



¿Viven los hogares estadounidenses por encima de sus medios?

El gasto de los consumidores, el patrimonio familiar y los precios inmobiliarios en Estados Unidos

Chris Faulkner-MacDonagh y Martin Mühleisen

EL AUGE del gasto de los consumidores, ya en su duodécimo año, ha logrado capear las numerosas sacudidas que en estos años ha sufrido la economía de Estados Unidos: los atentados terroristas y la creciente preocupación por la seguridad, una pronunciada caída bursátil y la recesión de 2001, y una serie de escándalos empresariales y financieros. Durante este período, la capacidad de resistencia de la demanda de los hogares no solo ha sostenido el crecimiento interno, sino que ha desempeñado un papel fundamental respaldando a la economía mundial.

Pero algunos observadores han visto con aprensión el aumento vertiginoso del gasto de los consumidores. La tasa de ahorro personal y el capital inmobiliario proporcional de los hogares marcaron mínimos históricos, y la deuda de los consumidores aumentó. Se teme que el aumento del consumo privado no sea sostenible y que el debilitamiento subsiguiente pueda echar por tierra la recuperación, y, en especial, que los consumidores se vean expuestos al estallido de lo que muchos consideran una "burbuja" inmobiliaria, dados los aumentos espectaculares en algunos mercados.

En un gran almacén neoyorquino, las compras navideñas atraen multitudes.

¿Viven los consumidores efectivamente por encima de sus medios? Al examinar la información extraída de trabajos para la consulta del Artículo IV del FMI de 2003 con Estados Unidos —el diálogo anual sobre políticas macroeconómicas y estructurales—, deducimos que los hogares estadounidenses están en mejor posición financiera de lo que aparentan.

¿Por qué es fuerte el gasto de los hogares?

El nivel de gasto de los consumidores está estrechamente relacionado con los aumentos de las rentas y el patrimonio personal. Los hogares se beneficiaron de un aumento de los mercados inmobiliario y bursátil de US\$3¼ billones y US\$2¼ billones, respectivamente, entre fines de 1995 y el segundo trimestre de 2003. Al mismo tiempo, otros componentes del patrimonio financiero —fundamentalmente las tenencias en efectivo y bonos— aumentaron US\$6½ billones, llevando el aumento total del patrimonio personal a alrededor del 120% del PIB. Como puede verse en el gráfico 1, hubo una relación inversa estrecha entre el patrimonio neto de los hogares y la tasa de ahorro personal, lo que concuerda con la hipótesis de la renta permanente, en virtud de la cual los gastos de los hogares responden principalmente a variaciones del patrimonio a largo plazo, más que a fluctuaciones de la renta a corto plazo.

Además, en el último trienio, el gasto de los consumidores estuvo respaldado por políticas macroeconómicas expansionistas. Una serie de reducciones tributarias hizo disminuir en US\$230.000 millones los pagos por concepto de impuesto a la renta de las personas físicas al gobierno federal, y el gasto público aumentó. Según una estimación, en 2001–03 el estímulo federal, estatal y local añadió anualmente 1–2½ puntos porcentuales al crecimiento.

El efecto de la política monetaria también ha sido considerable. Las medidas adoptadas por la Reserva Federal para bajar la tasa de referencia de los fondos federales del 6½% en 2000 al 1% en 2003 —la más baja en 50 años— estimularon ondas sucesivas de refinanciamiento hipotecario que liberaron grandes recursos financieros para costear el gasto de los consumidores. Esto se vio facilitado por la innovación y una mejor gestión del riesgo en los mercados financieros nacionales, lo que amplió el acceso de los hogares al crédito y dio mayor flexibilidad a los consumidores en la gestión de los balances.

Además del refinanciamiento hipotecario, los hogares han tomado otros préstamos para financiar el consumo, mediante tarjetas de crédito y préstamos personales a corto plazo. Los coeficientes de deuda han aumentado sin pausa desde mediados de la década pasada y marcaron un récord de 115% de la renta disponible a mediados de 2003 (gráfico 2). Aunque el aumento del endeudamiento privado podría llegar a ser preocupante, otros indicadores sugieren que los hogares quizás hayan limitado su riesgo financiero:

- Gracias a las bajas tasas de interés, la relación entre el servicio de la deuda y el ingreso aumentó en una proporción marginalmente escasa.
- El indicador amplio de servicio de la deuda de la Reserva Federal (que incluye los alquileres y otros pagos mensuales ordinarios) sigue rondando el 18% de la renta disponible; es

decir, muchos hogares simplemente reemplazaron los alquileres con pagos hipotecarios (a mediados de 2003, el índice de propiedad de viviendas había alcanzado el récord de 68½%).

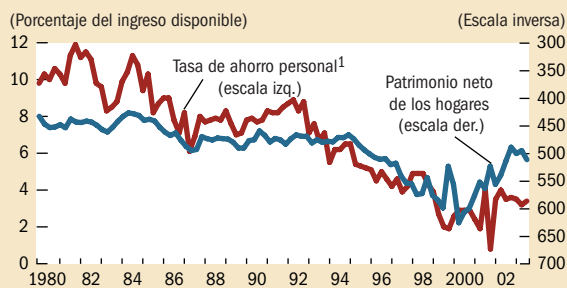
- El crecimiento de la deuda de los consumidores en relación con los activos familiares fue relativamente modesto; la recuperación del mercado accionario en 2003 reforzó aún más la situación financiera de los hogares.

Habida cuenta de las pérdidas de patrimonio a raíz del colapso de la burbuja bursátil, muchos observadores hubieran esperado un aumento más marcado del ahorro de los hogares, dada la estrecha relación inversa entre ambas variables. Pero como detalla Faulkner-MacDonagh (2003), el impacto sobre el consumo se vio mitigado por un cambio en la composición de la cartera patrimonial de los hogares, ya que la relación empírica entre formas patrimoniales más líquidas y el consumo es considerablemente más sólida que en el caso del patrimonio bursátil. Por eso, si bien la disminución del patrimonio se concentró en los títulos bursátiles, en los últimos años el aumento de otras formas patrimoniales, como bonos y efectivo, ayudó a mitigar los efectos de la caída del mercado bursátil sobre el gasto de los consumidores.

Gráfico 1

El ahorro, en descenso

El patrimonio neto de los hogares crece, pero el ahorro personal disminuye.

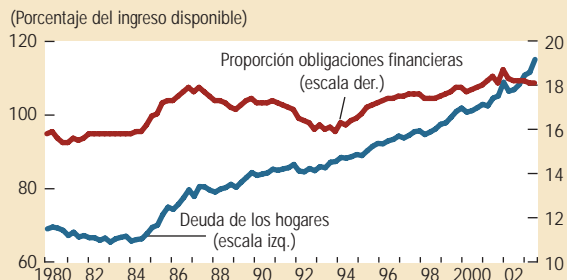


Fuente: Oficina de Análisis Económico. Banco de la Reserva Federal; y cálculos del personal técnico del FMI.
¹Previamente a las revisiones integrales de 2003.

Gráfico 2

La deuda de los hogares, en ascenso

Aunque la deuda de los hogares ha tendido al alza, los pagos por servicio de la deuda y otras obligaciones financieras aumentaron muy poco en relación con el ingreso disponible.



Fuentes: Banco de la Reserva Federal; y cálculos del personal técnico del FMI.

Estos resultados plantean asimismo que, por el momento, el ahorro de los hogares es congruente con los niveles de ingreso y patrimonio. Basado en datos de mediados de 2003, el modelo predice una tasa de ahorro en torno al 4½%, algo superior a la efectiva, estimada hoy en 3¼%. Esa diferencia no es tan grande como para impedir un ajuste gradual, pero según la revisión integral posterior de las cuentas nacionales, la tasa de ahorro de los hogares es del 2¼%, lo que hace la situación más preocupante. (Por falta de algunos datos críticos, fue imposible actualizar la predicción del modelo a tiempo antes de publicar este artículo.)

Según algunos analistas, el ahorro de los hogares tendría que aumentar para reducir los desequilibrios de la cuenta corriente mundial y prepararse para la jubilación de la generación de posguerra. Si ninguna otra variable cambiara, ese aumento reduciría el déficit en cuenta corriente nacional y la necesidad de capital externo. No obstante, si bien la tasa de ahorro personal de Estados Unidos parece relativamente baja desde una perspectiva internacional, puede ser coherente con la alta eficiencia de los mercados de capital nacionales y el uso de capital en las empresas nacionales. Un trabajo de 1996 sugiere que la baja tasa de ahorro personal está de acuerdo con el rendimiento relativamente alto de las inversiones estadounidenses.

Un informe de 2003 de la Oficina Presupuestaria del Congreso llega a una conclusión similar sobre la jubilación de la generación de posguerra: en promedio, los futuros jubilados tendrán más patrimonio e ingresos corrientes que las generaciones anteriores y se están capitalizando casi al mismo ritmo; es decir, tendrían mayormente un ingreso jubilatorio superior. Pero el informe advierte también que muchos hogares de bajo ingreso quizá no hayan adquirido activos suficientes para la jubilación y sigan dependiendo de la seguridad social.

Vivienda: ¿La próxima burbuja?

En los últimos años, con la caída bursátil, el sólido mercado inmobiliario fue fundamental para sustentar el gasto de los consumidores. La situación estadounidense se ha comparado a menudo con la del Reino Unido, España y Australia, donde para muchos los precios se dispararon mucho más allá de lo justificado por las variables fundamentales de la economía. Dado el posible efecto de una corrección abrupta de los precios inmobiliarios sobre el patrimonio y el consumo de los hogares —y para el crecimiento y la estabilidad financiera en general—, se impone un análisis.

Lo que motiva inquietud es que la tasa de incremento anual de la mediana de los precios inmobiliarios se aceleró al 6% en 2002, de alrededor del 4½% en 1995, con aumentos aún más rápidos en muchos mercados metropolitanos. Por ende, los precios reales de la vivienda superaron la tendencia a largo plazo tras una recuperación prolongada a partir del último bajón de fines de los años ochenta.

Esto refleja en parte una demanda creciente de vivienda de mejor calidad. Para las nuevas viviendas, el índice de precios ajustado según la calidad (tamaño, comodidades y equipa-

miento) aumentó mucho menos y apenas superó el promedio a largo plazo en 2002 (gráfico 3), y la creciente divergencia entre el promedio y la mediana de los índices de precios sugiere también que el alza de precios de los últimos años se concentró mayormente en el extremo superior del mercado.

Regionalmente, hay más variaciones. En un extremo, el alza reciente del valor real de la vivienda existente en el sur y el centro del país representa la primera mejoría sostenida de las condiciones del mercado en más de dos décadas. En el otro, los precios del oeste y noreste —especialmente las grandes ciudades— han sido mucho más volátiles en las últimas décadas, reflejando los altibajos de los sectores de la informática y la energía.

La tendencia al alza de los precios inmobiliarios ha estado respaldada por una serie de factores, muchos relacionados con el entorno económico positivo de fines de la década pasada:

- Los precios de la vivienda no parecen especialmente desalineados con la renta disponible (gráfico 4). Más aún, las tasas decrecientes de los préstamos hipotecarios

han permitido a los propietarios reducir los pagos mediante refinanciamiento o buscar vivienda más cara por el mismo pago mensual.

- El aumento patrimonial de los hogares durante la última década puede haber llegado finalmente al mercado inmobiliario, y las menores expectativas de un crecimiento bursátil continuo y rápido pueden haber persuadido a los inversores a volcar sus carteras a favor del mercado inmobiliario.

- Como los índices de propiedad de vivienda han aumentado marcadamente entre la gente de 30–40 años de edad, los últimos integrantes de la generación de posguerra pueden haber tenido un gran impacto en el mercado inmobiliario. La disminución del tamaño del hogar promedio y el aumento de la inmigración también pueden haber ayudado a impulsar la demanda.

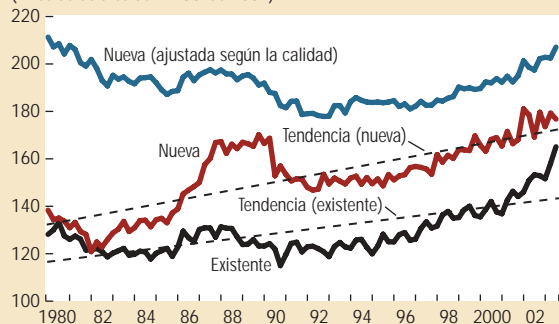
El balance de los hogares parece aún sólido en Estados Unidos.

Gráfico 3

Se impone la calidad

El alza de precios corresponde más o menos a la tendencia a largo plazo; el índice de precios ajustado según la calidad se aproxima al promedio a largo plazo.

(Miles de dólares de EE. UU. de 2002)



Fuentes: Oficina Estadounidense de Censos; Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano, y Asociación Nacional de Agentes Inmobiliarios.

Gráfico 4

Relación estable

La relación entre los precios de la vivienda y el ingreso se ha mantenido relativamente estable; de hecho, si se hace un ajuste por calidad, ha disminuido.

(Relación precios de la vivienda/ingreso: mediana de precios de la vivienda como porcentaje del ingreso disponible promedio de los hogares)



Fuentes: Oficina Estadounidense de Censos; Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano; Asociación Nacional de Agentes Inmobiliarios; y cálculos del personal técnico del FMI.

- El creciente uso de títulos con garantía hipotecaria ha incrementado mucho la eficiencia del mercado hipotecario, reduciendo los costos de las solicitudes de hipoteca y ampliando el acceso a los préstamos hipotecarios para los hogares de menor ingreso.

Los precios de la vivienda aún preocupan

Aun con parámetros fundamentales sólidos, persisten las preocupaciones acerca de los actuales precios de la vivienda. Primero, si el aumento de la productividad y la renta del trabajo no es el previsto, la carga de la deuda hipotecaria disminuiría más lentamente de lo que esperan los hogares, afectando a las condiciones del mercado.

Segundo, un aumento de las tasas de interés podría afectar a la capacidad de servicio de la deuda de los hogares y desalentar la demanda de vivienda. No obstante, estas preocupaciones quedan mitigadas por una disminución en la proporción de tasas hipotecarias ajustables a menos del 20% de los nuevos préstamos hipotecarios otorgados (frente al 30% en los años ochenta) y por la ola de refinanciamientos que ayudó a prolongar el vencimiento promedio de la deuda hipotecaria pendiente.

Por último, hay quien ve la creciente divergencia entre los precios de la vivienda y los alquileres como una indicación de que aquellos bajarán, como sucedió con los precios bursátiles frente a la elevada relación precio-beneficios. Por ejemplo, según Krainer (2003), la relación entre los precios de la vivienda y los alquileres excede hoy el promedio a largo plazo en 10%–15%. Pero esa relación volvería a su promedio si los alquileres continuaran aumentando según la tendencia a largo plazo y si los precios de la vivienda permanecieran estables durante dos o tres años, lo que no sería un período inusualmente prolongado de mercados inmobiliarios deprimidos.

Varios estudios recientes han descartado la posibilidad de una burbuja inmobiliaria de magnitud nacional (Kaufman y Mühleisen, 2003; Case y Shiller, 2003), ya que en general, en la mayoría de las regiones, los precios se acompañan a los incre-

mentos en la renta personal; no obstante, cada uno mencionó un grupo (diferente) de ciudades en que los niveles de precios eran excesivos en relación con los parámetros fundamentales. En total, solo unas 20 (de 250) zonas metropolitanas importantes tienen precios excesivamente altos según más de un estudio, pero como se trata de las regiones metropolitanas más grandes del país, pueden representar una parte más grande del mercado inmobiliario total de lo que su número sugiere.

Según Kaufman y Mühleisen, en gran medida los precios de la vivienda están acordes con los parámetros fundamentales, especialmente en el centro y el sur del país; en el noreste y el oeste, están un 15%–20% por encima. Aun así, el deterioro del mercado laboral en algunas regiones por el momento ha tenido un efecto limitado sobre la inflación inmobiliaria, lo que sugiere que sería necesaria una gran caída del empleo o del ingreso para causar una caída inmobiliaria generalizada.

Concordancia general

En resumen, la baja tasa de ahorro de los hogares se explica en gran parte por el aumento sustancial del ingreso y del patrimonio de la última década. Con todo, es posible que tengan que terminar reduciendo el gasto para cerrar la brecha aparente entre la tasa de ahorro personal y los parámetros fundamentales. Cabe plantearse también si el fuerte aumento tendencial del endeudamiento privado puede mantenerse con tasas de interés menos favorables. No obstante, el balance de los hogares parece aún sólido, gracias en parte al vigor bursátil desde mediados de 2003 y a que los hogares parecen haber utilizado el refinanciamiento hipotecario para protegerse de posibles alzas de los intereses. Por último, si bien el riesgo de los hogares en el mercado inmobiliario ha aumentado, y si bien hay indicios de un posible recalentamiento en grandes mercados urbanos, los actuales precios agregados de la vivienda no parecen desviarse tanto de los fundamentos macroeconómicos como para impedir un retorno ordenado al equilibrio. ■

Chris Faulkner-MacDonagh es economista y Martin Mühleisen es Subjefe de División en el Departamento del Hemisferio Occidental del FMI.

Referencias:

- Case, Karl E., y Robert J. Shiller, 2003, "Is There a Bubble in the Housing Market? An Analysis", documento preparado para Brookings Panel on Economic Activity. Disponible en <http://www.brookings.edu>.
- Faulkner-MacDonagh, Chris, 2003, "U.S. Household Saving: Long-Run Determinants and Short-Term Risks", en United States: Selected Issues, *IMF Staff Country Report No. 03/245* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Kaufman, Martin y Martin Mühleisen, 2003, "Are U.S. House Prices Overvalued?" en United States: Selected Issues, *IMF Staff Country Report No. 03/245* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Krainer, John, 2003, House Price Bubbles, *FRBSF Economic Letter No. 2003-06* (San Francisco: Banco de la Reserva Federal de San Francisco).
- McKinsey Global Institute, 1996, "Why the U.S. Leads and Why It Matters", *Global Institute Anthology* (junio), págs. 111–27.
- Oficina Presupuestaria del Congreso, 2003, Baby Boomers' Retirement Prospects: An Overview (Washington: U.S. Government Printing Office).