

num#5 Ene'24 MacroInsights

Coyuntura macro

El RealTimeTracker, nuestro modelo de seguimiento y pronóstico en tiempo real, estima que el PIB español cerrará con un +0,5% del PIB en el 4TR23. Aproximamos así que el 2023 se habría saldado con un avance de +2,4%. De manera preliminar, para el 1TR24 anticipamos un crecimiento similar al del trimestre pasado.

La previsión anual apunta a un crecimiento de +1,7% para 2024, si bien el año comienza con nuevos riesgos que inyectan incertidumbre extra, especialmente la inestabilidad geopolítica con afección especial al comercio internacional.

Enfoque global

Pese a la incertidumbre coyuntural, la transición hacia una economía neutra en emisiones concretada en planes de transición empresariales se mantiene como reto creciente a abordar. A tal efecto, la UE acaba de aprobar su Directiva CS3D que los exige inicialmente para las empresas >500 empleados y facturación >150M€; abarcando toda la cadena de valor salvo servicios financieros, con objetivos a plazos quinquenales coincidentes con las metas de emisiones de la UE en 2030 y 2050; incluyendo incentivos en forma de remuneración variable de consejeros en empresas de >1.000 empleados; y con infracciones previstas de hasta el 5% de la facturación neta global.

El contenido específico aún no está estandarizado, pero se espera que requiera (1) una senda prospectiva, (2) perímetro amplio, (3) medidas consistentes y (4) gobernanza sólida. Su concreción llegará (condicionado al ciclo electoral con las elecciones europeas de junio y la subsiguiente formación de una nueva Comisión) en el desarrollo de las Directivas enfocadas en *reporting* y *due diligence*, o en las normas contra greenwashing en negociación, con horizonte en la segunda mitad de este año o 2025.

Perspectiva micro

En el plano específico de los planes de transición, y pendiente de la incertidumbre regulatoria condicionada por el ciclo electoral, elaborar un plan de transición centrado en la alineación de las inversiones de la empresa con la nueva Taxonomía verde, que establece límites para calificar actividades como sostenibles posibilitaría acceder a financiamiento a través de préstamos o bonos verdes, facilitando la convergencia de intereses entre empresas financieras y no financieras.

Abriendo el foco, a la luz de nuestro análisis, tanto el avance en la descarbonización como el conjunto de las decisiones empresariales deberán incorporar necesariamente:

- La revisión de rutas comerciales y modos de transporte, especialmente para aquellas áreas productivas en las que la disponibilidad de los bienes necesarios para descarbonizar las cadenas de suministro se vea afectada por los cuellos de botella emergentes en las rutas marítimas.
- La incertidumbre sobre el margen de financiación para la inversión (en materia de transición o en cualquier otra), que depende de la senda de política monetaria y las expectativas de los mercados al respecto, que ahora están fijadas en que el ciclo de bajadas de tipos comience en el segundo semestre.



Coyuntura macro

Ralentización y riesgos en 2024

El crecimiento del PIB español seguiría en expansión durante el último cuarto del ejercicio. A las tasas de crecimiento trimestral del PIB en el 1T23 (0,6%), 2T23 (0,4%) y 3T23 (0,3%) le seguiría ahora una expansión cercana al **+0,5%** en 4TR24, según nuestro RealTimeTracker. Con ello, la economía española mantendría un tono positivo por undécimo trimestre consecutivo y, de confirmarse en la Contabilidad Nacional Trimestral consolidada por el INE, el PIB habría progresado un **+2,4%** en el conjunto de 2023.

La última estimación del RTT, del 19-ene, es similar la de AIReF (0,5%, del 18-ene) y dos décimas superior a la de Funcas (0,3%, del 18-ene). La evolución de la estimación muestra un perfil de ida y vuelta, en "V", ya que rondó el 0,7% trimestral durante la segunda quincena de octubre, para después ralentizarse a tasas cercanas al 0,2% y volver a remontar de forma paulatina desde finales de noviembre.

Fig 1 **Evolución de la estimación de crecimiento intertrimestral PIB del 4T2023 según nuestro RealTimeTracker**



Fuente: RealTimeTracker de EsadeEcPol

En concreto, la recuperación del tono positivo del último mes y medio se debe mayormente a:

- **PMI de manufacturas y servicios** del último bimestre.
- La producción industrial (**IPI**) correspondiente a octubre y noviembre, en especial la de bienes de equipo y en menor medida de bienes intermedios.
- Las **ventas de grandes empresas** (VGE) de noviembre, especialmente las de comercio minorista de noviembre.

Estos indicadores fueron en general mejores de lo esperado y vinieron acompañados por un tono positivo y resistente de la afiliación, sin que otros indicadores hayan ejercido claramente de contrapeso con un impacto negativo significativo en la estimación de crecimiento del 4T23.

Fig 2 **Factores que marcan la evolución de nuestro pronóstico del PIB en tiempo real y dirección en la que influyen**

	En la semana actual	Durante todo el trimestre
Mercado de trabajo	↑	↑↑
PIB	=	↑
Revisiones	↓	↓↓
Comercio y consumo	=	↓
PMI y adelantados	=	↓↓
Industria y construcción	=	↑↑
Servicios	=	↓

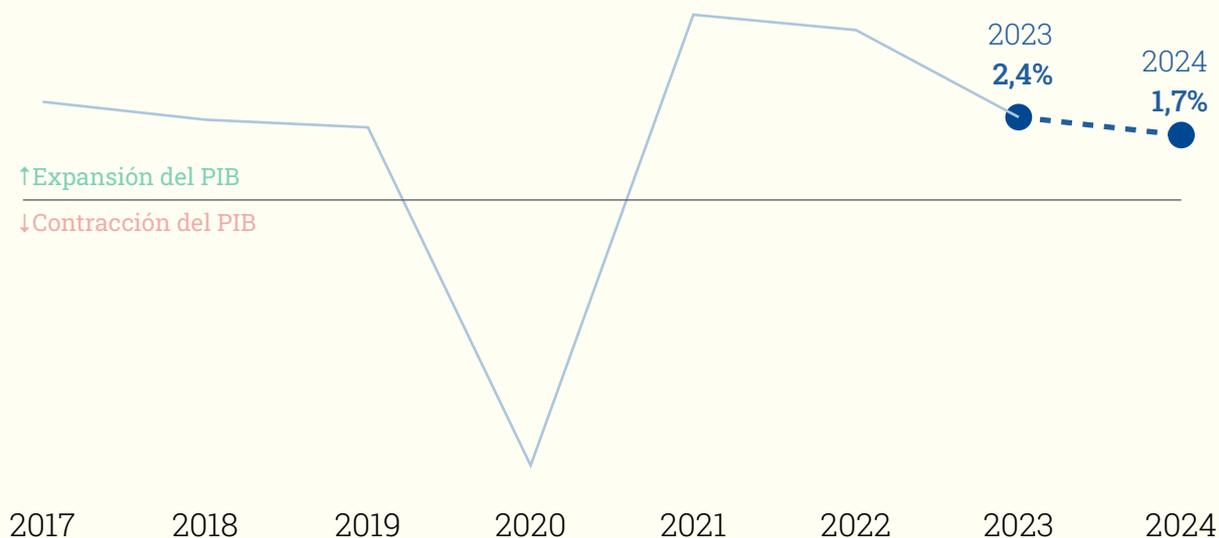
Fuente: RealTimeTracker de EsadeEcPol

El avance del PIB español en **2023**, que con muy alta probabilidad estará en torno a **+2,4%**, supera con claridad las proyecciones de principios del ejercicio y contrasta de forma significativa con la atonía mostrada por la economía de la eurozona (que habría avanzado apenas un 0,6%) y de países como Alemania, que completó el año en negativo (-0,3%). España está recuperando ahora con cierta velocidad y el nivel de PIB rebasa ya en 2,4 puntos (hasta el 3T23) el pico pre-pandemia, por lo que continúa rezagada frente a la eurozona (+3,3 puntos).

El RTT anuncia una lectura positiva de la economía española en el **1T24** del **+0,6%**, pero es preciso extremar la cautela con este pronóstico preliminar por la falta de datos de la estimación. El RTT también proyecta un avance de la

economía española de **+1,7%** en 2024, tasa similar a la que publicó la Comisión Europea en nov-23 y dos décimas superior a la de Funcas de ene-24.

Fig 3 **Estimación de crecimiento del PIB interanual según el RealTimeTracker** · y evolución real desde 2017



Fuente: RealTimeTracker de EsadeEcPol

● Riesgos en 2024

El año comienza con un cuadro de riesgos bajista: vale la pena prestar atención a al menos cinco frentes que podrían generar un impacto económico adverso:

- A los focos de inestabilidad geopolítica de 2023 (Ucrania y Oriente Medio) se ha sumado la escalada del conflicto en el Mar Rojo, provocando **encarecimientos cuantificados en los entornos del 160-170%** y **disrupciones en las cadenas de suministro** ilustradas por recientes anuncios de interrupciones de producción en fábricas del sector automotor en Bélgica, Hungría o Francia, sumando todo ello a la tendencia en marcha desde 2021 de priorizar la seguridad económica.
- Falta de espacio político definido para avances regulatorios y legislativos claros:
 - En España; los primeros movimientos legislativos del nuevo gobierno anticipan **trayectorias legislativas accidentadas** por la necesidad de alinear numerosos *veto players*.
 - A ambos lados del Atlántico, las elecciones UE (junio) y EEUU (noviembre) conforman un **superciclo electoral que deja en suspenso** cualquier gran proyecto regulatorio, y en duda la trayectoria que seguirán ambas potencias.
- En el plano puramente económico, anticipamos:
 - **Estrés financiero** derivado de la elevada deuda global y los costes de financiación.
 - Duda continuada sobre el **final del endurecimiento de la política monetaria**, atada inevitablemente al grado de persistencia de la inflación.

 Enfoque global

Planes de transición para el reto climático

Los retos de financiación, las tensiones comerciales y la falta de una senda regulatoria clave enmarcan de manera coyuntural un reto de mayor alcance al que se está enfrentado nuestro tejido productivo: el “imperativo de adaptación climática”, la transformación veloz, profunda y sostenida de los patrones de producción y consumo global que requiere la transición a una economía neutra en emisiones (especialmente de sectores intensos en ellas como energía, construcción, transporte, minería o manufacturas). Los datos indican que este proceso apenas se ha iniciado: el IPCC estimó en sep-23 que **el pico en emisiones aún no se ha registrado**, lo que **compromete** seriamente cumplir el objetivo de **contener el calentamiento global en +1,5°C**. Otro de los informes de referencia, el Emissions Gap Report 2023, solo otorga ya un **15% de probabilidad al cumplimiento de este objetivo**.

Ante lo acuciante de activar instrumentos que aceleren la transición más allá de un enfoque puramente reputacional con perspectiva financiera y de riesgos, las empresas tienen a su disposición la elaboración de **planes de transición propios** para anticipar las tendencias climáticas y transformar su modelo de negocio, señalizándose frente a los financiadores (bancos, mercados) para que acompañen su reorientación.

La expectativa emergente en los ámbitos público y privado para los planes de transición, y por tanto para las empresas que los elaboren, es la de construir una herramienta de planificación que conecta la información financiera y no financiera, tiene orientación prospectiva y se dirige a la acción en un perímetro amplio, con medidas consistentes, y una gobernanza clara:

- **Senda prospectiva:** del plan viene dado el punto de llegada (neutralidad climática en 2050) y el punto de partida (dado por los datos de cada empresa) pero no el recorrido o ritmo para alcanzarlo, que obliga a perfilar una senda de descarbonización prospectiva con hitos intermedios, basando la proyección en un análisis de escenarios que considere distintos “futuros plausibles”, como los del Portal NGFS con sus escenarios de transición ordenada, desordenada y de inacción.
- **Perímetro amplio:** la descarbonización alcanza el conjunto de la cadena de valor de la empresa, considerando upstream y downstream para una corresponsabilización eficaz del esfuerzo en el proceso de descarbonización y en el cumplimiento de las metas.
- **Medidas consistentes** con i) identificar riesgos y oportunidades derivados del clima, así como impactos sobre el medioambiente y la sociedad; ii) evaluar

posibilidades tecnológicas, procesos, activos o financiación; iii) analizar la oportunidad, idoneidad y capacidad de las medidas para transformar el modelo de negocio en consonancia con las metas intermedias y el objetivo final; y iv) comprometerse, actuar y comunicar.

- **Gobernanza definida** en cada nivel de decisión, con atribución de competencias y responsabilidades, procesos y datos para la monitorización, presupuestación, herramientas de coordinación y control (como sistemas de detección temprana de desviaciones y medidas de corrección), así como incentivos de cumplimiento y penalizaciones por incumplimiento.

Para armonizar estos elementos (suficientemente flexibles por sí mismos para adaptarse a cualquier organización), y siguiendo su enfoque *top down* diferente al anglosajón¹, la UE adoptó una norma en la materia a cierre de 2023 que los Estados deben ahora transponer, con lo que cada empresa pasará a tener que ponerla en su radar de *sustainability compliance*. Se trata de la nueva **Directiva de diligencia debida en materia de sostenibilidad** (CSDDD o CS3D, por sus siglas en inglés), y perfila **lo que deberá entrar en el radar de los planes de transición**:

1. **Sujetos obligados**: las empresas más grandes: con >500 empleados y facturación neta global >€150M. al año y, tres años más tarde, empresas no UE con facturación neta generada en la UE >€150M. al año. También a empresas UE de menor tamaño (>250 empleados y €40M. al año de facturación si la mitad de esta proviene de ciertos sectores de "alto riesgo").
2. **Base jurídica**: anclaje del plan en la Directiva de divulgación corporativa de sostenibilidad).
3. **Perímetro**: toda la cadena de valor, salvo servicios financieros que sólo debe incluir *upstream*.
4. **Senda**: cumplir las metas de emisiones de la UE en 2030 y 2050, utilizando plazos quinquenales y objetivos basados en la evidencia.
5. **Medidas**: conectadas con la estrategia de la compañía, apropiadas a los objetivos y adaptadas a las particularidades propias, aunque elaboradas en cooperación con las iniciativas del sector).
6. **Incentivos**: vincular al plan una parte sustancial de la remuneración variable de los consejeros en empresas de >1.000 empleados.
7. **Gobernanza**: gobierno del plan por el Consejo de administración y aprobación por la Junta de accionistas.
8. **Control**: infracciones y sanciones, hasta el 5% de la facturación neta global.

¹ Antes de la entrada en vigor de esta directiva europea iniciativas como la Transition Plan Taskforce (TPT) sobre planes de transición del sector privado o la Glasgow Financial Alliance for Net Zero (GFANZ) para los de instituciones financieras habían tomado la delantera desde el mundo anglosajón que, como se expone en el In Focus, tiende a tener una aproximación más de abajo arriba menos regulatoria.

Siguiente fase. Dentro de estos primeros requisitos marco el detalle de qué debe contener un plan de transición se terminará de aterrizar la Comisión Europea en desarrollo de la Directiva CSRD, enfocada en *reporting* y *due diligence*, o en las normas de *greenwashing* que se están negociando, quizá para finales de año, aunque con el ya referido interrogante del ciclo electoral dadas las elecciones al Parlamento Europeo en junio, cuyo resultado condicionará el desarrollo de todo esfuerzo regulatorio en marcha o futuro en el plano de la transición verde.

© Focus **Diferencias de enfoque europeo y anglosajón**

Mientras en el mundo anglosajón la mitigación del cambio climático se ha basado en iniciativas y herramientas de índole voluntaria, originadas y lideradas por el mercado (actores privados, alianzas público-privadas), Europa ha sido más "dirigista", centrándose en requerimientos regulatorios y supervisores "duros". El marco europeo es más ambicioso e integra mejor ciertos elementos, pero al engendrar un "tsunami regulatorio" también resulta más complejo y costoso de aplicar.

Fig 4 **Elementos principales para abordar las crisis climática y medioambiental (la E de ESG)**

Elemento	Enfoque anglosajón (iniciativas de mercado / actores con liderazgo bottom-up)	Enfoque europeo (aproximación regulatoria con liderazgo top-down)
1 Contab. + verif. emisiones	GHG Protocol	ESRS E1
2 Sendas de descarb.	SBTi, NZBA, NZAM, NZIA	ESRS E1
3 Clasif. de actividades sostenibles	UK Green Taxonomy	Taxonomía UE
4 Instrumentos financieros sostenibles	GBP, SBP, SBG, SLBP (bonos) GLP (préstamos verdes)	Reglamento bonos verdes (EuGB) Reglamento SFDR (fondos) Reglamento e índices ESG (BMR)
5 Ratings ESG	EDCI	Propuesta Reg. UE ratings ESG
6 Divulgación ESG	ISSB TNFD GRI	TCFD Directiva de divulgación CSRD (incluye Taxonomía) y ESRS
7 Escenarios climáticos		NGFS, IEA
8 Climate stress tests y análisis de escenarios	BoE, FRB	ESAs, SSM
9 Planes de transición	GFANZ, TPT	Direct. due diligence CSDDD, ESRS

Tabla no exhaustiva, solo ilustrativa. [1] CDP: Carbon Disclosure Project. [2] SBTi: Science-based Targets Initiative; NZBA: Net Zero Banking Alliance; NZIA: Net Zero Insurance Alliance; NZAM: Net Zero Asset Managers Alliance. [3] Taxonomía UE: Reglamento (UE) 2020/852 y actos delegados de desarrollo. [4] GBP: Green Bond Principles; SBP: Social Bond Principles; SBG: Sustainability Bond Guidelines; SLBP: Sustainability-Linked Bond Principles; EuGB: Reglamento (UE) 2023/2631 del bono verde europeo; SFDR: Reglamento (UE) 2019/2088 y acto delegado de desarrollo; BMR: Reglamento (UE) 2019/2089 y actos delegados de desarrollo. [5] EDCI: ESG Data Convergence Initiative. [6] TCFD: Task-force for Climate-related Financial Disclosures; GRI: Global Reporting Initiative. ISSB: International Sustainability Standards Board; TNFD: Task-force for Nature-related Financial Disclosures; CSRD: Directiva (UE) 2022/2264 y acto delegado de desarrollo (ESRS). [7] NGFS: Network for Greening the Financial System; IEA: International Energy Agency; [8] BoE: Bank of England; FRB: US Federal Reserve Board; ESAs: European Supervisory Authorities (EBA, ESMA, EIOPA); SSM: Single Supervisory Mechanism (BCE); [9] GFANZ: Glasgow Financial Alliance for Net Zero; TPT: Transition Plan Taskforce; CSDDD: Corporate Sustainability Due Diligence Directive; ESRS: European Sustainability Reporting Standards.

El mundo anglosajón actuó antes mediante **iniciativas que se han acabado considerando best practice** a nivel global². También destacan las directrices voluntarias sobre divulgación ESG (ISSB) y ecosistemas naturales (TNCD), que aspiran a convertirse en estándares globales de referencia.

La UE, en cambio, ha desarrollado proyectos pioneros y de envergadura que parten de una lógica top-down, como la **Taxonomía**, considerada crucial para promover la transición no solo en lo tocante a la mitigación y la adaptación al cambio climático, sino también en biodiversidad, agua, contaminación o economía circular. En paralelo, y con la misma lógica, ha organizado la divulgación ESG (CSRD-ESRS) en torno a estos capítulos y con el propio reporting taxonómico y la exigencia de publicar KPIs ESG anualmente para que los productos financieros sostenibles se basen en ellos. Otros ámbitos han avanzado recientemente (bonos verdes, planes de transición) o se cerrarán próximamente (ratings ESG, greenwashing).

Así, mientras la aproximación **bottom-up anglosajona parece ser más ágil, flexible y adaptada** a las necesidades del sector privado, el **top-down europeo logra una senda más clara y con incentivos más nítidamente alineados** con la descarbonización, aunque al precio de mayor lentitud, coste y rigidez.

En cualquier caso, en una economía globalmente integrada **ambos enfoques no son estancos, sino que existen elementos intermedios**, coordinando un esfuerzo conjunto que ya está en marcha con iniciativas que enmarcarán especialmente las acciones de empresas transnacionales:

- Quizás el ejemplo a tener más en cuenta es la voluntad de “interoperatividad” o “equivalencia” de los estándares de reporting, dirigidos a evitar duplicar el coste de la divulgación.
- Al mismo tiempo, vale la pena considerar las directrices de divulgación climática (TCFD), nacidas del Financial Stability Board (órgano que coordina la agenda del G-20-), o los escenarios prospectivos de la red de los reguladores y supervisores mundiales (NGFS), que son la referencia junto a los de la IEA. Estos escenarios se utilizan en los stress-test climáticos por parte de los supervisores y en los análisis de escenarios internos por las propias empresas financieras y no financieras, según recomiendan las directrices TCFD.



² Como el cálculo de la huella de carbono (GHG Protocol) y su verificación (CDP y otras organizaciones), los estándares de divulgación (GRI), la emisión de préstamos y bonos ESG (GBP, GLP, etc.) o las sendas de descarbonización (SBTi), incluyendo el compromiso a la neutralidad climática de bancos (NZBA), aseguradoras (NZIA) o gestoras de activos (NZAM) que presionarán a las empresas a reorientarse a modelos productivos menos emisores

 Perspectiva micro

Transición y más allá: retos en 2024 para las empresas

Del análisis desarrollado se desprende que el tejido productivo en 2024 deberá avanzar en su adaptación a un nuevo contexto en un marco de fuerte incertidumbre regulatoria y geopolítica. Ello no impide que los actores empresariales puedan avanzar en la toma de decisiones con aquellos elementos que ya pueden incorporar a las mismas. En el plano del “imperativo de adaptación climática” la UE ha enfatizado que los planes son un ingrediente necesario pero insuficiente de la transición y que lo ideal sería conectar plan, mitigación del cambio climático y Taxonomía UE. Es decir, **elaborar un plan que ambicione una notable reducción de emisiones y que se formule desde la Taxonomía UE** (y en concreto el CapEx taxonómico).

La Taxonomía es una herramienta viva de clasificación que **fija umbrales para poder considerar “sostenibles” distintas actividades económicas** y que obliga a las empresas no financieras medianas y grandes a publicar cada año qué porcentaje de facturación, costes (OpEx) e inversión (CapEx) está alineado con ella, esto es, cumple con los umbrales fijados en cada actividad que desempeñen (las empresas financieras publican unas ratios verdes distintas)³. La dimensión en la que reguladores y expertos se enfocan y seguirán enfocando para dirigir la transformación hacia modelos de negocio *net zero* es esta última, en la medida en que la inversión hoy es la variable prospectiva fundamental que determinará los ingresos futuros. De ahí que se espere que los planes de transición perfilen sus metas prospectivas **alineando el CapEx con los umbrales taxonómicos**.

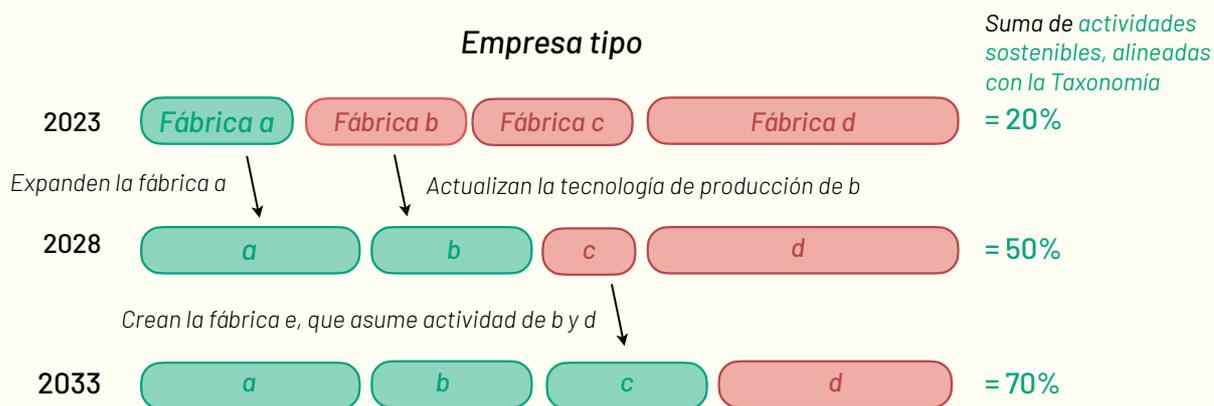
Al invertir en actividades taxonómicas **la empresa puede “contar como verde” dicha inversión y reflejarlo en sus ratios verdes**. De hecho, la Comisión Europea también permite computar la inversión que se alinee con la Taxonomía actual en los próximos 5 años (excepcionalmente 10) mediante un “plan CapEx”: un “tipo de plan de transición al nivel de las actividades”. Se abre así una oportunidad al favorecerse no sólo la inversión de lo que hoy ya es “verde” sino también de lo que podrá serlo pronto. Así, la Taxonomía es una herramienta para la transición centrada no solo en promover la inversión que ya es verde (*green financing*) sino del resto que alcance sus estándares en un tiempo tasado (*transition finance*).

³ “Sostenible” según el Reglamento de Taxonomía significa contribuir sustancialmente a uno o más de los 6 objetivos medioambientales sin dañar otros y preservando unas garantías sociales y laborales mínimas (los umbrales concretos por actividad y los requerimientos de divulgación se recogen en la normativa de desarrollo del Reglamento). Los objetivos son: mitigación y adaptación al cambio climático, uso sostenible y protección de los recursos hídricos y marinos, transición hacia una economía circular, prevención y control de la contaminación y protección y recuperación de la biodiversidad y los ecosistemas. Para más información véase EsadeEcPol Brief #34

Formular el plan de transición con este plan CapEx taxonómico puede traer ventajas adicionales para la empresa y para terceros.

- A la **empresa** le permite **financiar la inversión con préstamos o bonos verdes**⁴, en condiciones favorables por la alta demanda de instrumentos verdes y su prima frente a los normales (*greenium*), así como beneficios adicionales de posicionamiento y señalización.
- Por su parte, al **banco**, creador de productos financieros sostenibles o inversor financiar lo que ya es taxonómico (o lo será gracias al plan CapEx) le **eleva su propia alineación taxonómica**.
- Y a la **sociedad** le permite confiar en que estas empresas se están **reorientando** a la sostenibilidad con **hechos ciertos** (datos, no palabras) y robustos (umbrales basados en evidencia).

Fig 5 **Taxonomía como herramienta para la transición sobre la que sustentar el plan de transición: estrategias hipotéticas**



*La empresa podría obtener financiación de transición a nivel de actividad, es decir: inversiones que se ajustan a la Taxonomía, para mejorar sus actividades.

**La empresa también podría obtener financiación para la transición a nivel de entidad (financiación general, para fines empresariales) al mostrar cómo estas mejoras, así como su calendario previsto, están en consonancia con la transición.

Fuente: adaptado a partir de Plataforma sobre Finanzas Sostenibles de la Comisión Europea.

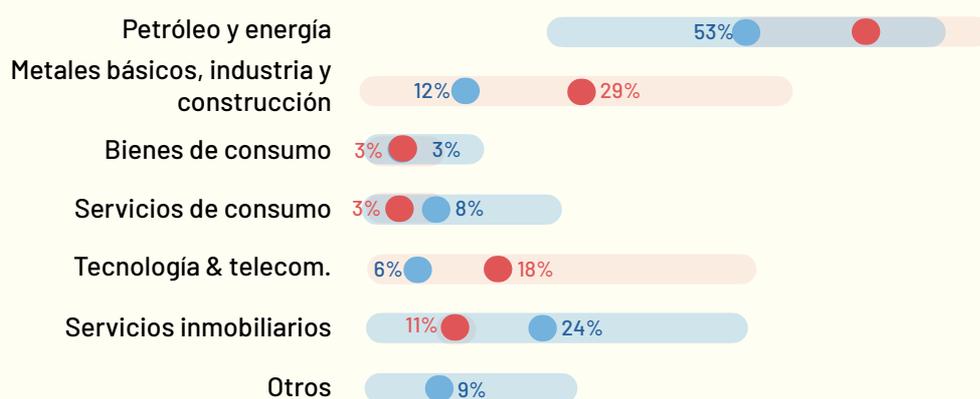
⁴ El Reglamento (UE) 2023/2631 del Bono Verde Europeo (EuGB) entró en vigor en dic-23 y se aplicará desde dic-24

Pero esta oportunidad de la normativa UE tardará en hacerse una realidad por al menos tres factores:

- La propia Taxonomía es un animal vivo (tiene un perímetro móvil y umbrales cambiantes) y **su normativa acompañante sigue inconclusa o no ha empezado a aplicarse** (como el detalle del plan de transición, el bono verde europeo, los *ratings* ESG o las reglas contra el *greenwashing*).
- **Muchas empresas no han empezado a aplicar la Taxonomía:** hasta ahora estaban obligadas unas 12.000, pero con la CSRD el número irá creciendo año a año hasta las 50.000 y sólo las de mayor tamaño quedan obligadas a presentar el plan de transición, siendo potestativo en otro caso, aunque como hemos visto, altamente recomendable;
- De las empresas que ya aplican la Taxonomía, **muchas no han interiorizado su potencial** como herramienta para su transformación ni los beneficios que aporta y, en concreto, el uso del plan CapEx descrito como base sobre la que edificar el plan de transición.

Queda pues camino por recorrer, aunque como atestigua el reciente estudio de EY con la información taxonómica de 1.423 cotizadas europeas (71 de ellas españolas) hay señales mixtas. Por un lado, "sólo" un 20% del CapEx de las españolas (18% de las europeas) está alineado con la Taxonomía, alrededor de 140.000 millones de euros. Por otro, la alineación de los ingresos es menor (14% en las españolas y 13% en las europeas), indicando que muchas empresas están ya reorientándose a modelos de negocio más sostenibles mediante un esfuerzo inversor que se irá plasmando en los ingresos.

Fig 6 **Porcentaje de CapEX alineado con la Taxonomía verde de la Unión Europea por sector: España y UE** · con desv. típica



Fuente: EY a partir de 1.423 empresas cotizadas europeas, 71 de ellas españolas

Las empresas en transformación, o que deban aún iniciarla, tienen motivos para emprender la transición a *net zero*: **reducir riesgos y aprovechar oportunidades**. Europa les ofrece también un marco de incentivos adecuado: aprovechar la

Taxonomía para reorientarse, elaborando un plan de transición ambicioso y sustentado en ella.

● Más desafíos para 2024

Como ya se ha reseñado anteriormente, ejecutar las estrategias de adaptación y transición consolidando el compromiso con la sostenibilidad en un contexto de incertidumbre sobre la estructura de las cadenas de suministro [MacroInsights #4] y dudas sobre la capacidad de financiar la inversión necesaria a tal efecto resultará en un desafío combinado para las empresas.

Este desafío combinado implicará, por un lado, **replanteamientos de las rutas comerciales** y los modos de transporte para el comercio de mercancías por parte de las mismas, empezando por las navieras, pero no limitándose a ellas. Sectorialmente, será **más complejo** para aquellas áreas productivas en las que **disponer de los bienes** necesarios **para descarbonizar** sus cadenas de suministro se vea **afectado por los cuellos de botella** emergentes en las rutas marítimas.

Al mismo tiempo, estructurar la financiación para la transición, pero realmente para cualquier aspecto de la inversión empresarial, estará fuertemente condicionado tanto por la **senda de política monetaria** [MacroInsights #2] como por las **expectativas de los mercados** al respecto, que ahora **esperan** (quizás con excesivo optimismo) que el **ciclo de bajadas de tipos comience en el segundo semestre**. Modular adecuadamente estas expectativas será especialmente importante para aquellas empresas españolas expuestas a la demanda externa, que se anticipa débil, y a subidas salariales que se prevén notorias para el conjunto del sector privado.

En suma, el tejido productivo español deberá capitalizar en la medida de lo posible en la resiliencia demostrada durante 2023 para abordar los retos e incertidumbres que, combinando las áreas de descarbonización, geopolítica, electoral, regulatoria, y de financiación, le aguardan en lo que resta de 2024.



MacroInsights



ey.com/es_es/ey-insights - esade.edu/ecpol

eyinsights.spain@es.ey.com

esadeecpol@esade.edu

esade

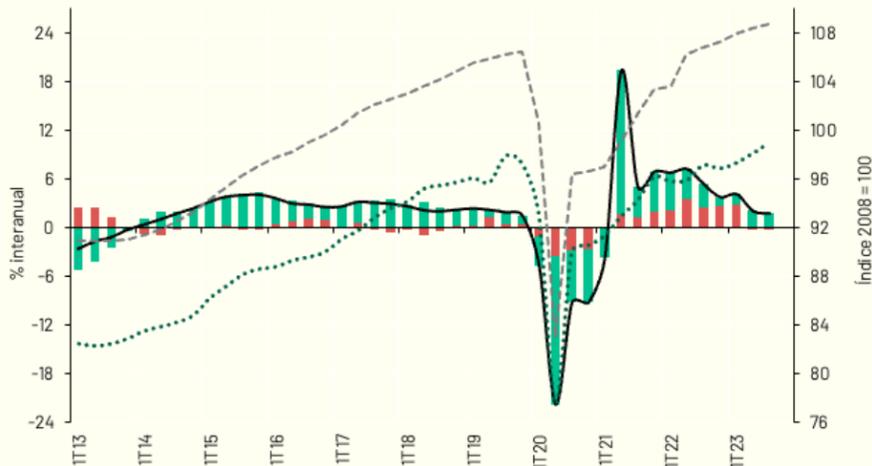
EsadeEcPol - Center
for Economic Policy

*Equipo editorial, de análisis y
visualización de datos:*

Fernando Gutiérrez del Arroyo · Juan
Pablo Riesgo · Manuel Hidalgo · Teresa
Raigada · Jorge Galindo

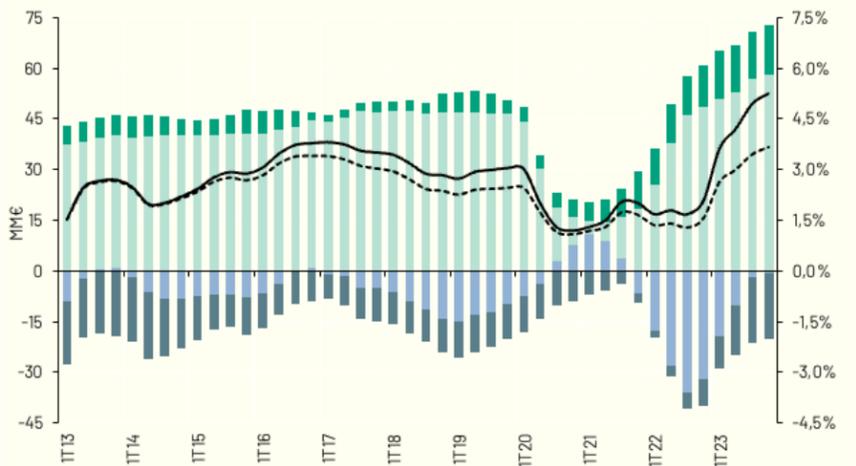
Zona de consulta · Evolución de tendencias fundamentales

— **Crecimiento PIB** -- evol. indexada a 2T08 = 100
 %↑ **demanda interna** ... evol. indexada a 2T08 = 100
 %↑ **demanda externa**



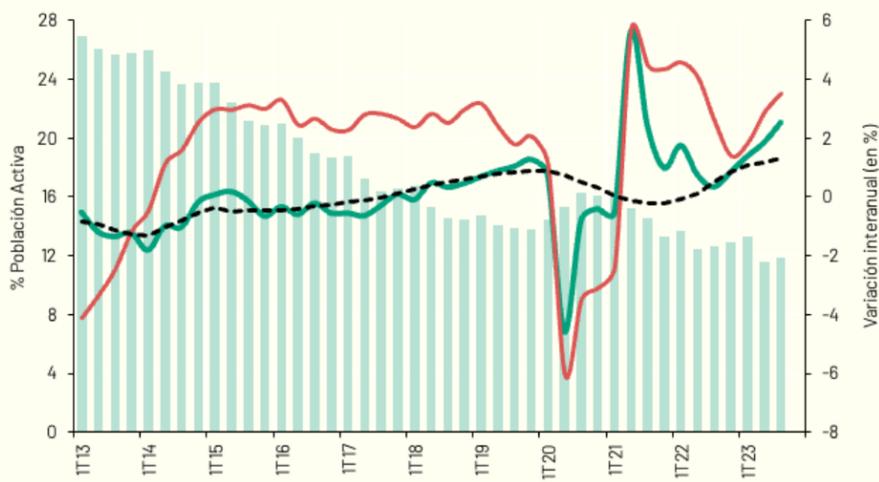
Fuente: INE (CNTR). Índices de volumen encadenado corregidos (cvec). (a) Contrib. al crec. interanual.

Saldo de la balanza de pagos: cuenta de capital · turismo · b/s no turísticos · renta primaria y secundaria
 — **capacidades vs de financiación** -- en % PIB



Fuente: BdE. Series acum. 12m. Cap/nec neta de financ., aproximada por saldo de balanza de pagos.

Mercado de trabajo: tasa de paro — %↑ **de activos** — %↑ **de ocupados** -- % ↑ **población en edad de trabajar**



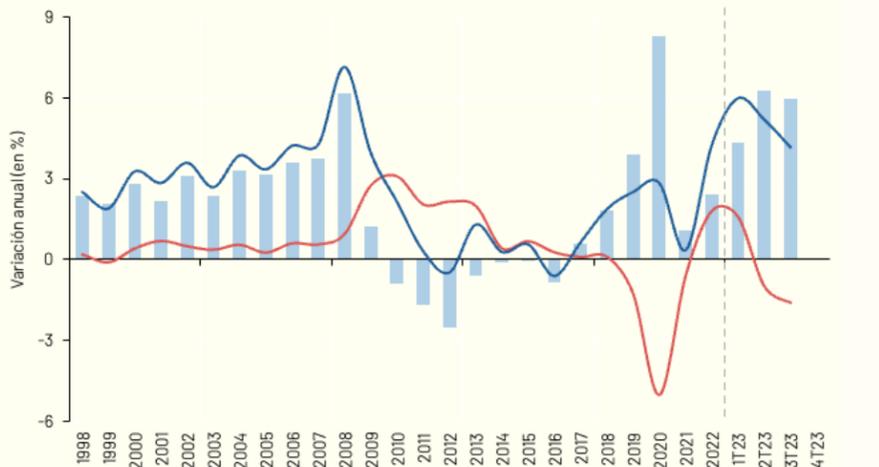
Fuente: INE (EPA). Series suavizadas.

Precios: energía · alimentos sin elaborar · IPC subyacente
 — **IPC total** -- **deflactor del PIB**



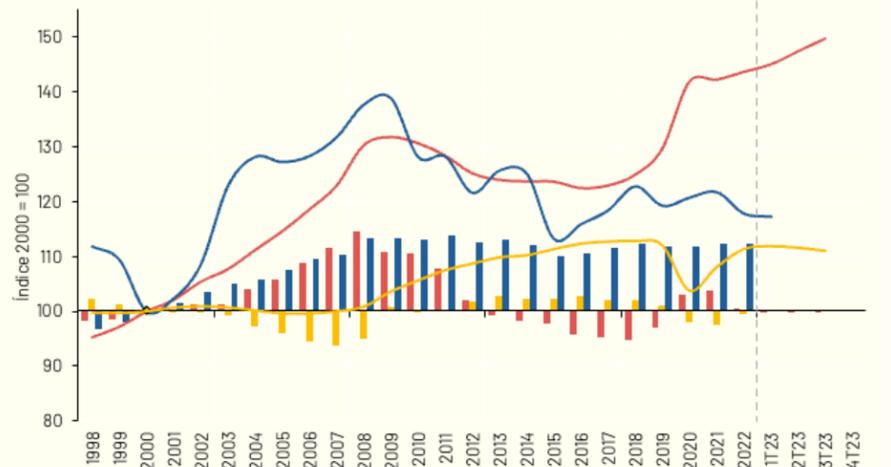
Fuente: INE. IPC subyacente = alimentos elaborados + bienes industriales sin energía (BINE) + servicios. Contribuciones del último trimestre pueden no coincidir con el IPC total si no se dispone de la desagregación.

Competitividad: coste laboral unitario — remuneración por asalariado — **productividad por ocupado**



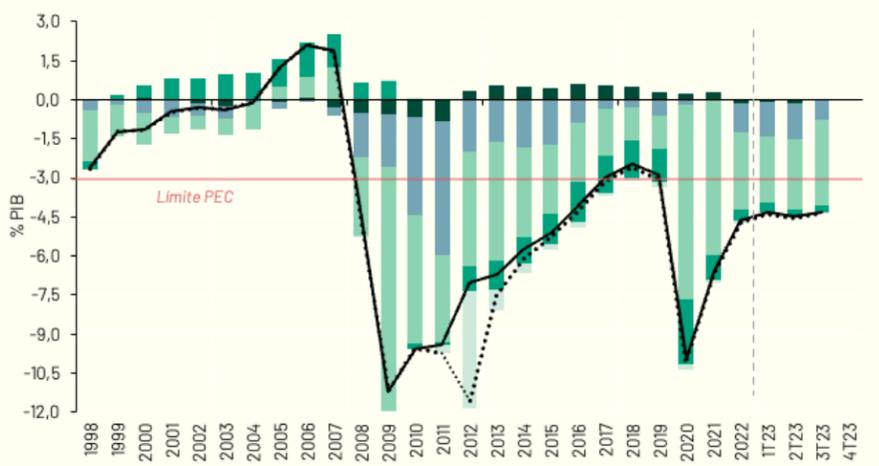
Fuente: INE (CNTR). La serie de ocupados es la depuestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

Competitividad: tipo de cambio efectivo real ■ **brecha acum.**
 — **coste laboral unitario** ■ **brecha** — **productividad real** ■ **brecha**



Fuente: Eurostat y BCE. Series brutas en promedio móvil de cuatro trimestres. TCER ajustado por IPC.

Saldo fiscal: seguridad social · admón. central · CCAAs · entidades locales · apoyo financiero ... total AAPP — sin apoyo financiero



Fuente: IGAE, serie acumulada a 4 trimestres. Sin apoyos al sector financiero, que ascendieron a 2.059 mill. (2008-11), 46.693 (2012) y 25.473 (2013-22). Del '08 al '22 totalizan 74.225 millones.

Deuda pública bruta: seguridad social · admón. central · CCAAs · entidades locales — total AAPP



Fuente: Banco de España. Series PDE (salvo Total Pasivos Financieros). La serie Total AAPP no es igual a la suma de sus partes, al consolidarse la parte en manos de los distintos sub-sectores.

Zona de consulta · Seguimiento de indicadores clave

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	→ Var. interanual				
								3T22	4T22	1T23	2T23	3T23
Contabilidad Nacional - variaciones												
PIB	3,0	2,3	2,0	-11,2	6,4	5,8	2,7	5,4	3,8	4,2	2,1	1,8
Demanda interna (1)	3,0	2,6	1,4	-8,6	5,7	3,1	1,8	2,9	1,1	1,4	2,3	1,9
Demanda externa (1)	0,0	-0,3	0,6	-2,5	0,7	2,7	0,8	2,5	2,7	2,8	-0,2	-0,1
Gasto en consumo final	2,6	1,8	1,3	-8,3	6,1	3,3	2,4	3,7	2,0	2,5	2,9	1,9
Privado (2)	3,0	1,7	1,1	-12,3	7,0	4,7	2,0	5,3	2,2	2,8	2,3	1,1
Público	1,0	2,3	1,9	3,6	3,4	-0,2	3,5	-0,5	1,6	1,8	4,5	4,2
Formación Bruta de Capital Fijo	6,8	6,3	4,5	-9,0	2,8	2,4	0,5	4,0	-0,4	-0,3	1,5	0,3
Construcción	6,8	9,5	7,2	-9,2	0,4	2,5	2,7	3,7	1,2	3,3	3,7	1,3
Maquinaria y bienes de equipo	9,2	4,6	2,4	-11,9	3,9	1,2	-2,6	4,1	-2,4	-4,7	-1,2	-1,7
Exportaciones	5,5	1,7	2,2	-20,1	13,5	15,2	1,9	13,0	8,7	9,3	-0,8	-2,3
Importaciones	6,8	3,9	1,3	-15,0	14,9	7,0	-0,1	6,5	0,1	2,1	-0,2	-2,4
PIB nominal	4,3	3,6	3,5	-10,2	9,2	10,2	9,1	9,4	8,5	10,7	8,7	8,1
Nivel en MM€ (3)	1.162	1.204	1.246	1.119	1.222	1.346	1.437	1.319	1.346	1.381	1.410	1.437
Remuneración de asalariados	4,0	4,3	6,2	-3,4	6,9	7,3	8,8	6,5	7,0	8,9	8,6	8,9
Excedente bruto de explotación	4,6	2,4	1,2	-15,1	8,8	15,1	10,4	14,6	17,9	15,3	9,8	6,5
Impuestos netos	4,8	5,3	1,1	-20,1	24,0	4,4	5,6	3,8	-21,5	1,6	4,7	10,8
Coste Laboral Unitario	0,6	1,8	3,9	8,3	1,0	0,8	5,5	0,9	2,4	4,3	6,3	5,9
Productividad por ocupado	0,1	0,1	-1,3	-5,0	-0,6	2,0	-0,4	2,5	1,8	1,6	-1,0	-1,6
Confianza, actividad, mercado laboral, sector exterior y finanzas públicas - niveles y variaciones												
Índice de sentimiento económico - nivel (1)	109,2	108,0	104,7	89,9	105,1	101,3	100,7	97,0	98,0	100,5	101,2	100,7
Confianza del consumidor (1)	97,1	95,6	93,6	77,5	87,1	73,6	80,8	67,1	72,1	77,3	80,8	84,2
PMI manufacturas - nivel (2)	54,8	53,3	49,1	47,5	57,0	51,0	48,0	49,2	45,6	50,1	48,5	47,3
PMI servicios - nivel (2)	57,4	54,8	53,9	40,3	55,0	52,5	53,6	51,0	50,8	56,3	56,0	50,9
Índice de Producción industrial - variación (3)	3,1	0,4	0,6	-9,5	7,3	2,8	-0,7	4,8	0,7	1,2	-1,8	-1,9
Bienes de consumo (3)	0,9	-0,7	1,5	-7,5	7,7	4,1	0,1	4,2	1,3	2,1	-1,0	0,2
Bienes intermedios (3)	4,9	1,2	-0,7	-7,7	9,5	-1,6	-2,9	-3,2	-3,5	-2,0	-5,0	-2,7
Cifra de negocios en industria - variación (3)(4)	7,9	4,0	0,5	-12,0	16,1	21,5	-1,0	24,6	15,2	9,1	-5,9	-4,5
Índice de actividad en servicios - variación (3)(4)	6,7	5,9	4,0	-15,7	15,5	20,3	3,1	21,5	14,3	9,7	0,6	0,4
Ventas reales minoristas - variación (3)(5)	0,9	0,7	2,3	-7,1	3,8	0,8	6,3	0,2	1,9	6,6	6,1	6,9
Matriculaciones de turistas - variación (3)	7,9	7,8	-5,5	-32,0	3,3	-6,1	14,0	0,7	11,5	11,2	24,4	11,1
Entrada de turistas - variación (13)	8,7	1,1	0,8	-77,3	64,7	129,8	18,2	79,8	36,5	41,2	15,4	12,9
Pernoctaciones totales - variación (13)	2,8	-0,2	0,9	-73,1	87,4	85,4	8,4	43,7	23,2	26,6	7,4	2,9
Afiliados a la Seguridad Social - variación (3)	3,6	3,1	2,6	-2,0	2,5	3,9	2,7	3,5	2,7	2,5	2,8	2,7
Paro registrado - variación (3)	-9,3	-6,5	-3,9	18,0	-4,3	-16,8	-6,5	-13,4	-9,4	-7,0	-6,8	-7,1
Salario medio - variación (6)	-0,1	0,7	0,9	0,3	1,0	3,8	4,4	4,4	4,6	4,8	4,6	4,1
Tasa de desempleo - nivel	17,2	15,3	14,1	15,5	14,8	12,9	12,2	12,7	12,9	13,3	11,6	11,8
Exportaciones reales de bienes - variación (7)	8,2	-0,1	1,1	-9,3	11,6	3,9	-4,8	5,3	1,4	3,5	-7,5	-10,0
Importaciones reales de bienes - variación (7)	0,7	3,0	0,6	-0,7	8,6	18,3	5,1	8,7	-1,4	-2,7	-7,2	-8,1
Términos de intercambio (8)	-4,0	-1,5	0,7	2,6	-3,3	-6,3	6,0	-9,1	-2,6	3,9	5,9	8,3
Saldo comercial real - nivel en MM€ (7)(9)	-29,9	-33,4	-33,7	-22,7	-25,1	-36	-31,5	-38	-36	-31,7	-31,1	-31,6
Variación en %	-2,6	-2,8	-2,7	-2,0	-2,1	-2,7	-2,2	73,5	43,6	9,9	-11,8	-16,8
Capacidad / necesidad financiera - % PIB (9)(10)	3,0 %	2,4 %	2,4 %	1,1 %	1,6 %	1,5 %	3,6 %	1,3 %	1,5 %	2,6 %	3,0 %	3,4 %
Saldo de la cuenta corriente - % PIB (9)	2,8 %	1,9 %	2,1 %	0,6 %	0,8 %	0,6 %	2,6 %	0,4 %	0,6 %	1,6 %	2,0 %	2,5 %
Nivel en MM€	32,2	22,6	26,2	6,9	9,3	8,2	37,8	5,1	8,2	22,1	28,2	35,2
Saldo de bienes y servicios no turísticos	-5,2	-14,1	-9,7	7,5	-6,8	-32,1	-0,8	-36	-32,1	-19,3	-10,2	-2
Deuda externa neta - % PIB	-86 %	-79 %	-73 %	-85 %	-71 %	-60 %	-54 %	-59 %	-60 %	-60 %	-56 %	-53,6 %
Saldo fiscal de las AAPP - % PIB (11)(12)	-3 %	-3 %	-3 %	-10 %	-7 %	-5 %	-4 %	-4 %	-5 %	-4 %	-5 %	-4,3 %
Deuda pública bruta - % PIB (11)(12)	99 %	98 %	96 %	120 %	118 %	112 %	109 %	116 %	112 %	111 %	111 %	110 %
Variables monetarias y financieras - niveles y variaciones												
Inflación general - variación	2,0	1,7	0,7	-0,3	3,1	8,4	3,6	10,1	6,6	5,1	3,1	2,8
Diferencial España-UEM	0,5	0,0	-0,4	-0,6	0,5	0,0	-2,0	0,8	-3,5	-3,0	-3,4	-2,2
Inflación subyacente (1)	1,1	1,0	0,5	0,9	0,8	5,1	6,1	6,2	6,5	7,6	6,2	6,0
Deflactor del PIB	1,3	1,2	1,4	1,1	2,6	4,2	6,3	3,9	4,5	6,3	6,5	6,1
Precio de la vivienda - variación	6,2	6,7	5,1	2,1	3,7	7,4	3,6	7,6	5,5	3,5	3,6	-
Tipo de interés oficial - % (2)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	4,50	1,25	2,50	3,50	4,00	4,50
Posición Vs. Eurosistema - M€ (2)(3)	374	403	376	491	502	473	377	481	473	459	410	402
Tipo de interés del bono a 10 años - %	1,56	1,42	0,66	0,38	0,35	2,18	3,48	2,46	3,15	3,34	3,40	3,59
Prima de riesgo - puntos básicos	124	103	91	89	72	104	104	116	103	103	104	103
Precio petróleo Brent, spot - nivel en USD	54,1	71,3	64	42	71	101	83	101	89	81	78	87
Variación %	24,0	31,8	-10	-35	69	43	-18	37	11	-19	-31	-14
Tipo de cambio nominal EUR-USD	1	1	1,12	1,14	1,18	1,05	1,08	1,01	1,02	1,07	1,09	1,09
Variación %	2	5	-5,2	1,9	3,7	-11,0	2,6	-14,6	-10,8	-4,4	2,2	8,1
TC Efectivo Real España - 1T08=100 (4)	86,1	89,2	86,7	87,7	88,5	85,6	87,1	84,4	84,6	86,2	86,7	88,4
TCER - Variación % (5)	2,2	3,7	-2,9	1,3	0,8	-3,2	1,7	-4,1	-3,7	-1,8	1,1	4,6
Financiación a sectores residentes - variación (2)(6)	1,6	1,0	1,2	6,2	3,7	2,6	0,9	3,0	2,6	2,3	2,0	0,9
Empresas (2)(7)	1,2	-0,1	1,9	6,3	2,3	0,0	-3,3	1,5	0,0	-0,6	-2,0	-3,3
Familias (2)(8)	-0,6	0,3	0,2	-0,5	1,0	0,6	-1,9	1,2	0,6	-0,5	-1,4	-2,0
Financiación a sectores residentes - % PIB (2)(6)	235 %	231 %	225 %	265 %	251 %	234 %	221 %	240 %	234 %	229 %	227 %	222 %
Empresas - % PIB (2)(7)	76 %	72 %	70 %	82 %	77 %	70 %	64 %	73 %	70 %	68 %	66 %	64 %
Familias - % PIB (2)(8)	61 %	59 %	56 %	62 %	57 %	52 %	48 %	53 %	52 %	50 %	50 %	48 %
Tasa de morosidad - nivel en % (2)(9)	7,8	5,8	4,8	4,5	4,3	3,5	3,6	3,8	3,5	3,5	3,5	3,6

Fuentes y notas metodológicas

RealTimeTracker · Qué es y cómo funciona

El RealTimeTracker de EsadeEcPol comprende más de 20 indicadores sobre los que hace una predicción informada por su evolución pasada y la paralela de otros indicadores, corregidos por estacionalidad y otros efectos de calendario. Sobre esto aplica un modelo dinámico factorial que arroja un pronóstico agregado sobre el PIB trimestral y otro sobre el anual actualizado en tiempo real. Al pronóstico le asigna además un grado de confianza. Cuando alguno de los indicadores se actualiza con el dato final, el modelo agregado también actualiza su pronóstico sobre el PIB del presente trimestre y de los siguientes, así como la probabilidad de crecimiento o contracción. Con ello, el RealTimeTracker informa al mismo tiempo de qué va a pasar con la economía española, qué grado de certeza tenemos, y cuáles son los componentes empujando hacia arriba o hacia abajo nuestra estimación. Por la propia naturaleza del modelo, hay que tomar siempre las estimaciones como una foto fija de un objeto en movimiento, provisional en tanto que está condicionada por el momento en que se toma y los indicadores disponibles.

Zona de consulta · Contabilidad nacional

Fuente: INE (CNTR, referencia 2015). Índices de volumen encadenado (cvec). (*) Los datos anuales para el año en curso se refieren al acumulado de la información disponible frente al mismo periodo del año previo. (1) Contribución (en p.p.). (2) Sólo hogares. (3) Acumulado a cuatro trimestres.

Zona de consulta · Confianza, actividad, mercado laboral, sector exterior y finanzas públicas

Fuente: INE, Mineco, BE, CE, Markit, IGAE y Anfac. En tasa interanual salvo indicación. Las tasas del último trimestre para las series mensuales, si no se dispone del dato del trimestre completo, se calculan a partir de la media de los meses disponibles. El dato anual para el año en curso se refieren al acumulado de la información disponible frente al mismo periodo del año previo. (1) Media histórica = 100; para la confianza del consumidor, saldo +/- de respuestas transformado a base 100. (2) Nivel > 50 indica expansión de la actividad y < 50 contracción. (3) Serie corregida de variación estacional y calendario (cvec). (4) En términos corrientes (nominales). (5) Con estaciones de servicio y a precios constantes. (6) Serie nominal de grandes empresas (a población constante y cvec). (7) Deflactadas con los Índices de Valor Unitario (IVU) correspondientes. (8) Variación interanual de precios de exportación menos de importación (IVU). (9) Datos acum. a 12m (el dato trimestral y el del año en curso corresponden al del último mes con datos). (10) Series del BE: la Cap. (+) / Nec. (-) financiera de la nación se aproxima por el saldo de Balanza de Pagos (Cuenta Corriente + Cuenta Capital). (11) Según PDE. (12) Acumulado a 4T sin apoyos al sector financiero. (13) Por el confinamiento ante la pandemia de la COVID-19 no se registraron pernoctaciones en abr-20 ni entradas de turistas en abr-20 y may-20, por lo que se representa como #N/D.

Zona de consulta · Variables monetarias y financieras

Fuente: INE, IGAE, BE, Eurostat, BCE y Reuters. (*) En tasa interanual salvo indicación. Para las series mensuales del último trimestre, si no hay información del trimestre completo, se calculan con la media de los meses disponibles. Los datos anuales para el año en curso se refieren al acumulado de la información disponible hasta el momento frente al mismo periodo del año previo. (1) Excluye energía y alimentos no elaborados. (2) Fin de periodo. (3) Un signo positivo en el Target implica una posición deudora del BE frente al Eurosistema. (4) TCER para España (<100=depreciación acumulada frente a 1T08; >100=apreciación acumulada frente a 1T08); (5) TCER para España (<0=depreciación interanual; >0=apreciación interanual). (6) stock de AAPP, empresas y familias. (7) Sociedades no financieras: préstamos y créditos + valores distintos de acciones + préstamos exteriores. (8) Hogares e ISFLSH: financiación a la vivienda y resto. (9) Créditos "dudosos" / stock de crédito total concedido a sectores residentes.

Zona de consulta · Evoluciones fundamentales

Las tasas del último trimestre para las series mensuales, si no se dispone de la información del trimestre completo, se calculan a partir de la media de los meses disponibles.