



Universidad de Navarra

Comentarios de Coyuntura Económica

Año 20 / Número 5 / Febrero 2007

Índice

1 ¿Están las empresas excesivamente endeudadas?

3 Los países que no cuentan

5 De consumidores y confianza

8 Indicadores económicos

Fecha de cierre: 17 de enero de 2007

El volumen de transacciones y el alto porcentaje de pago en efectivo levantan el temor de que estén causando un exceso de endeudamiento en las empresas.

La deuda de las empresas no financieras de la zona euro supone ya el 65% del PIB.

¿Están las empresas excesivamente endeudadas?

Acabamos de cerrar el año con el mayor volumen de fusiones y adquisiciones corporativas de la historia. En el año 2006 se produjeron en el mundo F&As por valor de 3,3 billones de dólares, por encima de los 3,1 billones del año 2000. En Europa también se ha batido el récord histórico (1,5 billones de dólares en 2006) y España ha sido el tercer país del mundo por volumen de transacciones por primera vez en la historia. Con respecto al máximo anterior del año 2000, este ciclo ha tenido características muy distintas.

Las transacciones del año pasado se efectuaron en un conjunto mucho más diverso de sectores económicos, a unos precios (medidos por múltiplo de PER) muy inferiores, y con un porcentaje de pago en efectivo que en el año 2006 alcanzó al 77% de las operaciones. Este volumen de transacciones y el alto porcentaje de pago en efectivo han levantado el temor de que estén causando un exceso de endeudamiento en las empresas que se involucran en estas operaciones. ¿Existen verdaderamente razones para preocuparse?

Desde un punto de vista macroeconómico, no interesa saber en qué medida una o dos empresas individuales pueden haberse endeudado en exceso y encontrarse con dificultades en el futuro. Errores de gestión siempre se han cometido y se cometerán, y serán sus accionistas, directivos y, en alguna medida, empleados y clientes, los que acabarán pagando las consecuencias. La preocupación macroeconómica es si se está produciendo un ciclo de endeudamiento que ponga en peligro nuestro crecimiento futuro.

La primera pregunta es en qué medida están endeudadas las empresas (no financieras). Ejemplos existen de empresas que han hecho apuestas importantes que han supuesto incrementos muy altos en su grado de apalancamiento. Pero, ¿son esos ejemplos generalizables? La evidencia aquí parece clara. Las empresas sí están cada vez más endeudadas. La deuda de las empresas no financieras de la zona euro supone ya el 65% del PIB, un máximo histórico, y un 7% por encima del máximo anterior que tuvo lugar en el año 2003. En España, la situación es algo similar. Según la central de balances, la ratio de endeudamiento a activos netos se ha incrementado en el año 2006 con respecto a años anteriores. Además, este incremento ha sido mayor en los grandes grupos multinacionales españoles, principalmente debido a operaciones corporativas.

Vale, el endeudamiento ha subido, pero ¿y el coste de financiación de las empresas? Pues también. El coste de la deuda de las empresas



Comentarios de Coyuntura Económica

Febrero 2007

En los nueve primeros meses del 2006 en España, los gastos financieros de las empresas no financieras se habían incrementado un 29,1%, el 90% de la variación se debía a incrementos en la deuda de las empresas.

El comportamiento de las cotizaciones bursátiles ha sido muy positivo, y en la medida en que estas valoraciones reflejan expectativas de beneficios futuros, las expectativas son muy buenas.

se ha incrementado en el año 2006 en unos 80 puntos básicos. Sin embargo, este coste aún se encuentra a un nivel históricamente muy bajo debido a que los tipos de interés del BCE se mantienen bajos y, sobre todo, a que las primas de riesgo que las empresas pagan por encima de los tipos libres de riesgo están muy bajas. Esto ha llevado a que la causa principal del incremento de los costes financieros de las empresas en el año 2006 haya sido el incremento de la cantidad de deuda más que el coste de la misma. Por ejemplo, en España, en los nueve primeros meses del año 2006, los gastos financieros de las empresas no financieras se habían incrementado en un 29,1%, y el 90% de esta variación se debía a incrementos en la deuda de las empresas, y sólo un 10% al incremento del coste de la deuda.

Vale, el endeudamiento se ha incrementado y el coste de la deuda también, pero ¿es esto preocupante? Aquí la respuesta ya no es tan clara. Para responder a esta pregunta es necesario evaluar la capacidad de pago que tienen las empresas. La situación parece ser muy favorable. Las ratios de beneficios de las empresas no financieras, medidos como resultado neto sobre ventas, se han incrementado de menos del 4%

en 2003 hasta colocarse por encima del 6% en la última parte de 2006. Este incremento ha sido aún mayor en los sectores de transporte y telecomunicaciones, que está en casi el 10%. Además, el comportamiento de las cotizaciones bursátiles ha sido muy positivo, y en la medida en que estas valoraciones reflejan expectativas de beneficios futuros de las empresas, las expectativas son muy buenas.

Este crecimiento de los beneficios de las sociedades no financieras hace que el diferencial de rentabilidad entre lo que las empresas generan en sus actividades y el coste financiero de la deuda a la que hacen frente se mantenga muy alto. En España, ese diferencial se estima que es del 5% para 2006, similar al de 2005 y un 10% superior al de 2004.

La tendencia es similar para las empresas de la zona euro, lo que ha llevado al BCE a concluir que: «A pesar del reciente repunte de las ratios de deuda y de los pagos netos de intereses, la situación financiera de las sociedades no financieras sigue siendo favorable, principalmente como consecuencia del reducido coste de la financiación y de la elevada rentabilidad.» Esperemos que sea así y perdure.



Los países que no cuentan

"Nunca habláis de nosotros", se quejaba un buen amigo mío, que había emigrado a España desde un pequeño país latinoamericano. "Siempre escribís sobre Estados Unidos, la Unión Europea, Japón... y ahora, China e India. Pero nosotros parece que no seamos ciudadanos del mundo." Y tenía razón. Claro que el sesgo de *Comentarios de Coyuntura* tiene una explicación, basada en la condición de economistas de los que los escribimos: intentamos ser eficientes, obteniendo los mejores resultados posibles con los recursos escasos de que disponemos. Los recursos son el tiempo y el papel, y los resultados, tratar de explicar qué pasará en el mundo. Y, claro, los países grandes –grandes en renta y riqueza, más que en extensión– se llevan nuestras prioridades, porque explican la mayor parte de la evolución del PIB mundial. Y, sin embargo, los países pequeños o no tan ricos también merecen nuestra atención.

África, por ejemplo, queda habitualmente fuera del mapa. Y, sin embargo, muchos países del continente están teniendo un crecimiento satisfactorio: los productores de petróleo (Argelia, Angola, Nigeria), por supuesto, se han beneficiado de los altos precios de ese producto, pero otros han disfrutado de unos años de paz (lamentablemente, con excepciones), de una alta demanda para sus primeras materias, de algunas reformas económicas limitadas y de los bajos tipos de interés en los mercados financieros mundiales. En 2006, el continente africano debe haber crecido alrededor del 5,5%, destacando Angola (14%), Marruecos (más del 7%), Ghana y Tanzania (alrededor del 6%). África no es todavía la tierra prometida, pero países como Túnez, Tanzania, Uganda, Kenia, el Congo, Egipto y República de Sudáfrica muestran un crecimiento sostenido y alto. Y si se

cumplen los pronósticos del Fondo Monetario Internacional, en 2007 puede superar el crecimiento de 2006, llegando al 5,9%.

En Oriente Próximo, los países exportadores de petróleo están disfrutando de unos años buenos: según el Fondo Monetario Internacional (FMI), Irán, Arabia Saudita y Kuwait debieron crecer entre el 5 y el 6% en 2006, con elevados superávits por cuenta corriente, que colocaron en los mercados financieros internacionales, contribuyendo a financiar el abultado déficit norteamericano. Pero otros países no productores de petróleo han tenido también un crecimiento elevado; destaca un 7% en Jordania, como promedio de los últimos tres años, aprovechando quizá la debilidad de sus vecinos y su relativa tranquilidad política y social, así como la evolución alcista de los precios de

África no es todavía tierra prometida, pero países como Túnez, Tanzania, Uganda, Kenia, el Congo, Egipto y República de Sudáfrica muestran un crecimiento sostenido y alto.

Según el FMI los países exportadores de petróleo han contribuido a financiar el abultado déficit norteamericano, pero otros países no productores de petróleo como Jordania han tenido también un crecimiento elevado.



Comentarios de Coyuntura Económica

Febrero 2007

Los países emergentes de Asia siguen destacando por su elevado crecimiento. Dejando de lado China e India, Pakistán y Bangladesh pasan del 6% anual; Indonesia, Malasia y Filipinas superan el 5%, y Tailandia se queda en el 4,5% según el FMI.

El éxito asiático sigue siendo el de un modelo dinámico basado en la exportación, con monedas depreciadas y capacidad para atraer inversiones extranjeras.

En el centro y este de Europa, el principal factor de impulso fue la incorporación de algunos de esos países a la Unión Europea, completada por la de Bulgaria y Rumania hace unos días.

América Latina ha crecido cerca de un 5% en el 2006 y se esperan unos resultados parecidos en 2007: un 4,2%.

las primeras materias. Por el contrario, Líbano habrá tenido una caída del PIB superior al 3% en 2006, como consecuencia de sus guerras internas, mientras que Israel habrá tenido un crecimiento bajo para sus estándares, de alrededor del 4% anual.

Las economías emergentes de Asia siguen destacando por su elevado crecimiento. Dejando de lado China (más del 10% en 2006) e India (casi el 8,5%), Pakistán y Bangladesh pasan del 6% anual; Indonesia, Malasia y Filipinas superan el 5%, y Tailandia se queda en el 4,5%, siempre según el FMI. Los que en su día fueron los "tigres asiáticos", también presentan tasas elevadas: el 4% en Taiwán, el 5% en Corea del Sur, el 6% en Hong Kong y casi el 7% en Singapur. Los nuevos países emergentes del sudeste asiático son economías abiertas, que venden a los mercados europeos, norteamericanos y japonés, sea directamente, sea a través de China. Los economistas internacionales solemos fijarnos en el superávit comercial de China con Estados Unidos, pero mucho menos en el déficit con sus vecinos asiáticos y con otras economías emergentes, que utilizan las factorías chinas como trampolín para enviar sus productos al mundo, en tanto que Taiwán y Hong Kong canalizan sus inversiones hacia el coloso chino.

El éxito asiático sigue siendo el de un modelo dinámico, basado en la exportación, con monedas depreciadas (manteniendo su competitividad con el yuan chino) y capacidad para atraer inversiones extranjeras, pero su demanda interior creciente está contribuyendo también al crecimiento de su PIB. Y las expectativas para 2007 son, en conjunto, muy parecidas a las del año pasado.

En el centro y este de Europa, el principal factor de impulso fue la incorporación de algunos de esos países a la Unión Europea, completada por la de Bulgaria y Rumania hace unos días. Una mano de obra cualificada y barata, la proximidad a los mercados de Europa occidental, cuya demanda se ha venido recuperando en 2006, la estabilidad política y económica (con algunas

excepciones) y la atracción de las inversiones extranjeras (muchas de ellas procedentes de sus vecinos europeos occidentales), son factores que explican las altas tasas de crecimiento del PIB de las repúblicas bálticas (entre el 7 y el 11% en 2006), la Europa central (del 4,2% de Eslovenia al 6,5% de Eslovaquia) y aun de los países que todavía no estaban integrados en la UE (5,5% en Rumania y Bulgaria). Y 2007 será, por lo que parece, un año casi tan bueno como lo fue el anterior (5,0% frente al 5,5%). Por su parte, casi todos los países de la Comunidad de Estados Independientes han tenido también altas tasas de crecimiento: Ucrania (5%), Rusia (6,5%), hasta llegar al 25% de Azerbaijón, con un promedio del 7%.

Y, finalmente, 2006 ha sido también un buen año en América Latina, que debió crecer cerca del 5%, desde el 8% de Argentina, el 6% de Perú y el 5,2% de Chile, de un lado, hasta el 4,0% de México y el 3,6% de Brasil. Para 2007 se esperan unos resultados parecidos: un 4,2%, frente al 4,8% de 2006.

Al final, parece que las economías menos grandes también tienen algunos parámetros comunes en su crecimiento a corto plazo: se benefician de la alta demanda y precios de lo que producen, sea crudo, minerales o primeras materias agrícolas; se benefician también del crecimiento de sus clientes, sobre todo Estados Unidos, Europa y China, de unos tipos de interés bajos, de la abundancia de liquidez mundial y del apetito por la rentabilidad de los inversores extranjeros (que reduce la percepción del riesgo en los mercados emergentes); de la apertura del comercio mundial (la globalización no parece sentarles mal); de las políticas sensatas que muchos de esos países han aplicado en los últimos años (baja inflación, déficit públicos reducidos, deuda moderada, balanza corriente estable) y de la relativa estabilidad política y social del mundo. Esto ya lo sabíamos, claro. Lo que pasa es que necesitamos que nos recuerden que las políticas que fueron buenas para, por ejemplo, que España se pusiese a la altura de sus vecinos de la Unión Europea, lo son también para que otros países prosperen.



De consumidores y confianza

A comienzos del mes de enero, la Comisión Europea y el Instituto de Crédito Oficial (ICO) hicieron públicos los últimos resultados de los Indicadores de Confianza del Consumidor para Europa y España. Estos indicadores parecían haber cobrado recientemente gran relevancia a la hora de analizar la evolución inmediata de la economía. Al hilo de los resultados publicados, hacemos unas breves reflexiones sobre su utilidad para el análisis de la coyuntura económica.

Desde hace unos años se presta especial atención a los datos sobre confianza del consumidor que periódicamente calculan la Comisión Europea (para todos los Estados de la UE) y el ICO (para España). Al fin y al cabo, los consumidores son, con mucho, el principal componente de gasto dentro de la economía (representan entre un 60-70% del PIB) y, por tanto, un análisis de sus opiniones debería darnos las claves de la evolución macroeconómica a corto-medio plazo.

Interesantes los resultados que se han hecho públicos, aunque más por lo que dicen sobre la utilidad de estos indicadores que por lo que dicen sobre la economía. Nos explicamos.

En Europa, el consumidor medio ve las cosas de color de rosa: los indicadores de confianza –a nivel agregado, pero también en la mayoría de los países por separado– llevan más de un año y medio de tendencia creciente. Los consumidores europeos parece que no ven motivos de preocupación en lo que a la evolución de la economía se refiere. Como ya mencionamos en los Comentarios del mes pasado,

las perspectivas inmediatas para Europa son relativamente buenas, así que parece que los consumidores europeos están interpretando correctamente la realidad... pero la cuestión curiosa es que llevan mucho tiempo así, incluso en épocas en que los datos no soportaban una opinión tan optimista.

Por otro lado, los resultados para España darían a entender que el nuevo año, en lo que a lo económico se refiere, se presenta gris y triste. Desde luego, mucho más gris y triste de lo que los datos objetivos se obstinan en reflejar. Efectivamente, el indicador ha caído mucho en diciembre –y este dato no tiene en cuenta los preocupantes sucesos de fin de año–, y deja la evolución a lo largo de los doce meses en negativo. O sea, los consumidores tienen una opinión mucho peor del estado de la economía ahora que al final de 2005.

Las razones aducidas para esta evolución negativa del indicador parecen consecuencia de cierta falta de análisis crítico de los datos reales y de una confianza desmesurada en los medios de comunicación menos especializados como fuen-

Los consumidores europeos parece que no ven motivos de preocupación en lo que a evolución de la economía se refiere.

Para España el nuevo año se presenta gris y triste. Los consumidores tienen una opinión mucho peor del estado de la economía ahora que al final de 2005.



Comentarios de Coyuntura Económica

Febrero 2007

Los niveles actuales del Euribor, por poner un ejemplo, son precisamente lo que algunos economistas habían ido prediciendo consistentemente desde hace más de medio año.

No parece que haya razones objetivas para ver el petróleo como una fuente de preocupación.

Los datos macroeconómicos son, en el caso de España, más buenos que malos pero la confianza de los consumidores, o sus opiniones sobre el estado de las cosas, son demasiado volátiles, están demasiado influenciadas por acontecimientos puntuales que no resultan relevantes a nivel macroeconómico.

te de información económica. En concreto, el marcado descenso de diciembre en la confianza de los consumidores se achaca a la subida de los tipos de interés, al petróleo y a la crisis de cierta compañía aérea que ha dejado en tierra durante las fiestas de Navidad a miles de personas.

Y claro, cuando miramos a estos tres factores con tranquilidad, deberíamos darnos cuenta de que ninguno de ellos es de entidad suficiente para justificar semejante efecto en la opinión sobre el estado de la economía.

Primero, los tipos de interés. Parece claro que en cuanto a su evolución reciente –y en cuanto a lo que cabe esperar para los meses inmediatos– no ha habido ninguna noticia relevante que no supiéramos desde hace tiempo. Los niveles actuales del Euribor, por poner un ejemplo, son precisamente lo que algunos economistas habían ido prediciendo consistentemente desde hace más de medio año. Por una vez, y sin que sirva de precedente, nuestras predicciones se han ido cumpliendo a rajatabla. "¡Tampoco era tan difícil! ¡Todos los cambios de los tipos básicos estaban cantados y el Euribor no ha hecho más que seguir esos cambios!", dirán algunos. Cierto. Por eso precisamente hemos acertado: porque cada vez sabemos más sobre cómo funcionan los bancos centrales, qué tipo de políticas están siguiendo y, por tanto... somos cada vez más capaces de dar estimaciones mínimamente adecuadas de cómo evolucionarán los tipos de interés. Esto los consumidores europeos sí parecen entenderlo, pero no los españoles. Así que la cuestión es: ¿por qué el que ahora los tipos estén en el 4%, como, insistimos, habíamos predicho desde antes de mayo, afecta tanto a un consumidor que debería haber anticipado esto y, por tanto, haber ajustado suavemente su opinión... y sus hábitos?

Segundo, el petróleo. ¿Debemos ajustar nuestra opinión de forma drástica por la situación actual y perspectivas del mercado de crudo, que aun así ahora está en niveles más que aceptables y que puede seguir así si el invierno es, como se está anunciando, más suave de lo normal? No parece que haya razones objetivas para ver el petróleo como una fuente de preocupación, o, mejor (el petróleo siempre es fuente de preocupación), para pensar que en diciembre las cosas cambiaron drásticamente a peor.

Finalmente, el tema de la compañía aérea es, salvando a los afectados, a quienes nadie podrá quitar la frustración y los infortunios sufridos, una mera anécdota.

Y es que los datos macroeconómicos más básicos, o sea, los que nos permiten intentar hacer estimaciones sobre la evolución a medio plazo de la economía... son, en el caso de España, más buenos que malos: el crecimiento sigue sólido, la inflación –y el diferencial con la zona euro– evolucionan correctamente, se crea empleo... En el caso de Europa, asistimos a un fenómeno paralelo en 2005: incluso cuando las cosas estaban bastante paradas –como lo estaban entonces–, los consumidores europeos veían la economía con confianza continuamente creciente, interpretando incorrectamente –o ignorando– los datos económicos objetivos.

¿Cuál es el problema, entonces? Parece –como ya llevan cierto tiempo apuntando algunos– que la confianza de los consumidores, o sus opiniones sobre el estado de las cosas, son demasiado volátiles, están demasiado influenciadas por acontecimientos puntuales no necesariamente relevantes desde un punto de vista macroeconómico.

Los medios de comunicación no especializados parecen tener cierta responsabilidad en este terreno. El hecho de que se les dé una atención y una entonación casi apocalíptica a sucesos de suyo poco importantes –como el hecho de que el Euribor pasara "la barrera" del 4%– generan cambios de humor muy grandes en los consumidores.

Estas reacciones que, no nos engañemos, son tan del gusto de los medios de comunicación, distan mucho de estar en línea con el verdadero estado general de las cosas. Quizá nos gusta sobrerreaccionar. Quizá nos gusta ser especialmente dramáticos en nuestras opiniones y, cuando nos preguntan, nos explayamos a gusto sobre lo mal que está todo. Pero la economía no sufre –afortunadamente– bandazos tan marcados, y los hechos que podrían generar oscilaciones tan radicales son bien pocos y, éstos sí, ciertamente rozan lo apocalíptico (piénsese en un 11-S o en algún acontecimiento especialmente grave en el Medio Oriente).

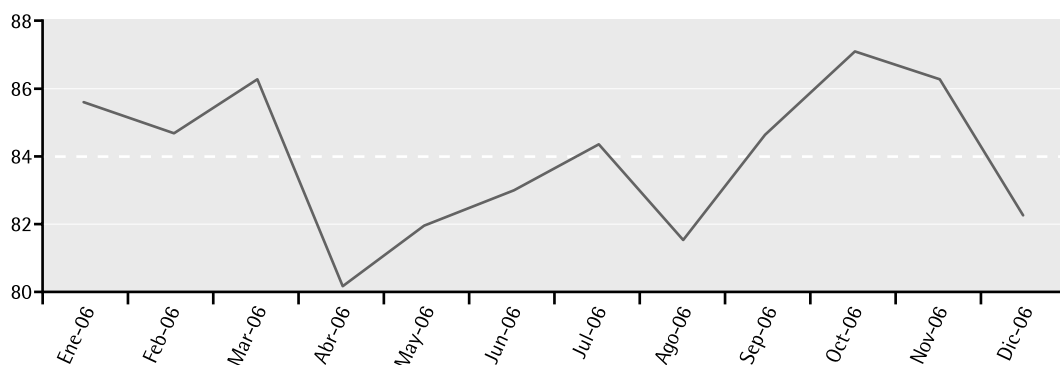


De hecho, parece que los consumidores, al final nos comportamos como un ente esquizofrénico bastante peculiar: nuestras opiniones sobre la economía cambian muchísimo (se puede ver en el gráfico la evolución reciente del índice de confianza del consumidor calculado por el ICO para España), pero nuestro comportamiento de consumo se mantiene mucho más estable. El consumo sigue siendo la partida menos volátil y más predecible del PIB, sigue creciendo a tasas normales en todos los países europeos y en España especialmente, y rara vez se corrige o cambia de forma tan drástica como nuestras opiniones.

¿Y la conclusión? Pues, a la vista de lo dicho, creemos que doble. Por un lado, parece que por ahora hay que poner menos énfasis y atención en los indicadores de confianza del consumidor –algo que ya está sucediendo en algunos países– y, por otro lado, nos queda a los economistas un bonito trabajo de seguir interpretando lo mejor posible los datos relevantes, de seguir comunicando su significado e implicaciones y de seguir intentando que nuestra labor de previsión económica –tan ingrata y difícil, aunque tan fascinante a la vez– sea cada vez más fina y precisa. Y esto, en el fondo, es lo que pretendemos con nuestros Comentarios. Seguiremos informando.

El consumo sigue siendo la partida menos volátil y más predecible del PIB, sigue creciendo a tasas normales en todos los países europeos y en España especialmente, y rara vez se corrige o cambia de forma tan drástica como nuestras opiniones.

Índice de confianza del consumidor (y media del año)



Fuente: www.ico.es/web/descargas/paginas/6175473_Tablas%20diciembre%202006.pdf

Por ahora hay que poner menos énfasis y atención a los indicadores de confianza del consumidor y, por otro lado, nos queda a los economistas un bonito trabajo de seguir interpretando lo mejor posible los datos más relevantes.



Comentarios de Coyuntura Económica

Año 20 / Número 5 / Febrero 2007

Universidad de Navarra

Indicadores económicos

	Último Período	Variación Interanual 2006/2005	Último Dato 2006	Tendencia
Producción y Demanda				
Índice de producción industrial España (1)	Noviembre	3,6	5,4	Recuperación
Índice de producción industrial área euro (1)	Noviembre	2,3	1,8	Recuperación
Matriculaciones de turismos España	Diciembre	-1,0	-4,7	Desaceleración
Consumo de energía eléctrica España	Diciembre	3,4	4,4	Recuperación
Consumo de cemento España	Noviembre	7,7	5,4	Desaceleración
Empleo				
Paro registrado España (INEM)	Diciembre	-1,5	-3,8	Moderándose
Tasa de paro España (EPA) (2)	3 ^{er} trim.	8,6	8,2	Moderándose
Precios y Salarios				
Índice de precios de consumo España (IPC)	Noviembre	3,6	2,6	Desaceleración
IPC armonizado área euro	Noviembre	2,3	1,8	Aceleración
Salarios en convenio España	Noviembre	3,2	3,2	Estable
Mercados Financieros				
Dinero (M3) área euro	Octubre	8,2	8,5	Estable
Interés interbancario a tres meses área euro (3)	Noviembre	3,0	3,6	Al alza
Interés deuda a 10 años área euro (3)	Noviembre	3,8	3,8	A la baja
Interés créd. banc. + de 1 año, empresas, zona euro (3)	Septiembre	4,7	5,0	A la baja
Sector Exterior				
Valor de las exportaciones balanza de pagos área euro (4)	Septiembre	1.344,4	122,3	Al alza
Valor de las importaciones balanza de pagos área euro (4)	Septiembre	1.330,8	118,9	Al alza
Saldo balanza comercial balanza de pagos área euro (4)	Septiembre	13,6	3,4	Al alza
Tipo de cambio dólar/euro (5)	Noviembre	1,250	1,288	Euro apreciándose
Las cifras son tasas de crecimiento, en porcentaje, a menos que se indique otra cosa.				
(1) Corregido por calendario. (2) Porcentaje de parados sobre población activa. (3) En porcentaje. (4) En millardos de euros. (5) Número de dólares por euro.				
Último Período: último período al que se refieren los datos.				
Variación Interanual: tasa de cambio acumulada a lo largo de los últimos 12 meses.				
Último Dato: variación anual del último mes (o trimestre).				

Comentarios de Coyuntura Económica

Consejo de Redacción: Antonio Argandoña, José Manuel Campa, Jordi Canals, Javier Gómez Biscarri, Nuria Mas, Alfredo Pastor, Juan José Toribio, Pedro Videla y Xavier Vives.

ISSN: 1133-4010, Depósito legal: B. 22.561-1988, Publica: División Publicaciones IESE, Avda. Pearson 21, 08034 Barcelona, España. Tel.: 93 253 42 00, Fax: 93 253 43 43

comentarios@iese.edu, www.iese.edu