

Estimado partícipe,

Le enviamos un comentario de mercados explicando la situación a nivel macro que estamos viendo en estos momentos con tanta volatilidad de mercado.

## **Situación España**

### **Vivienda**

Por primera vez en el pasado reciente, la economía española enfrenta una recesión sin que la construcción residencial sea un detonante de la crisis o un factor que la potencie. En particular, los fundamentales del sector eran saludables y muchos de ellos continuaban mejorando hasta antes del mes de marzo. En todo caso, eso no evitará que el ajuste en la vivienda sea de los más severos.

“La vivienda ES el ciclo económico”, afirmaba un famoso artículo de investigación que probaba que la actividad de la construcción residencial adelantaba buena parte de las fluctuaciones de la demanda interna. La compra de vivienda está muy ligada al ciclo crediticio y este es muy dependiente de las políticas que implementan los bancos centrales para suavizar las oscilaciones de la economía. Además, es uno de los primeros en verse negativamente afectado por una mayor incertidumbre, tanto respecto a la riqueza financiera como a la relacionada con la renta laboral. Esto tiene consecuencias sobre el precio, sobre la riqueza inmobiliaria y sobre la capacidad de creación de empleo de las empresas, todo lo que termina por afectar al gasto total y reforzar un bucle negativo. Los ajustes pueden ser significativos si, como en el pasado, se han acumulado desequilibrios que potencian estos cambios, como una elevada sobreoferta de vivienda, niveles de endeudamiento elevados en hogares y empresas, o bajos niveles de capitalización por parte de la banca.

El punto es que, a diferencia de otras crisis, ni la caída de la demanda se ha originado en el sector inmobiliario, ni este ha acumulado desequilibrios importantes. La recesión es consecuencia de las restricciones impuestas en la oferta para contener el contagio de la epidemia de la COVID-19. Por otro lado, la situación del sector es mucho mejor de la que se tenía en 2008. En la mayor parte de las comunidades autónomas, el saldo de vivienda sin vender se mantiene alrededor o por debajo del 1,5% del total, un nivel de inventarios que parece reducido. A pesar de que esto habría provocado subidas de precios en algunos mercados, el valor medio de la vivienda en el conjunto de España se mantenía un 20% por debajo del nivel observado hace 12 años. Esto, junto con un contexto de tipos de interés bajos, hace que el esfuerzo para acceder a una se haya mantenido alrededor de niveles similares a los observados en 2002. Más aún, empresas y hogares se han desapalancado significativamente y lo seguían haciendo hasta antes de marzo. Finalmente, el sistema bancario ha reducido considerablemente su exposición al sector y mejorado sus ratios de capital.

En todo caso, el sector inmobiliario será uno de los más afectados por la caída de la actividad. Las restricciones al contacto social harán difíciles las ventas durante los próximos meses. Más importante aún será el impacto que vaya a tener la incertidumbre sobre la duración de la crisis (en particular, la efectividad de las medidas implementadas para limitar el contagio) y la destrucción de empleo que ya se ha dado. Esta falta de confianza y descenso en las rentas laborales harán que los ajustes sean significativos. En concreto, se espera que la inversión en vivienda caiga alrededor de un 30% en 2020.

Hacia 2021, la falta de desequilibrios y la reducción de la incertidumbre podría redundar en una recuperación más rápida que en anteriores ciclos económicos. El entorno de tipos bajos por un período prolongado de tiempo, la elevada liquidez y el esperado ajuste en precios, llevarán a los inversores a fijarse en el sector buscando rentabilidad. La recuperación será particularmente bienvenida, ya que, al ser intensiva en el uso de mano de obra, la construcción residencial podría absorber algo de la destrucción de empleo que se ha observado en la hostelería.

En todo caso, para consolidar este punto de inflexión, será necesario reducir la incertidumbre que los constantes cambios regulatorios han supuesto para quien compra para alquilar. Esto ya estaba teniendo efectos negativos en la inversión antes de la llegada de la COVID-19. El reto para el próximo ciclo económico será el de sentar las bases que eviten desequilibrios, mantengan la vivienda asequible y, al mismo tiempo, permitan una fuerte creación de empleo.

### **Mercado de trabajo**

La crisis de la COVID-19 ha vuelto a sacar a la luz las debilidades del mercado de trabajo en España. A finales de mayo, el impacto estimado de esa crisis rondaba 1.290.000 cotizantes a la Seguridad Social sin empleo, 3 millones de trabajadores en ERTE y 1,5 millones de autónomos que habían cesado su actividad. Sin las medidas adecuadas, esta crisis puede tener efectos permanentes sobre el mercado de trabajo, la actividad, la desigualdad y el bienestar social. Evitarlo debe ser uno de los objetivos de la Comisión para la Reconstrucción Social y Económica.

¿Por qué España presenta tasas de paro, de temporalidad y de desempleo de larga duración muy superiores a las economías europeas más avanzadas? Con frecuencia se afirma que se debe a la pobre estructura o capacidad productiva de la economía del país. Sin embargo, la evidencia desmiente este argumento. España tiene una estructura y capacidad productiva más elevada que la del 80% de los países en el mundo, pero su tasa de desempleo es más del doble que la de estas economías. La explicación del pobre desempeño del mercado de trabajo español se debe a que las regulaciones, barreras y cargas con las que tiene que funcionar nuestra economía no se adaptan a la capacidad productiva de muchas empresas y trabajadores. La regulación laboral y las políticas activas y pasivas, en comparación con las de otros países europeos más avanzados, son social y económicamente más ineficientes, suponen un lastre para la creación de empleo y segmentan el mercado de trabajo generando desigualdad. Frente a la flexiseguridad de muchas economías del centro y norte de Europa, España destaca por su flexirigidez. Por un lado, las empresas más productivas y los trabajadores cualificados son capaces de generar empleos indefinidos y productivos, sin que esas barreras sean una limitación relevante. Por otro, numerosas microempresas con dificultades de crecimiento y muchos trabajadores desempleados, temporales o en la economía sumergida, están abocados a emparejamientos poco productivos e inestables.

La principal causa de la temporalidad es la diferencia en el grado de protección entre contratos. España combina una elevada indemnización por despido en los indefinidos respecto a otras economías avanzadas y, sobre todo, frente al contrato temporal, más ineficiente pero flexible. A esta dualidad se añade la incertidumbre jurídica si el despido se judicializa.

Para favorecer la contratación estable y proteger a los colectivos con mayores dificultades de inserción laboral, particularmente los jóvenes, es necesario conjugar una simplificación efectiva del menú de contratos con un sistema mixto de indemnización por despido aplicable a los nuevos que se firmen. Una parte provendría de una cuenta de ahorro individual (similar a la “mochila austriaca”) con aportaciones periódicas realizadas por las empresas con independencia del tipo de contrato. Otra sería la indemnización adicional bajo un esquema de bonus malus: para los contratos temporales sería constante e inicialmente mayor que una indemnización creciente con la antigüedad para los indefinidos.