fenómeno al que Liu y Su (2021) se refieren como una reducción en la demanda «por densidad». D'Lima, López y Pradhan (2021) ofrecen evidencia a nivel de propiedad que apoya la visión de una nivelación de los precios de las viviendas dentro de las ciudades durante la pandemia. Mondragon y Wieland (2022) estiman que el trabajo remoto representó más de la mitad del aumento de los precios de las viviendas entre diciembre de 2019 y noviembre de 2021.

Apoyo fiscal

El Congreso de los Estados Unidos aprobó la Ley CARES (conocida en inglés como el Coronavirus Aid, Relief, and Economic

Security Act), en marzo de 2023, que respaldó y amplió los ingresos de los hogares a través de diversas medidas. Para el mercado de viviendas, la ley incluyó una moratoria de ejecuciones hipotecarias y una suspensión de los pagos de hipotecas garantizadas por el Gobierno para garantizar que los propietarios pudieran permanecer en sus hogares. La Ley CARES también amplió significativamente los beneficios del seguro de desempleo y proporcionó pagos de impacto económico (cheques de estímulo) a la mayoría de los hogares. Estos beneficios fueron ampliados aún más por el Plan de Rescate Estadounidense de 2021. El gráfico 2 muestra que los ingresos personales agregados de los hogares aumentaron considerablemente después de la aprobación de estas dos leyes y se

GRÁFICO 2
RENTA DE LOS HOGARES EN ESTADOS UNIDOS:
ENERO DE 2015-JUNIO DE 2023



Nota: Este gráfico presenta la renta mensual de los hogares en Estados Unidos desde enero de 2015 hasta junio de 2023, en billones de dólares. También se proporciona una tendencia temporal lineal basada en el ingreso promedio mensual anterior a la pandemia. El área sombreada representa el período de la pandemia, 2020 y 2021.

Fuente: Oficina de Análisis Económico (Bureau of Economic Analysis [BEA]).

mantuvieron muy por encima de su tendencia previa a la pandemia hasta 2023. Además, como muestran Dettling y Lambie-Hanson (2021), hubo una variación significativa en el crecimiento de los ingresos per cápita de los hogares entre estados y condados. Lin (2023) explora esta variación y encuentra que los precios de las viviendas crecieron significativamente más rápido en áreas metropolitanas donde los residentes recibieron pagos per cápita más grandes durante 2020-2021.

Política monetaria acomodaticia

La Reserva Federal respondió rápidamente a la significativa interrupción de los mercados financieros al comienzo de la pandemia de COVID-19 en marzo de 2020, reduciendo su objetivo del tipo de los fondos federales en dos reuniones no programadas (3 y 15 de marzo) del 1,50-1,75 por 100 al 0,25 por 100. El banco central también anunció que participaría en compras a gran escala de bonos del Tesoro de los Estados Unidos y valores respaldados por hipotecas de Agencia para respaldar la función del mercado de activos esenciales. El objetivo inicial fue aumentar las tenencias de bonos del Tesoro en al menos 500.000 millones de dólares y las tenencias de valores respaldados por hipotecas de Agencia en al menos 200.000 millones, además de reinvertir todos los pagos de principal recibidos. Esta directiva se modificó una semana después para aumentar las compras en cantidades necesarias para respaldar el funcionamiento adecuado de estos mercados. El FOMC (Federal Open Market Committee) modificó su enfoque en su reunión de junio de 2020, aumentando las compras de bonos del Tesoro y valores respaldados por hipotecas



cas de Agencia a 80.000 millones y 40.000 millones de dólares al mes, respectivamente, más reinversiones. Si bien las condiciones en estos mercados mejoraron rápidamente, el banco central continuó comprando activos a largo plazo para fomentar condiciones financieras ampliamente acomodaticias. Se anunció una reducción de las compras de activos en noviembre de 2021 y hubo reducciones constantes en estas cantidades hasta que las compras cesaron en marzo de 2022. Desde marzo de 2020 hasta marzo de 2022, la Reserva Federal aumentó sus tenencias de bonos del Tesoro de 2,6 a 5,8 billones de dólares y las tenencias de valores respaldados por hipotecas de Agencia de 1,4 a 2,7 billones.

Las compras de activos a gran escala de la Reserva Federal tenían como objetivo reducir los rendimientos de los bonos del Tesoro a largo plazo y ajustar el diferencial entre los valores respaldados por hipotecas de Agencia y los bonos del Tesoro a largo plazo. Esto, a su vez, redujo los tipos de interés hipotecarios y permitió que la mayoría de los propietarios que no estaban en suspensión de pagos refinanciaran sus préstamos y redujeran sus pagos mensuales. El gráfico 3 muestra el tipo de los bonos del Tesoro a diez años, así como el tipo de interés del mercado hipotecario primario (pagado por los propietarios) y el tipo de mercado secundario (pagada a los inversores de UMBS) para pres-

tamos convencionales-conformes entre enero de 2020 y junio de 2023.

Con el inicio de la pandemia en marzo de 2020, los tipos de los bonos del Tesoro de EE. UU. cayeron por debajo del 1 por 100 durante el resto de ese año. Los tipos de mercado secundario de las hipotecas también cayeron y se ajustaron al tipo de los bonos del Tesoro a diez años debido a las compras de activos a gran escala de la Reserva Federal. Si bien los tipos de mercado hipotecario primario también disminuyeron, su diferencial con los tipos de mercado secundario se amplió a medida que la mayoría de los propietarios refinanciaron sus préstamos y ejercieron presión sobre la capacidad de los originadores (Fuster *et al.*, 2021). La brecha entre el mercado primario y secundario se normalizó en 2021, aunque la brecha secundaria con respecto a los tipos de los bonos del Tesoro a diez años se estrechó históricamente debido a las continuas compras de valores respaldados por hipotecas de Agencia por parte del banco central (véase Frame *et al.*, 2021). Liu y Su (2021) proporcionan una idea del papel de la disminución de los tipos hipotecarios en la apreciación de los precios de las viviendas durante la pandemia. Los autores señalan que los precios de la vivienda son muy sensibles a los tipos de interés en el modelo canónico del «coste de uso» de los precios de las viviendas (especialmente cuando las tasas son muy bajas) y podrían explicar la experiencia del COVID-19. Sin embargo, los autores proporcionan evidencia macroeconómica que sugiere que la sensibilidad de los precios de las viviendas a los tipos de interés es mucho más débil: una disminución de 100 puntos

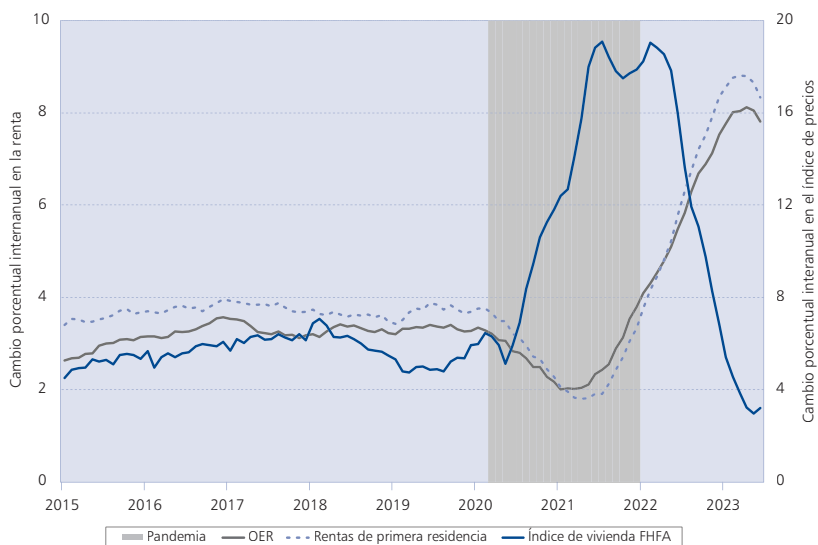
básicos en los tipos hipotecarios se asocia con un aumento de aproximadamente el 2 por 100 en los precios de las viviendas. La evidencia micro de DeFusco y Paciorek (2017), Adelino, Schoar y Severino (2022) y Chudik y Kumar (2023) se ajusta a esta estimación.

IV. PRECIOS DE LA VIVIENDA Y TIPOS HIPOTECARIOS EN ESTADOS UNIDOS: 2022-2023 (PRIMER SEMESTRE)

La inflación de la vivienda, compuesta principalmente por el crecimiento en precios del alquiler de viviendas principales y el equivalente de alquiler para propietarios, es un componente importante de las medidas de

inflación agregada. Esto es especialmente cierto para el índice de precios de consumo (IPC), que se considera relacionado en un 34,4 por 100 con la evolución de precios de la vivienda. Como señalan Bolhuis, Cramer y Summers (2022), la forma en que se mide la inflación de la vivienda, como el crecimiento promedio de los precios entre todos los ocupantes de viviendas, en lugar del aumento promedio de precios que enfrenta alguien que busca vivienda hoy, implica que los acontecimientos pasados del mercado de vivienda tienen incidencia en la inflación de la vivienda en la actualidad. Zhou y Dolmas (2021) discuten también cómo el crecimiento de los precios de las viviendas es un predictor útil de la inflación de la vivienda, aunque con un retraso significativo. El gráfico 4 muestra esto al

GRÁFICO 4
CRECIMIENTO DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA EN ESTADOS UNIDOS
E INFLACIÓN RESIDENCIAL: ENERO DE 2015-JUNIO DE 2023



Nota: El gráfico presenta el crecimiento anualizado de los precios de la vivienda en Estados Unidos y la inflación residencial (alquiler de la residencia principal y equivalente de alquiler de propietarios, o OER) del índice de precios al consumidor desde enero de 2015 hasta junio de 2023.

Fuente: Federal Housing Finance Agency (FHFA).

trazar el crecimiento de los precios de la vivienda de CoreLogic y el crecimiento del IPC en el alquiler de viviendas principales y del equivalente de alquiler para propietarios entre enero de 2015 y junio de 2023. A medida que los precios de la vivienda se dispararon en 2020 y 2021, la inflación de la vivienda se mantuvo contenida. Sin embargo, esto cambió en 2022.

En respuesta a la alta y persistente inflación, la Reserva Federal comenzó a endurecer su política monetaria en marzo de 2022 y elevó su objetivo de política del 0,25 por 100 al 4,25-4,50 por 100 a fin de año (un endurecimiento adicional durante la primera mitad de 2023 llevó el rango objetivo a 5-5,25 por 100.) El banco central también comenzó a reducir el tamaño de su balance en junio de 2022 al reinvertir los pagos de principal de las tenencias vencidas solo en la medida en que superaran los 30.000 millones de dólares para los bonos del Tesoro y los 17.500 millones para los valores respaldados por hipotecas de Agencia. Estos límites aumentaron a 60.000 millones y 35.000 millones de dólares, respectivamente, en septiembre de 2022.

La respuesta de los tipos de interés a largo plazo a este ciclo de endurecimiento fue menos pronunciada que el aumento del tipo de referencia de política monetaria. Volviendo al gráfico 3, el tipo de los bonos del Tesoro a diez años comenzó 2022 en el 1,5 por 100 y alcanzó su punto máximo en el 4,2 por 100 a fines de octubre; y se situó en aproximadamente el 3,9 por 100 a fin de año (y junio de 2023). Entonces, mientras que el tipo de interés de los fondos federales subió

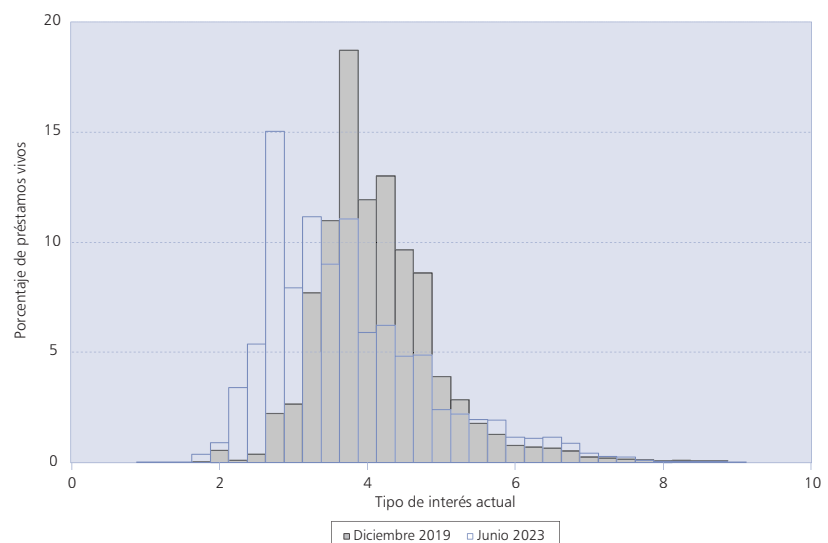
500 puntos básicos, el tipo de referencia a largo plazo de los bonos del Tesoro subió solo 240 puntos básicos.

El tipo promedio de las hipotecas fijas a treinta años comenzó 2022 en un 3,1 por 100 y alcanzó su punto máximo a finales de octubre de 2022 en un 7,1 por 100. Se situó en el 6,7 por 100 a finales de junio de 2023. Si bien tanto los rendimientos de los bonos del Tesoro a diez años como las tasas hipotecarias aumentaron durante el ciclo de endurecimiento, su diferencia era de 160 puntos básicos a principios de 2022. Se amplió a hasta 320 puntos básicos en octubre de 2022 y se situó en 290 puntos básicos a mediados de 2023. Este ensanchamiento fue impulsado por los rendimientos

del mercado secundario, que se vio influenciado por el fin de las compras de valores respaldados por hipotecas de Agencia de la Reserva Federal, así como por la volatilidad de los tipos de interés, que aumenta el coste de la opción de prepago incorporada en las hipotecas de Estados Unidos (véase Frame y McCormick, 2023, para obtener más información sobre el aumento de la volatilidad de los tipos de interés en Estados Unidos y los tipos hipotecarios durante 2022).

El aumento de los tipos de interés primarios en 2022 enfrió el mercado de la vivienda. Los precios nacionales se mantuvieron planos durante la segunda mitad del año (gráfico 1). Curiosamente, hay cierta divergencia en los índices de precios de las

GRÁFICO 5
DISTRIBUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRESTATARIOS DE HIPOTECAS A TIPO FIJO EN ESTADOS UNIDOS: DICIEMBRE DE 2019 Y JUNIO DE 2023



Nota: El gráfico presenta la distribución de los tipos de interés de los prestatarios de hipotecas a tipo fijo a diciembre de 2019 y junio de 2023.

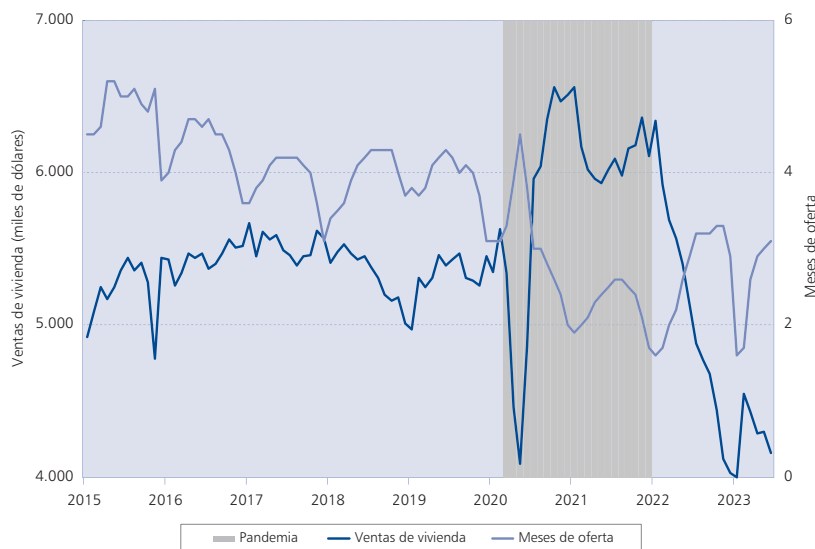
Fuente: Los datos se basan en información de servicio a nivel de préstamo de McDash Analytics.

viviendas durante la primera mitad de 2023, ya que la medida de la FHFA aumentó un 3,4 por 100 en los primeros seis meses del año, mientras que según CoreLogic se mantuvo estable. La resistencia del mercado de la vivienda es un poco sorprendente si se tienen en cuenta estimaciones anteriores que sugieren, *ceteris paribus*, que un movimiento de 100 puntos básicos en los tipos hipotecarios está negativamente asociado con un cambio del 2 por 100 en el valor de las viviendas. Los analistas han señalado algunas posibles razones para la estabilidad en los precios de la vivienda.

Una razón importante es que los propietarios con hipotecas están pagando tipos de interés que están muy por debajo del tipo de mercado actual. Una posibilidad es que parte del ajuste no se haya producido aún. El gráfico 5 presenta la distribución de los tipos de interés de las hipotecas fijas a 30 años pendientes entre diciembre de 2019 y junio de 2023. Antes del inicio de la pandemia en diciembre de 2019, el tipo de interés hipotecario medio estaba en el rango del 3,75-4 por 100 con gran parte de la concentración exactamente en el 4 por 100 y el 5 por 100. Como resultado de la actividad de ventas y refinanciación, la distribución se movió a la baja. A partir de junio de 2023, el tipo de interés promedio hipotecario se encontraba en el rango del 2,75-3 por 100 con gran parte de la concentración en el 3 por 100 y el 4 por 100.

Tener una hipoteca con un tipo de interés mucho más bajo que el actual es valioso para los propietarios existentes y reduce incentivo a mudarse de casa.

GRÁFICO 6
VENTAS DE VIVIENDAS USADAS EN ESTADOS UNIDOS Y MESES DE OFERTA DE VIVIENDA EN VENTA: ENERO DE 2015-JUNIO DE 2023



Nota: El gráfico presenta datos mensuales de la Asociación Nacional de Agentes Inmobiliarios sobre las ventas de viviendas usadas en Estados Unidos y los meses de oferta de viviendas en venta desde enero de 2015 hasta junio de 2023. La oferta de meses se refiere al número de meses que se tardaría en vender el inventario actual de viviendas en el mercado dado el ritmo actual de ventas.

Fuente: Asociación Nacional de Agentes Inmobiliarios de Estados Unidos.

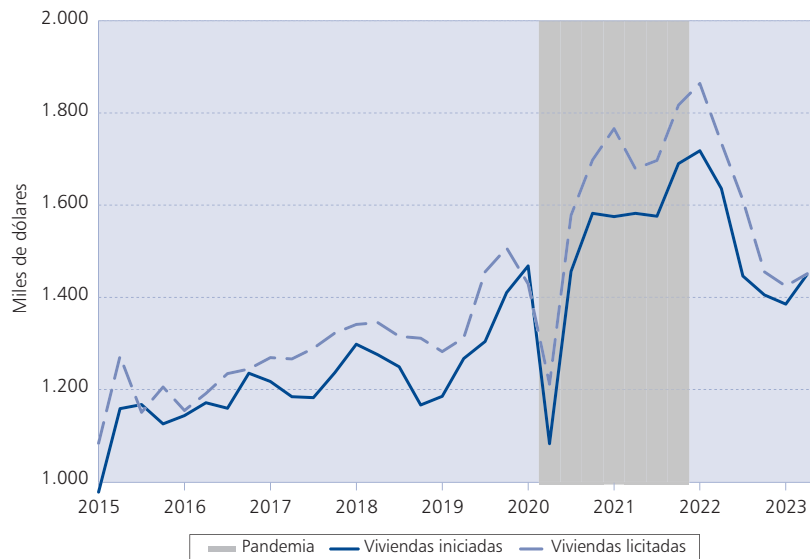
Consistente con esto, el gráfico 6 muestra que los volúmenes de transacciones de viviendas existentes han disminuido significativamente. El gráfico también proporciona los meses que se mantienen ofertadas las propiedades ofrecidas por los agentes inmobiliarios, que también es relativamente bajo en comparación con los estándares históricos.

Una respuesta natural del mercado a los niveles de precios de vivienda más altos es la construcción de nuevas viviendas. El gráfico 7 presenta datos trimestrales sobre permisos y comienzos de viviendas desde el primer trimestre de 2015 hasta el segundo trimestre de 2023. Se puede ver claramente la disminución significativa en la actividad de cons-

trucción que ocurrió con el inicio de la pandemia. Sin embargo, la actividad de oferta de vivienda se recuperó rápidamente y se aceleró hasta el primer trimestre de 2022, antes de volver a caer a las tendencias anteriores a la pandemia. De manera anecdótica, los constructores informan que la actividad se está desacelerando a medida que aumentan los costes de suelo, mano de obra y materiales debido a la inflación y los mayores costes de financiación del proyecto.

En conjunto, los precios de la vivienda en Estados Unidos se han mantenido estables debido a la continuación de la fortaleza económica junto con una demanda fuerte y una oferta débil asociadas con el entorno de tipos de interés más altos.

GRÁFICO 7
PERMISOS E INICIOS DE CONSTRUCCIÓN DE VIVIENDA EN ESTADOS UNIDOS: ENERO DE 2015-JUNIO DE 2023



Nota: Este gráfico presenta datos mensuales de permisos e inicio de construcción de viviendas en Estados Unidos, en miles, desde enero de 2015 hasta junio de 2023. El área sombreada representa el período de la pandemia, 2020 y 2021.

Fuente: Oficina del Censo.

V. CONCLUSIONES

Los precios de la vivienda en Estados Unidos se aceleraron rápidamente durante la pandemia de la COVID-19, aumentando aproximadamente un 30 por 100 durante 2020-2021, debido a los cambios en las preferencias habitacionales de las familias, el generoso apoyo federal a la renta de los hogares y la significativa flexibilización monetaria por parte de la Reserva Federal. Como resultado, surgieron presiones inflacionarias significativas y el banco central endureció rápidamente la política monetaria aumentando sus tipos de interés objetivo a corto plazo en 500 puntos básicos durante 2022 y la primera mitad de 2023. A pesar del aumento asociado en los tipos de interés hipotecarios, los precios de la vivienda mostraron una notable resistencia. Esto pare-

ce ser el resultado de un continuo crecimiento de los ingresos, junto con una débil demanda y oferta relacionadas con el entorno de tipos de interés más altos.

NOTAS

(*) Artículo traducido al español por SARAH HANSEN.

(1) La Administración Federal de Vivienda (FHA) forma parte del Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano de los Estados Unidos, y el Servicio de Vivienda Rural es parte del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos.

(2) Fannie Mae y Freddie Mac fueron creados por el Congreso de los Estados Unidos, y sus estatutos incluyen varias disposiciones únicas que durante mucho tiempo crearon la percepción de los inversores de que sus obligaciones están implícitamente respaldadas por el Gobierno de los Estados Unidos (por ejemplo, FRAME y WHITE, 2005). Ambas instituciones fracasaron simultáneamente durante la crisis financiera de 2008 y fueron colocadas bajo conservadurismo gubernamental con un respaldo sustancial del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos, lo que efectivamente convirtió sus obligaciones en

respaldadas por el Gobierno federal (FRAME et al., 2015).

BIBLIOGRAFÍA

- ADELINO, M., SCHOAR, A. y SEVERINO, F. (2012). Credit Supply and House Prices: Evidence from Mortgage Market Segmentation. *NBER Working Paper*, 17832.
- ALADANGADY, A., ANENBERG, E. y GARCÍA, D. (2022). House Price Growth and Inflation During Covid-19. *FEDS Notes* (November 17).
- AN, X., CORDELL, L., GENG, L. y LEE, K. (2021). Inequality in the Time of COVID-19: Evidence from Mortgage Delinquency and Forbearance. *Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper*, 21-09.
- BOLHUIS, M., CRAMER, J. y SUMMERS, L. (2022). The Coming Rise in Residential Inflation. *NBER Working Paper*, 29795.
- CHERRY, S., JIANG, E., MATVOS, G., PISKORSKI, T. y SERU, A. (2021). Government and Private Household Debt Relief During Covid-19. *NBER Working Paper*, 28357.
- CHUDIK, A. y KUMAR, A. (2023). Location, Location, Location: Mortgage Rate Impact Varies by Metro. *Dallas Fed Economics* (August 15).
- DEFUSCO, A. y PACIOREK, A. (2017). The Interest Rate Elasticity of Mortgage Demand: Evidence from Bunching at the Conforming Loan Limit. *American Economic Journal: Economic Policy*, 9(1), pp. 210-240.
- DETLING, L. y LAMBIE-HANSON, L. (2021). Why is the Default Rate So Low? How Economic Conditions and Public Policies Have Shaped Mortgage and Auto Delinquencies During the Covid-19 Pandemic. *FEDS Notes* (March 4).
- D'LIMA, W., LÓPEZ, L. y PRADHAN, A. (2021). Covid-19 and Housing Market Effects: Evidence from U.S. Shutdown Orders. *Real Estate Economics*, 50(2), pp. 303-339.
- FRAME, W. S., FUSTER, A., TRACY, J. y VICKERY, J. (2015). The Rescue of Fannie Mae and Freddie Mac. *Journal of Economic Perspectives*, 29(2), pp. 25-52.
- FRAME, W. S., GREENE, B. HULL, C. y ZORSKY, J. (2021). Fed's Mortgage-Backed

<p>Securities Purchases Sought Calm, Accommodation During Pandemic. <i>Dallas Fed Economics</i> (August 26).</p> <p>FRAME, W. S. y McCORMICK, M. (2023). Interest Rate Volatility Contributed to Higher Mortgage Rates in 2022. <i>Dallas Fed Economics</i> (April 4).</p> <p>FRAME, W. S. y WHITE, L. J. (2005). Fussing and Fuming Over Fannie and Freddie: How Much Smoke, How Much Fire? <i>Journal of Economic Perspectives</i>, 19(2), pp. 159-184.</p> <p>FUSTER, A., HIZMO, A., LAMBIE-HANSON, L., VICKEY, J. y WILLEN, P. (2021). How Resilient is Mortgage Credit Supply? Evidence from the Covid-19 Pandemic. <i>NBER Working Paper</i>, 28843.</p>	<p>FUSTER, A., LO, S. H. y WILLEN, P. S. (2017). The Time-Varying Price of Financial Intermediation in the Mortgage Market. <i>Staff Report</i>, 805. Federal Reserve Bank of New York.</p> <p>GUPTA, A., MITTAL, V., PEETERS, J. y VAN NIEUWERBURGH, S. (2021). Flattening the Curve: Pandemic-Induced Revaluation of Urban Real Estate. <i>Journal of Financial Economics</i>, 146, pp. 594-636.</p> <p>LIN, L. (2023). Fiscal Stimulus Payments, Housing Demand, and House Price Inflation. <i>SSRN</i> (July 18). https://ssrn.com/abstract=4300548</p> <p>LIU, S. y SU, Y. (2021). The Impact of the Covid-19 Pandemic on the Demand</p>	<p>for Density. <i>Economics Letters</i>, 207, 110010.</p> <p>LIU, H., LUCCA, D., PARKER, D. y RAYS-WAHBA, G. (2021). The Housing Boom and the Decline in Mortgage Rates. <i>Liberty Street Economics</i> (September 7).</p> <p>MONDRAGON, J. y WIELAND, J. (2022). Housing Demand and Remote Work. <i>NBER Working Paper</i>, 30041.</p> <p>RAMANI, A. y BLOOM, N. (2021). The Donut Effect of Covid-19 on Cities. <i>NBER Working Paper</i>, 28876.</p> <p>ZHOU, X. y DOLMAS, J. (2021). Surging House Prices Expected to Propel Rent Increases, Push Up Inflation. <i>Dallas Fed Economics</i> (August 24).</p>
--	---	--