

# NOTA DE PRENSA

## VISIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN DEL MERCADO INMOBILIARIO Y SUS PERSPECTIVAS

---

R.R. de Acuña & Asociados

Pº Pintor Rosales, 22 - 28008 Madrid - España - Tlfno: +34 915 591 442 - Fax: +34 915 415 019  
anuario@rracuna.com

## DESAJUSTE GLOBAL DEL SECTOR INMOBILIARIO RESIDENCIAL

España siempre ha destacado por un parque de viviendas con un elevado porcentaje de viviendas en propiedad, debido a que su población confía sus ahorros en este tipo de bienes dada la estabilidad de precios reales que ha determinado el mercado en el tiempo, así como por un buen parque de viviendas turísticas, favorecido por el hecho de ser el segundo país en destino e ingresos turísticos.

Las excelentes condiciones crediticias experimentadas desde finales hasta comienzos del presente siglo, animaron a la demanda, que a su vez, se vio correspondida por una excesiva actividad de la oferta, ambas incentivadas por el espejismo del crecimiento de los precios.

La población española pesaba un 11,2% en el total de la Europa de los 15 el año 2007, y las viviendas construidas entre el 2001 y el 2007 han representado el 29,2% de lo edificado en la Europa de los 15, se entiende que se califique la actividad de la oferta como excesiva.

Hoy, el sector inmobiliario residencial en su conjunto; tanto por el gran desajuste existente entre oferta y demanda, como por la estructura actual de inversión de las inmobiliarias y su alto endeudamiento; se encuentra inmerso en un desequilibrio irracional que no se había producido nunca en las economías occidentales.

Este desajuste comenzó a producirse a partir del año 2004, sin embargo, una situación crediticia favorable unida a una escalada de precios, animó una demanda especulativa adicional, que favorecida por estas circunstancias, ha confundido liquidez con solvencia.

Dado el volumen actual de este desajuste, es necesario un periodo largo para que el sector vuelva a su normalidad, estimamos 4 años de duro ajuste más otros 3 de consolidación, este ajuste tendrá graves repercusiones en el conjunto de la economía y el empleo. Estos periodos de contracción, siempre son aproximadamente iguales, de 7/8 años, lo que varía en cada caso, es la magnitud del ajuste, que a su vez depende del desajuste que se haya producido. *Para una mejor comprensión, a partir de la página 14 de esta nota de prensa se incluye una explicación más amplia de los ciclos económicos.*

Hemos efectuado multitud de comprobaciones a efectos de determinar los desequilibrios existentes entre la oferta y la demanda, a partir de diferentes fuentes y analizando las situaciones de cada uno de los mercados del país, según los análisis realizados, la magnitud del desajuste existente a 2007 era el siguiente:

**OFERTA**

**Viviendas acabadas y en promoción** 0,8/1,2 Mill.

*(Elaboración propia a partir de datos del Colegio de Arquitectos Técnicos y Colegio de Registradores de la Propiedad).*

**Segunda mano** 0,8/1,5 Mill.

En las viviendas de segunda mano, la oferta puede ser superior, según los especuladores decidan sacar más o menos sus inversiones al mercado. (Elaboración propia a partir de datos del colegio de Registradores de la Propiedad y del INE).

---

**TOTAL** 1,6/2,7 Mill.

**NUEVA DEMANDA GENERADA/AÑO**

**Nuevos hogares** 0,2/0,25 Mill.

Los nuevos hogares están calculados en base a la población demandante de 25/35 años, a su comportamiento, y a las rentas medias por estratos de los mismos, según datos del INE y de la agencia tributaria, en función del esfuerzo financiero y de la distribución de los precios.

**Segunda vivienda** 0,05/0,07 Mill.

*La segunda vivienda está obtenida a partir de los datos de las encuestas de presupuestos familiares. Esta demanda en momentos expansivos de la economía y de bajada de tipos de interés, sube; y se contrae totalmente en momentos contractivos de la economía.*

**Demanda de extranjeros no residentes** 0,02/0,025 Mill.

Esta demanda está calculada en función de la inversión extranjera en inmuebles y del precio medio de los mismos en las áreas en donde estos se demandan.

---

**TOTAL** 0,27/0,345 Mill.

**DEMANDA POR ROTACIÓN** 0,5/0,55 Mill.

La demanda por rotación, es aquella demanda que se produce por razón del cambio de hogar, por las circunstancias que fueren, quiere decir, se compro una nueva vivienda pero se vendió otra. (Elaboración propia a partir del Colegio de Registradores).

**DEMANDA INSATISFECHA POR BAJA SOLVENCIA** 0,7/1,0 Mill.

*La demanda insatisfecha está calculada en función de la renta de la población y la distribución por hogares, según los datos de la agencia tributaria en relación con los precios y su distribución.*

Si relacionamos la oferta con la demanda, considerando una holgura de mercado de una vez la demanda año, nos determina el número de años que la oferta actual tardaría en disolverse para restablecer el equilibrio en el sector. Considerando que no se inicia, a partir del 2007, ninguna vivienda.

**OFERTA/DEMANDA**

<b>Sobreoferta de vivienda nueva</b>	<b>3,26/3,74 años</b>
<b>Sobreoferta total</b>	<b>4,74/6,67 años</b>
<b>Sobreoferta de vivienda nueva relacionada con la Demanda de vivienda nueva de 2008</b>	<b>4,73/5,38 años</b>

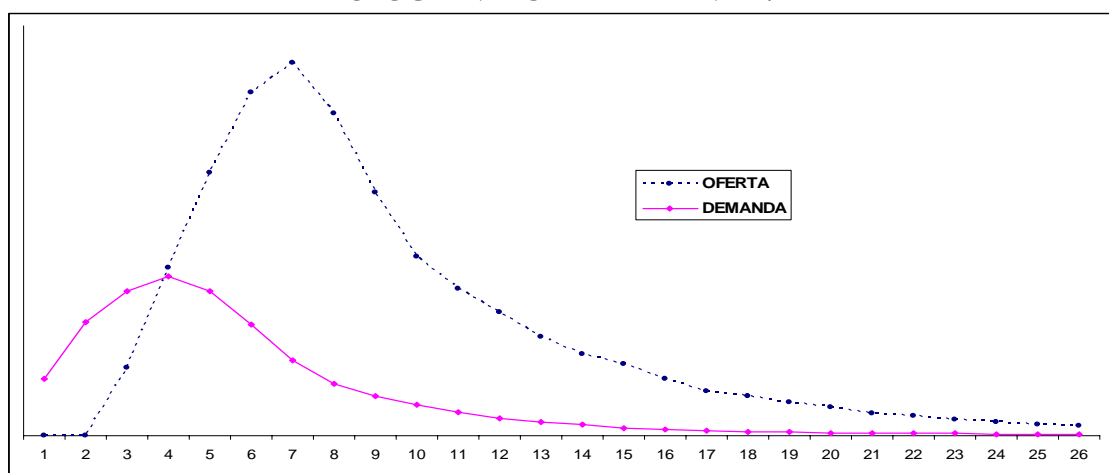
Fuente: RR. de Acuña & Asociados.

Sin embargo, este cálculo previo es totalmente teórico, pues si bien ya se está ralentizando la edificación, aún se seguirán construyendo viviendas, también está disminuyendo la demanda. Por otro lado el desajuste medio de la oferta en relación con la demanda, no es proporcional para los diferentes estratos de renta, de la demanda, en relación con la distribución de los precios de la oferta, ni tampoco igual entre las provincias y áreas.

Si analizamos la distribución del exceso de oferta con la demanda por estratos del conjunto nacional, siguiendo el mismo criterio anterior de la oferta con la holgura de mercado, la relación existente entre oferta y demanda para niveles de precios de la vivienda entre (150/200.000 €) está en torno a un periodo de venta de 2'5 años, en tanto que para precios de 500.000 € y superiores ésta relación es del doble o superior.

De ésta situación del mercado se desprende que, durante los próximos años, solamente hay cabida para la promoción de viviendas para segmentos de precios iguales o inferiores a 200.000 € en media nacional.

HISTOGRAMA OFERTA Y DEMANDA



Fuente: RR. de Acuña & Asociados. (El eje vertical representa unidades y el horizontal tramos de precios)

Analizando el mercado por áreas, si nos referimos a la vivienda vacacional de costa, si comparamos el número de viviendas acabadas entre los años 2000/2007 en relación con la demanda vacacional, obtenida a través de la conjugación de las estadísticas de "FAMILITUR; FRONTUR y pernотaciones", nos determina que el 50% de las viviendas acabadas durante el citado periodo no tienen cabida dentro de la demanda vacacional ni residencial del área.

Se podría pensar que estos desajustes, aunque excesivos, pudieran ser más o menos normales en el resto de los países de nuestro entorno, sin embargo, ello no es así. A tal efecto hemos realizado un análisis comparativo de España con diferentes países de la Unión Europea con disponibilidad de datos.

Si hacemos la comparación de las viviendas principales terminadas en los 10 últimos años, en relación con la semisuma de la población demandante de

25/35 años del periodo, edades en las que se produce la generación de nuevos hogares; tanto para el año 2007 como para el año 2009, fecha en que estarán acabadas todas las viviendas hoy en curso de edificación; tal como se puede observar en el cuadro adjunto, el número de viviendas construidas en España es muy elevado con respecto al resto de los países de la Unión Europea. España encabeza la calificación y solamente es superada por Irlanda.

**VIVIENDAS TERMINADAS PRINCIPALES DE LOS ÚLTIMOS  
DIEZ AÑOS, EN RELACIÓN CON POBLACIÓN MEDIA DE 25 A 35  
AÑOS DE EDAD DEL PERIODO, DIVIDIDA POR LA  
DIMENSIÓN MEDIA DEL HOGAR**

PAÍS	Año 2007	Año 2009
Bélgica	0,26	0,37
Alemania	0,27	0,35
<b>España</b>	<b>0,71</b>	<b>0,91</b>
Francia	0,38	0,51
Irlanda	1,11	1,36
Italia	0,22	0,28
Holanda	0,30	0,40
Finlandia	0,38	0,50
Reino Unido	0,25	0,34
<b>MEDIA</b>	<b>0,43</b>	<b>0,56</b>

Fuentes: EUROSTAT, RR. de Acuña & Asociados.

Podría pensarse que este fuerte incremento de la edificación ha obedecido a un déficit del parque de viviendas en relación con la población. A tal efecto, hemos analizado el parque total de viviendas principales con la población, tanto para el año 2007 como para el año 2009. Como se puede observar en los cuadros siguiente, España encabeza la calificación que no es superada por ningún otro país lo que nos determina que existe sobreoferta.

**PARQUE DE VIVIENDAS (totales, principales y resto),  
EN RELACIÓN CON LA POBLACIÓN TOTAL**

PAÍS	VIV. PRINCIPALES / POBLACIÓN TOTAL		RESTO DE VIV. / POBLACIÓN TOTAL		TOTAL DE VIV. / POBLACIÓN TOTAL	
	Año 2007	Año 2009	Año 2007	Año 2009	Año 2007	Año 2009
Bélgica	0,46	0,46	0,01	0,01	0,47	0,48
Alemania	0,46	0,46	0,03	0,03	0,49	0,49
<b>España</b>	<b>0,38</b>	<b>0,40</b>	<b>0,18</b>	<b>0,19</b>	<b>0,56</b>	<b>0,58</b>
Francia	0,44	0,45	0,05	0,06	0,50	0,50
Irlanda	0,43	0,46	0,00	0,00	0,43	0,46
Italia	0,41	0,41	0,05	0,05	0,46	0,46
Holanda	0,42	0,43	0,00	0,00	0,43	0,43
Finlandia	0,43	0,44	0,09	0,09	0,52	0,53
Reino Unido	0,43	0,44	0,00	0,00	0,44	0,44
<b>MEDIA</b>	<b>0,43</b>	<b>0,44</b>	<b>0,05</b>	<b>0,05</b>	<b>0,48</b>	<b>0,49</b>

Fuentes: EUROSTAT, RR. de Acuña & Asociados.

## OFERTA

Estimamos que la oferta global seguirá incrementándose por lo menos durante el 2008 y comenzará a moderarse a partir del 2009, lo que nos indica que se seguirá agravando la situación de sobre oferta citada durante el 2008.

Resulta muy difícil en los momentos actuales prever las cifras finales de viviendas iniciadas para el 2008, toda vez que al exceso de oferta y debilidad de la demanda se une la adversa situación financiera, que está determinando fuertes contracciones en el número de viviendas iniciadas, así como paros y recortes en promociones ya iniciadas.

Considerando la situación, las viviendas iniciadas para el 2008 se situarán en torno a 240.000/350.000 viviendas y para el 2009, 150.000/200.000 viviendas como máximo.

### NUEVA OFERTA DE VIVIENDA

	2005	2006	2007	2008*	2009*
Viviendas Iniciadas (Ministerio de Vivienda)	716.035	760.179	615.977		
Visados de Vivienda (Colegio de Arquitectos)	769.494	876.608	603.312		
Visados de Vivienda (Colegio de Aparejadores)	729.652	865.561	651.427		
Viviendas Iniciadas (R.R. de Acuña & Asociados)	716.035	607.698* <sup>1</sup>	469.102* <sup>1</sup>	240.094	156.061

\*Los datos de 2008 y 2009 son predicciones.

Fuentes: Ministerio de la Vivienda, Colegio de Arquitectos, Colegio de Aparejadores y R.R. de Acuña & Asociados.

Dado lo expuesto en el apartado anterior, el grueso de las viviendas que se inicien a partir del 2009 serán viviendas de precios moderados pues son las únicas que tendrán cabida en el mercado y los volúmenes de viviendas iniciadas serán tímidos, similares a los del año 2009 y con mayor peso de viviendas protegidas, hasta que el mercado ajuste la oferta a la demanda.

Según se ha observado, de una amplia muestra de tasaciones realizadas para el mercado hipotecario, entre el último trimestre de 2007 a primero de 2008 y el mismo periodo del año anterior, el valor medio de las viviendas tasadas ha descendido, tendiendo a situarse en la horquilla de los 200.000/250.000€.

A efectos de comprender la magnitud de lo que significa la contracción de la edificación en el PIB, es interesante explicar que:

Primero, para los volúmenes de edificación de vivienda que hemos estado realizando durante los dos últimos años (700.000/600.000 viviendas) el peso

\*<sup>1</sup> El número de viviendas iniciadas estimadas para los años 2006 y 2007 es sensiblemente más bajo que las cifras oficiales, ya que se han tenido en cuenta las demoras, recortes e interrupciones en algunas promociones de vivienda ya en curso o planificadas, ocasionadas por el bajo ritmo de ventas y el recorte en la financiación, que ha significado una sensible disminución en el número de viviendas que han salido a mercado.

que tenía esta edificación sobre el PIB era de 9/10%,. Esto es, 9/10 puntos dentro del PIB.

Segundo, que la contracción de la edificación, que se va a producir por el proceso de ajuste, es a disminuir a volúmenes entorno a las 200.000/150.000 viviendas, quiere decir, que la participación de la edificación en el PIB descenderá del orden de un 75%,. Esto es un efecto negativo sobre el PIB de menos de 7,5 puntos.

Tercero, a partir del 2007 hemos perdido las ayudas estructurales de la Unión Europea, lo que significa del orden de 1,3 puntos aproximadamente dentro del PIB.

Cuarto, el efecto multiplicador de la edificación sobre la economía en su conjunto es aproximadamente de 2,5.

Se puede entender que el impacto que produce el descenso de la edificación en el PIB es muy importante, y que éste debe ser absorbido por el resto de los sectores económicos, aproximadamente durante un periodo de 4/5 años.

Es muy difícil que el resto de la economía compense una contracción de esta magnitud, de no mediar políticas fiscales de gran gasto de inversión, hecho aún más difícil, dadas las limitaciones de déficit que impone a los presupuestos la unión monetaria Europea.

El efecto que determinará esta contracción de la edificación sobre el PIB, producirá un descenso del mismo con relación a la Unión Europea del orden de un 10%. Afectando por otro lado negativamente al empleo tanto de la construcción como del conjunto total.

#### EVOLUCIÓN DEL EMPLEO (Según nuestras estimaciones)

AÑOS	PIB %	EMPLEO TOTAL (miles)			EMPLEO EN LA CONSTRUCCIÓN (miles)		
		Número	Diferencia	Variación	Número	Diferencia	Variación
2007	3,8	19.092	551	3,0%	2.663	143	5,7%
<b>2008*</b>	1,7/1	19.128	36	0,2%	2.363	-300	-11,3%
<b>2009*</b>	-0,3/-1,2	18.972	-157	-0,8%	1.965	-398	-16,8%

\*Los datos de 2008 y 2009 son predicciones.

Fuentes: INE, R.R. de Acuña & Asociados.

## DEMANDA

La demanda ha ido contrayéndose desde el año 2004 como consecuencia de la subida de precios y la elevación de los tipos de interés. En el último trimestre del 2007 y primer trimestre del 2008, las oferta ha experimentado una brusca caída que valoramos en torno al 20/50%, según áreas, tramos de precios y sea vivienda nueva o usada, debido a la situación económica de los demandantes y la incertidumbre económica que hay en el mercado.

Estimamos según los análisis efectuados que los niveles de demanda de finales del año 2007 y comienzos del 2008 seguirán manteniéndose similares durante todo el año, pero con suaves descensos debido a la citada incertidumbre.

Para el 2009 y sucesivos estimamos que la demanda debiera mantenerse en torno a los mismos niveles, por las razones expuestas, pero con descensos por razón del desempleo e inestabilidad en el mismo y por espera al objeto de obtener un precio más bajo en la compra.

### LA DEMANDA DE VIVIENDAS

	2005	2006	2007	2008*	2009*
Demanda de Vivienda Nueva	498.759	402.628	305.313	227.007	215.000
Demanda de Vivienda Usada	555.006	526.509	447.254	350.000	320.000

Fuentes: Colegio de Registradores y RR. de Acuña & Asociados. \*Los datos de 2008 y 2009 son predicciones.

## PRECIOS

Desde el año 2004, el precio más vendido de vivienda (la moda) se ha mantenido entorno a 180.000 €, lo que nos ha estado indicando cual ha sido el nivel adquisitivo de la demanda. Hay que resaltar también que durante el 2007 el precio total medio de la vivienda vendida no ha crecido.

Frente a estas situaciones nos hemos encontrado que la evolución de precios ha sido muy dinámica desde el año 2004 originando los excedentes de oferta ya citados, para los estratos de precios superiores a la moda.

En el año 2007, observamos que si bien la media de precios se ha mantenido, han descendido los precios de las viviendas de los estratos superiores a la moda.

Nuestras previsiones para el 2008 son de mantenimiento de precios medios o ligeros descensos, y descensos generalizados para aquellos estratos de precios de viviendas que superan la moda.



Para los próximos 2/3 años prevemos un descenso ininterrumpido de precios que en términos nominales estimamos en torno al 10/15% acumulado, lo que significa 20/30% en términos reales.

#### PRECIOS DE VIVIENDA (€/m<sup>2</sup>)

	2005	2006	2007	2008*	2009*
VIVIENDA NUEVA (M <sup>o</sup> Vivienda)	10,4%	9,6%	5,7%		
VIVIENDA USADA (M <sup>o</sup> Vivienda)	14,3%	8,6%	4,2%		
<b>R.R. de Acuña &amp; Asociados</b>			3,8%	-5,0%	-7,0%

Fuentes: Ministerio de la Vivienda y RR. de Acuña & Asociados. \*Los datos de 2008 y 2009 son predicciones.

A efectos de tener una mejor visión del desajuste de precios en España, hemos comparado el esfuerzo financiero necesario para atender el servicio de la deuda por la compra de una vivienda, (servicios de la deuda/renta del hogar X 0,4) en relación con el resto de los países de la Unión Europea. Como se puede observar en el cuadro adjunto el esfuerzo financiero en España en el año 2007, para adquisición de vivienda, está por encima de la renta por hogar, y por encima de la media de la Unión Europea.

#### COMPARACIÓN DEL ESFUERZO FINANCIERO EN LOS DISTINTOS PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA

Año 2007

PAIS	ESFUERZO FINANCIERO NECESARIO PARA LA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA
Bélgica	0,87
Alemania	0,73
<b>España</b>	<b>1,18</b>
Francia	1,30
Irlanda	0,98
Italia	1,10
Holanda	1,40
Finlandia	0,67
Reino Unido	1,03
<b>MEDIA</b>	<b>1,03</b>

Parámetros tomados: Dimensión media de la vivienda 110m<sup>2</sup>, 80% de endeudamiento, financiación a 25 años.

Nota: Para Reino Unido e Irlanda, se ha tomado el valor medio de la vivienda por no disponer de la dimensión.

Fuentes: EUROSTAT, diversas fuentes institucionales de cada uno de los países y RR. de Acuña & Asociados.

## PROMOTORAS INMOBILIARIAS SITUACIÓN ACTUAL Y TENDENCIA

Si partimos de las cuentas consolidadas de las promotoras inmobiliarias, sustentándonos en las cuentas financieras, en el año 2007, observamos un sobre

endeudamiento, que supera en un 100x100 al de una situación normal del desarrollo de la actividad.

El 50% del endeudamiento actual viene a estar constituido por reservas de suelo a medio/largo plazo cuyo volumen traducido a número de viviendas, representa entre 2,5 y 3 millones de viviendas, quiere decir, suelo para 10 años de edificación para los niveles de demanda de viviendas del año 2007.

Pero si consideramos, el stock de viviendas acabadas y en promoción, representa más de cuatro veces la demanda, significa que hay suelo atesorado por las promotoras para más de 14 años.

Los costes financieros de las promotoras, representaban el 18% de la facturación en el 2007, dada la ralentización estimada de las ventas para el 2008 dichos costes representarán en torno al 23% de la facturación total. Es muy difícil mantener una cuenta de resultados positiva con un volumen de gastos financieros tan elevados en relación con el volumen de facturación.

Los citados costos unidos a la disminución del efecto precio y la ralentización de las ventas, según nuestras estimaciones determinan que el resultado ordinario de explotación consolidado en el 2007 se ha situado entorno al 4% o negativo. Para el año 2008/2009 prevemos pérdidas.

Si analizamos los balances consolidados de las promotoras en Bolsa como reflejo de la situación general del sector, observamos que los ratios citados muestran posiciones menos ventajosas que las del consolidado total del sector, tal como observamos en el cuadro adjunto.

Esta situación desfavorable ha podido corregirse en virtud de las nuevas normas contables, esto es, merced a la actualización de valores de activos de balances. De tal suerte, que un resultado ordinario de explotación de ser -5% se ha traducido en un EBITDA de más de un 47%.

Nuestra pregunta es que si dadas las posiciones esperadas de estabilización o decremento de precios, permitirá en el 2008 realizar actualizaciones.

#### SITUACIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS INMOBILIARIAS

	ENDEUDAMIENTO (Deuda promotora/cifra de ventas)		GASTOS FINANCIEROS/ CIFRA DE NEGOCIO		RESULTADO ORDINARIO/ CIFRA DE NEGOCIO		EBITDA/Importe Cifra de Negocio
	Consolidado del sector	Consolidado en bolsa	Consolidado del sector	Consolidado en bolsa	Consolidado del sector	Consolidado en bolsa	
2005	2,3	-	6,3	-	15%	27,9	64%
2006	3,5	9,7	9,8	15,0	16%	23,0	75%
2007	4,6	6,9	18,2	30,0	4%	-0,5	47%

Fuentes: CNMV, Banco de España, M<sup>o</sup> de la Vivienda y RR. de Acuña & Asociados.

Para que tengamos una idea clara de la magnitud que han significado las pérdidas de las empresas que cotizan en bolsa, si nos referimos al Resultado Ordinario consolidado, las pérdidas fueron en 2007 de 362 millones de euros, pero si nos referimos a las pérdidas reales de las empresas que perdieron, esta es de 685 millones de euros. Nuestras estimaciones para el 2008 y refiriéndonos concretamente a las pérdidas en el Resultado Ordinario consolidado total de las empresas inmobiliarias, superará los 3.000 millones de euros

## EL MERCADO DE LOCALES COMERCIALES, NAVES INDUSTRIALES Y OFICINAS

Sin duda el colapso del mercado de la vivienda arrastrará de alguna manera al resto de mercados inmobiliarios, la evolución reciente del precio, tanto de los locales comerciales, las naves industriales y los edificios de oficinas, ha venido determinada por la evolución de las correspondientes demandas y ofertas de este tipo de productos inmobiliarios.

A su vez, tanto la demanda como la oferta de este tipo de inmuebles, guarda una fuerte relación no sólo con las condiciones crediticias para su financiación (tipos de interés y plazos de amortización) sino también, y fundamentalmente, con la evolución de la actividad económica a la que se destina la explotación de este tipo de inmuebles.

En este sentido, y analizando la evolución reciente del cuadro macroeconómico de nuestro país, se puede afirmar que, la economía española experimentó durante el 2007 un fuerte crecimiento del PIB (3.8%) con el consecuente efecto positivo sobre el empleo (con un crecimiento de los ocupados del 3.0% y una reducción de la tasa de paro hasta el 8.3% de la población activa). Esta situación ha determinado que el 2007 haya sido también un buen año para los mercados de locales comerciales, naves industriales y oficinas.

Todo apunta, sin embargo, que este año 2007 ha sido el último año de la fase expansiva de crecimiento iniciada ya en el 2002. Como ya se ha apuntado anteriormente, las previsiones para el 2008 y 2009 muestran que el actual ciclo expansivo de nuestra economía podría entrar en una fase de ajuste, un ajuste que podría llevar a tasas de crecimiento negativo para el año 2009.

### EVOLUCIÓN DE LAS PRINCIPALES MAGNITUDES

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008*	2009*
PIB real (Tasa de Crecimiento)	2.7%	3.1%	3.3%	3.6%	3.9%	3.8%	(1.7/1)%	(-0.3/-1.2)%
OCUPADOS (Total sectores. Tasa de Crecimiento)	2.3%	2.4%	2.7%	3.2%	3.2%	3.0%	0.2%	-0.8%
TASA PARO (% sobre la población Activa)	11.5%	11.5%	11.0%	9.2%	8.5%	8.3%	9.7%	11.8%
INFLACIÓN (Tasa de crecimiento IPC medio anual)	3.5%	3.0%	3.0%	3.4%	3.5%	2.8%	4.1%	3.6%

\*Los datos de 2008 y 2009 son predicciones. Fuente: INE y RR. de Acuña y Asociados.

## Locales Comerciales

El buen comportamiento de la economía en su conjunto durante los últimos años, ha tenido su reflejo en el ámbito de la actividad del sector servicios destinados a la venta, sector éste más directamente vinculado a la demanda de *locales comerciales*. En efecto, todos los indicadores del sector (véase cuadro 4) muestran que el nivel de actividad del mismo marcaron entre el 2005 y el 2006 un punto de máximo crecimiento y aunque los resultados del 2007 parecen indicar cierto ajuste a la baja, siguen siendo en este año también muy positivos para el sector. Respecto a la evolución futura, la ralentización en el ritmo de crecimiento de la actividad económica en general a partir del 2008 también afectará al sector comercial, alcanzándose tasas de crecimiento negativas para el indicador de ventas del comercio minorista ya en este mismo año.

### EVOLUCIÓN DEL MERCADO Y LOS LOCALES COMERCIALES

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008*	2009*
VAB Servicios Mercado	3.0%	2.7%	3.8%	4.1%	4.1%	<b>4.0%</b>	2.5%	0.9%
Consumo Hogares	2.8%	2.9%	4.2%	4.2%	3.7%	<b>3.1%</b>	1.1%	-0.8%
OCUPADOS Sector servicios	3.2%	4.1%	3.7%	7.1%	5.1%	<b>3.9%</b>	2.4%	1.6%
Gasto Real Medio por persona	0.4%	1.7%	3.6%	3.4%	3.1%	<b>2.4%</b>	1.8%	1.6%
Índice de Ventas Comercio Minorista	2.1%	2.6%	2.4%	1.0%	1.5%	<b>1.4%</b>	-0.5%	-0.1%
Demanda Locales	3.5%	4.8%	4.2%	6.2%	7.4%	<b>3.4%</b>	1.7%	1.0%
Oferta Locales	2.9%	2.9%	3.3%	3.5%	3.5%	<b>3.4%</b>	2.7%	1.9%
<b>Precio €/m<sup>2</sup> Locales</b>	<b>8.6%</b>	<b>6.8%</b>	<b>6.6%</b>	<b>7.2%</b>	<b>7.4%</b>	<b>5.8%</b>	2.3%	-1.6%

Los datos se muestran en tasas de crecimiento.

\*Los datos de 2008 y 2009 son predicciones. Fuente: INE, M Fomento y RR. de Acuña y Asociados

Esta evolución del sector comercial durante el 2007 se ha traducido en una ralentización en el ritmo de crecimiento de la demanda de locales comerciales que se situó en un 3.4%, la tasa de crecimiento más baja desde el año 2002. Dadas nuestras previsiones sobre la actividad del sector, esperamos que la demanda de locales comerciales también se frene a partir del 2008, siendo el ajuste de la demanda tanto más acusado cuanto peor sea finalmente el escenario económico general.

Por su parte, la oferta de este tipo de inmuebles, que inició una etapa de expansión en el 2001, ha continuado con el mismo ritmo de crecimiento (en torno al 3.4%) durante el 2007. En el futuro próximo, sin embargo, la construcción de locales comerciales sí se verá arrastrada por la caída de la edificación residencial, esto es, esperamos que se produzca un ajuste a la baja en la oferta a partir del año 2008, ajuste que será más importante en el año 2009.

Esta evolución durante el 2007 de la demanda y la oferta de locales han determinado que el crecimiento de los precios por metro cuadrado de los locales comerciales haya marcado una cierta desaceleración respecto al año anterior (un 5.8% frente al 7.4% de crecimiento durante el 2006). En este sentido, dada las malas expectativas sobre la evolución futura de la demanda, se espera

que comiencen a producirse situaciones de sobre oferta que ralenticen aún más el ritmo de crecimiento de los precios, pudiéndose llegar incluso en el futuro próximo a situaciones de fuerte ajuste en el sector que se traduzcan en descensos generalizados en los precios de los locales comerciales.

## Naves Industriales

En lo que respecta a las *naves industriales*, los indicadores de la actividad industrial indican que (véase cuadro 5) aunque el año 2007 ha sido un año de moderado crecimiento, se estima que la actividad del sector sufra un fuerte ajuste a la baja durante los próximos años, con una caída en la producción, la inversión, la generación de empleo y el grado de utilización de la capacidad productiva.

En este sentido la demanda de naves industriales se mantuvo en el 2007 en un ritmo de crecimiento similar al del año 2006, pero inferior al de los años precedentes. Nuestras previsiones indican que la desaceleración generalizada en la economía española tendrá un fuerte efecto negativo en la demanda de naves.

### EVOLUCIÓN DEL MERCADO Y LAS NAVES INDUSTRIALES

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008*	2009*
Formación Bruta de Capital Fijo(Tasa de Crecimiento)	3.4%	5.9%	5.1%	6.9%	6.8%	<b>5.9%</b>	0.3%	-3.9%
VAB Industria Manufacturera (Tasa de Crecimiento)	-0.1%	1.2%	0.6%	1.0%	2.9%	<b>3.1%</b>	-0.5%	0.4%
Índice de Producción Industrial (Tasa de Crecimiento)	0.1%	1.6%	1.8%	0.1%	3.7%	<b>2.3%</b>	-1.8%	0.1%
Ocupados. Sector Industrial (Tasa de Crecimiento)	0.4%	0.3%	0.3%	2.1%	0.4%	<b>-0.3%</b>	-0.7%	0.5%
Encuesta Coyuntura Industrial (saldo)	-6.4	-4.5	-3.0	-4.3	-2.1	<b>-0.7</b>	-6.6	
Grado de Utilización Capacidad Productiva (%)	78.4	79.1	79.8	80.2	80.5	<b>81.3</b>	80.1	79.7
Demanda de Naves	3.8%	4.0%	3.5%	3.9%	3.3%	<b>3.3%</b>	2.0%	1.2%
Oferta Naves	3.6%	4.3%	3.5%	3.7%	2.9%	<b>2.9%</b>	1.8%	1.0%
<b>Precio €/m<sup>2</sup> Naves Industriales</b> (Tasa de Crecimiento)	8.1%	5.6%	4.7%	5.2%	5.7%	<b>3.5%</b>	1.8%	-0.1%

\*Los datos de 2008 y 2009 son predicciones. Fuente: INE, Banco de España, M<sup>o</sup> Vivienda y RR. de Acuña y Asociados.

En cuanto a la oferta, la construcción de nuevas naves industriales también está sufriendo la crisis del sector, con una ralentización de la oferta que se inició ya en el 2005 y que continuará su proceso de ajuste más allá del 2009.

Dado este escenario, el crecimiento de los precios medios por metro cuadrado de las naves industriales ha sufrido también un considerable recorte durante el 2007 (3.5% de media frente a un 5.7% en el año 2006). Nuestras predicciones apuntan a que, como consecuencia del enfriamiento de la demanda, el crecimiento de los precios de las naves industriales seguirá frenándose durante los próximos años, pudiéndose alcanzar tasas de crecimiento negativas si el ajuste del mercado así lo requiere.

## Oficinas en Edificios de Uso Exclusivo

Para terminar, en cuanto a la demanda de *oficinas en edificios de uso exclusivo*, se observa que, en sintonía con la ralentización generalizada de la actividad empresarial, a partir del 2008 se producirá un ajuste tanto por el lado de la demanda como por el lado de la oferta de este tipo de inmuebles (véase cuadro 6).

El año 2007 ha venido marcado por la consolidación del crecimiento de los precios de las oficinas tras la corrección en el 2004 y 2005 de la fuerte situación de sobreoferta que previamente había caracterizado a este mercado. Sin embargo, las malas expectativas sobre el futuro de la economía afectarán de una manera especialmente negativa a este sector, que pese al fuerte ajuste en la oferta que se prevé en los próximos años, necesitará de un ajuste de precios para retornar a situaciones de equilibrio. Esto podría traducirse en caídas en los precios en aquellas áreas en las que sobrevengan situaciones de sobreoferta de oficinas más intensas, si bien esta situación estará condicionada por la incierta evolución futura que experimente el ritmo de actividad de nuestra economía.

### EVOLUCIÓN DEL MERCADO Y LAS OFICINAS

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008*	2009*
Numero de Locales Empresariales	4.4%	3.8%	4.1%	4.0%	5.5%	5.9%	5.4%	5.1%
Sociedades Mercantiles creadas netas	3.0%	7.5%	4.0%	8.7%	6.7%	-9.3%	-1.0%	-7.8%
Demanda de Oficinas	2.4%	2.9%	3.2%	4.0%	3.7%	3.0%	1.9%	0.9%
Oferta de Oficinas	25.1%	3.9%	-5.1%	3.7%	16.8%	3.4%	-6.1%	-12.1%
<i>Precios €/m<sup>2</sup> Oficinas Madrid</i>	5.4%	-2.4%	-0.4%	4.6%	7.0%	8.3%	1.9%	-5.4%
<i>Precios €/m<sup>2</sup> Oficinas Barcelona</i>	3.8%	-8.4%	-2.3%	5.5%	5.7%	6.8%	2.3%	0.1%

(Tasa de Crecimiento) \*Los datos de 2007 y 2008 son predicciones. Fuente: INE, Banco de España, M<sup>o</sup> de Fomento y RR. de Acuña y Asociados.

## EL CICLO ECONÓMICO, EL GRAN DESCONOCIDO SU COMPORTAMIENTO, DURACIÓN Y SU MODELIZACIÓN

Vilfredo Pareto, en su obra "El movimiento de las elites", *centra el mantenimiento del poder en mantener desinformado al pueblo*. Hoy podríamos decir que tal desinformación no existe, pues hay gran abundancia de información, pero también es cierto que gran parte de la misma es contradictoria, y por lo general, la población no comprueba su consistencia.

Sobre tal particular cabe mencionar que Platón, en su obra "La República", nos dice que *el pueblo puesto a elegir, se decide por un charlatán, frente a un científico*. Hoy, la población en su inmensa mayoría, cuando recibe la información, prefiere escuchar solamente aquella que halaga sus oídos, o bien sólo aquella que le favorece o le conviene.

Las circunstancias expuestas hacen que el pueblo, los agentes sociales, económicos y políticos, no profundicen sobre la consistencia de la información que reciben.

El ciclo económico, dada su amplitud, constituye el gran desconocido para la inmensa mayoría de los agentes económicos, sociales y políticos. Su amplitud, de catorce o dieciséis años lo hace intergeneracional, quiere ello decir que los agentes responsables de las decisiones interperiodos son diferentes en el tiempo, lo que les hace olvidar o desconocer las situaciones pasadas y sus causas.

Ello hace que cuando el ciclo es ascendente se cree que siempre va a ser así y cuando está en su punto más bajo se cree que nunca llegará a recuperarse.

Algunos miran al ciclo como dos periodos de siete años de vacas flacas y siete años de vacas gordas, pero realmente, el ajuste o desajuste del ciclo se compone de cuatro periodos de 3/4 años. Durante el primer y el segundo periodo se producen contracciones por el lado de la oferta mientras que en el tercero y el cuarto periodo se producen expansiones por el lado de la oferta.

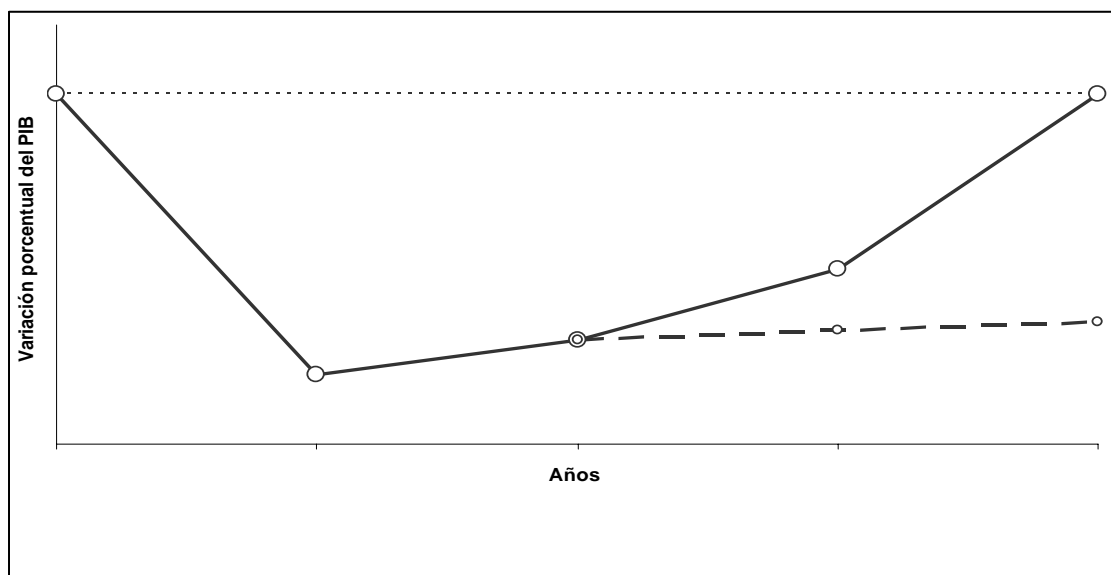
En los periodos segundo y tercero se encuentra la oferta y la demanda más cerca del equilibrio. El periodo primero constituirá un periodo de contracción fuerte de la oferta para equilibrarse con la demanda, y el cuarto un desajuste de la oferta con la demanda. Una mejor comprensión de lo expuesto y sus efectos sobre la economía lo podemos observar en el cuadro siguiente.

#### COMPORTAMIENTO DE LAS VARIABLES DENTRO DEL CICLO

Periodo	Tiempo años	Ciclo	Oferta y Demanda al comienzo y final del periodo	Crec. PIB	Precios de las Materias primas	Incremento Salario/Precio
<b>7/8 Contractivo</b>						
1	3 / 4	Ajuste fuerte	$O > D \longrightarrow O = D$	Bajo	Alto	$\geq$
2	3 / 4	Ajuste moderado y consolidación	$O = D \longrightarrow O < D$	Bajo/moderado	Alto/moderado/bajo	$\leq$
<b>Sólo se pasará al ciclo expansivo si se logra un equilibrio suficiente en la demanda externa *</b>						
<b>7/8 Expansivo</b>						
3	3 / 4	Consolidación/Ajuste	$O < D \longrightarrow O = D$	Alto	Bajo/moderado	$\leq$
4	3 / 4	Desajuste	$O = D \longrightarrow O > D$	Alto/moderado	Ascenso/alto	$\geq$

\* Entendemos por suficiente aquella situación de la balanza de pagos que permite una expansión de la demanda interna con generaciones positivas de empleo.

## GRÁFICO EXPLICATIVO



Fuente: RR. de Acuña & Asociados.

**El cuadro obedece a tasa media de crecimiento durante el periodo, el gráfico sólo indica la tendencia.**

El ciclo se produce por razón de la actuación de los agentes económicos en la búsqueda de maximizar su beneficio. Para ello, los agentes económicos ajustan sus inversiones, producciones y precios, a los volúmenes y niveles adquisitivos de la demanda.

Sin embargo, los agentes económicos guían sus actuaciones en función del volumen y nivel adquisitivo de la demanda, con un retraso aproximado de 3/4 años, lo que produce que cuando sus inversiones y/o producciones salgan al mercado a un determinado precio, el volumen de la demanda y su nivel adquisitivo nada tiene que ver con los citados parámetros de hace 3 /4 años.

A su vez, los agentes económicos en su actuación repetitiva en la búsqueda del beneficio, alteran en todo momento los volúmenes y niveles adquisitivos de la demanda.

Estos retrasos, provocados por la búsqueda incesante del máximo excedente empresarial, determinan durante el periodo del ciclo, procesos de ajuste y desajustes interrumpidos entre la oferta y su precio, entre la demanda y su nivel adquisitivo, lo que determina la duración citada del ciclo.

He de reiterar que los periodos que componen el ciclo, siempre tienen la misma duración salvo que al periodo contractivo de la oferta sucedan desequilibrios o equilibrios insuficientes en la demanda externa del país, en cuyo caso la economía se adentrará en periodo de atonía, con ajustes sucesivos. En relación al déficit externo, hay que mencionar que en las dos crisis anteriores (1980 y



1990), el equilibrio externo y la recuperación económica se logró merced al descenso del precio del petróleo. Este hecho, por el momento, no se ha producido.

Estos ajustes o desajustes dentro del periodo de la duración del ciclo serán más o menos intensos dependiendo de los desajustes existentes y del comportamiento que tomen los agentes sociales y políticos en cada uno de los periodos del ciclo.

Dentro del ciclo, los agentes económicos son los verdaderos actores del mismo, al incrementar o disminuir la oferta e influir indirectamente sobre la demanda.

Los agentes sociales por lo general suelen actuar procíclicamente mientras que las actuaciones de los agentes políticos, debido a sus retrasos en mucho de los casos, lejos de equilibrar actúan procíclicamente.

Por lo general, gran parte de los agentes, cuando hacen análisis, desconoce la duración del ciclo y las causas que lo motivan, y suelen confundir motor con móvil, o bien, causa con efecto. También suelen sustentarse en proyecciones de limitada duración inferiores a los dieciséis años, lo que determina errores graves, sobre todo cuando el ciclo cambia de tendencia.

El retraso en la actuación de los agentes económicos en su búsqueda del máximo beneficio se da por la siguientes causas:

Se guían por las situaciones pasadas y la proyección de las mismas sobre situaciones futuras, cuya posición futura no depende como se ha expuesto de la tendencia pasada, sino de la posición futura que tomará la demanda.

Para qué un agente económico actúe ha de conocer primero la situación económica pasada y reconocer que esa situación se está dando (retraso de conocimiento y retraso de reconocimiento aproximadamente 1/2 años).

Decidida su actuación en cuanto a la fijación de los volúmenes de inversión y producción, realizan la misma, y hasta que tenga esta su efecto sobre la economía, se produce un retraso del orden de 1'5/2 años.

Estos retrasos se dan por término medio para todos los sectores económicos, así como para las actuaciones correctoras de políticas económicas de los gobiernos. Éstos retrasos se pueden explicar de una forma más explícita en el sector inmobiliario tal como aparece a pie de página<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Se produce un retraso medio de tres años y medio entre la fecha en que se produce la causa que decide la inversión y la inversión en sí (viviendas iniciadas). Dicho retraso viene a estar motivado por la demora en el conocimiento de la situación del mercado (del orden de un año), por el retraso de la preparación de la inversión (entre medio año y un año) y por el retraso de iniciación (licencia, adjudicación de obra) de la inversión, que es del orden de un año. El efecto de la inversión se produce aproximadamente durante un periodo de dos años, en la relación de *uno es a dos*.

El conocimiento del ciclo económico y su funcionamiento, es esencial para la toma de decisiones de los agentes económicos financieros o públicos, si no se quiere caer en trampas similares a las que vivimos en los momentos actuales.

No caer en estas trampas exige el rápido y constante conocimiento de las diferentes variables que afectan al mercado y la utilización de modelos econométricos en los que se haya comprobado su consistencia, que nos determinen en cada momento la situación actual y su tendencia a un horizonte de medio plazo, tanto a niveles agregados como por sectores y áreas, que puedan ser de aplicación para inversiones concretas.

Un modelo econométrico consistente debe de conjugar los volúmenes de oferta y sus precios en relación con el volumen de la demanda y su nivel adquisitivo, teniendo en cuenta los tipos de interés, en su caso, y calibrados los efectos de unas variables sobre otras y los stock, así como sus retrasos.

En base a ello, debe de poder determinar a medio largo plazo las posiciones futuras de las variables citadas.

Los modelos deben de instrumentarse de abajo hacia arriba por áreas y por sectores y sus resultados agregados deben de ser consistentes con las variaciones de la demanda total agregada.

Dentro de la línea expuesta se centra Basilea II, a efectos de determinar los riesgos presentes o futuros de las instituciones financieras.

El contexto de los análisis de los ciclos económicos exige estudiar el ciclo por sectores y áreas, sus efectos sobre la demanda total agregada del país y tener en cuenta el equilibrio o desequilibrio exterior porque de lo contrario nos llevaría a error.

La economía de un país está inmersa en un contexto muy amplio, y máximo en un mundo globalizado con gran libertad en la circulación de mercancías y capitales. El equilibrio o desequilibrio de la demanda externa no solamente depende de la estructura y precios de la oferta del país, sino también de la misma variable del resto de países. A este respecto, cada país en cada momento, tiene su particular ciclo, que determina posiciones diferentes en el tiempo en relación con las variables citadas.

Si analizamos la economía mundial a través de los diferentes países y las diferentes posiciones de la oferta y la demanda interna de los países, determinan entre ellos, a través de la demanda externa, efectos positivos y negativos, equilibrios o desequilibrios de unos con otros.

Lo expuesto nos lleva a que para poder estudiar el ciclo particular de un país, debemos de conocer y analizar el ciclo económico del conjunto de países que

influyen, directa o indirectamente, en su demanda externa y en que grado lo hacen y sobre que sectores inciden.

Cabe mencionar que a nivel mundial y, particularmente entre los países desarrollados, los efectos positivos o negativos se transmiten entre ellos con un retraso de año y medio.

Por ejemplo, si nos estamos refiriendo a la contracción económica actual de Estados Unidos, su efecto total se transmitiría sobre las demás economías con 1'5 años de retraso.

Finalmente, por si puede ser de interés, ya que hablamos de plazos, si nos referimos a las diferentes crisis económicas desde el 29 hasta hoy, se dan dentro de tres diferentes modelos económicos, y cada dos ciclos económicos completos (25/30 años) se ha dado un cambio de modelo económico.

## **EL CICLO DEL SECTOR INMOBILIARIO RESIDENCIAL Y SU EFECTO SOBRE EL CICLO ECONOMICO GLOBAL**

Como continuación al apartado anterior, se ofrece una explicación más detallada sobre el papel del sector inmobiliario en cuanto a su duración y magnitud y como coadjutor en el ciclo global.

Si analizamos los diferentes países en el tiempo, el peso de la edificación dentro del PIB viene a ser de un 5/10% (como es el caso de España en los periodos de 1980 y de los años 2000) con un multiplicador del orden del 2,5. Quiere decirse que su efecto sobre el PIB es del 12% al 25%. Siendo ello así, una contracción fuerte de la edificación, según en la banda en que estemos, coadyuva de forma sensible a la contracción del PIB.

El ciclo contractivo del sector inmobiliario se produce porque la oferta y el precio de la misma es mayor que la demanda y su nivel adquisitivo. Para una mejor comprensión de ello, podemos observar los gráficos adjuntos (*pág. 22*), en donde se refleja la evolución de las principales variables durante el periodo 1981-2009 en el caso español.

Siguiendo la misma nomenclatura que en el apartado anterior, la secuencia del ciclo es la siguiente:

- **Periodos 2 y 3, el precio financiado se encuentra por debajo o igual al salario, lo que hace que el stock se mantenga entorno o por debajo de la demanda. En esta posición las viviendas iniciadas se incrementan, al incrementarse éstas, el PIB crece.**
- **Periodos 4 y 1, el precio financiado de la vivienda sube por encima de los salarios y hace que el stock se sitúe por encima de la demanda. Ello produce una disminución de las viviendas iniciadas y una caída del PIB.**

En otro orden, como se puede observar, el desajuste entre stock y demanda es muy inferior en los periodos 2 y 4 de los años 1990 a los de los años 2000, lo que nos indica la magnitud del desajuste actual.

*Nota:*

- \* *El precio financiado obedece a la cuota del 70/80% del precio de la vivienda(según periodos) por el término necesario para amortizar esta cantidad.*
- \* *El stock es la cantidad de viviendas acabadas y en construcción que quedan sin vender al final de un periodo.*
- \* *Las variaciones fuertes del PIB en el periodo 1997-1993 no se deben sólo a las variaciones de la edificación sino al comienzo y finalización de las obras de las Olimpiadas y de la Expo así como la entrada en la Unión Europea, si nos referimos a los comienzos de los años 80.*

El efecto de las viviendas iniciadas incide en la economía con toda intensidad con un retraso de uno o dos años.

Cuando se produce un desajuste entre la oferta y la demanda, por razón de los excesos de oferta y/o precios y/o debilidad de la demanda, para que el sector vuelva a adentrarse en un periodo de crecimiento y con ello el PIB, son necesarios los siguientes ajustes:

El devolver el equilibrio al sector, el precio financiado no solamente ha de igualarse con el nivel adquisitivo de la renta de los hogares, sino que los precios han de descender más, puesto que han de captar una demanda mayor que absorba los excesos de stock existentes y han de compensar la caída de la demanda que se origina, como consecuencia del desempleo y que se deriva de la disminución de la producción que produce el proceso de ajuste.

Durante el proceso de ajuste de precios se producirán descensos del precio de la vivienda en términos reales, con mayor o menor intensidad, según sea mayor o menor la evolución de los salarios, la evolución del empleo y el tamaño del stock y dependiendo de que el tipo de interés suba o baje. De ser los movimientos de las variables citadas tímidos, producirá descensos en los precios de las viviendas en términos nominales.

Cuando el desajuste es bajo y se producen descensos del tipo de interés, la evolución de los salarios suele impedir cualquier caída de precios medios de las viviendas de primera residencia en términos nominales.

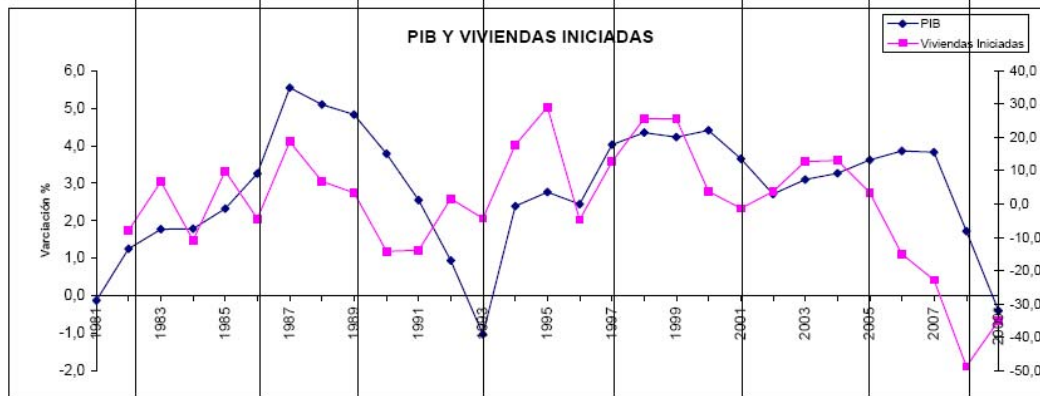
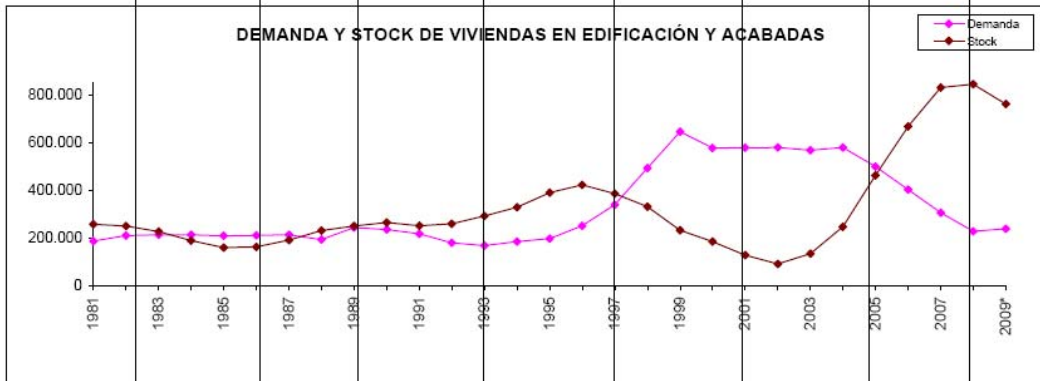
En los momentos actuales, con la evolución esperada de los salarios tímida; las variaciones de los tipos de interés pequeños; con niveles altos de stock; y con disminuciones drásticas del PIB, que dará lugar a caídas del empleo; el ajuste tendrá que producirse con descensos de los precios medios de la vivienda en términos nominales.

Hay que resaltar que en el caso de que no se produzca a medio plazo un equilibrio cambiario de la balanza de pagos (descenso sensible del precio del petróleo y del euro) y/o un descenso drástico del tipos de interés, la posibilidad de ajustar la oferta con la demanda se vuelve muy complicado.

Finalmente cabe mencionar que las notas expuestas solamente nos sirven de carácter explicativo y orientativo en cuanto a los tiempos magnitud de los ajustes y desajustes. Sin embargo, las situaciones que se han dado en el tiempo no son iguales en ningún caso ni para todos los productos ni para todas las áreas.

Lo interesante no es solamente conocer lo expuesto y ser consciente del ciclo inmobiliario, de su magnitud y de su duración y efecto, sino conocer la oferta y la demanda que existe en los momentos actuales por productos y áreas y cual será la posición que tomarán cada uno de estos a corto, medio y largo plazo.

**Fernando Rodríguez y R. de Acuña**  
Doctor en CC Económicas y Empresariales  
Doctor en Derecho  
Presidente de R. R. de Acuña & Asociados



PERIODO	1	2	3	4	1	2	3	4	1
CICLOS	Contractivo		Expansivo		Contractivo		Expansivo		Ajuste Fuerte