

Alemania en pausa: entre incertidumbre y riesgos

- Crisis política interna: Elecciones anticipadas en febrero definirán el nuevo parlamento
- Economía estancada, presionada por debilidad manufacturera y vulnerabilidad del sector exportador
- Mercado accionario rezagado y valorizaciones atractivas, pero con utilidades que se corrigen a la baja

Alemania es la tercera economía más grande a nivel global, miembro clave del G7 y la Zona Euro, y ha sido históricamente reconocida por su estabilidad. Sin embargo, en la actualidad enfrenta un entorno desafiante a causa de una creciente incertidumbre política tanto interna como externa, planteando riesgos para su desempeño económico, político y de mercado en 2025.

Incertidumbre interna y externa

El panorama político alemán atraviesa una crisis tras la pérdida del voto de confianza en el gobierno liderado por el canciller Olaf Scholz y conformado por el Partido Socialdemócrata (SPD), el Partido de los Demócratas Libres (FDP) y el Partido Verde. La destitución del ministro de Finanzas, Christian Lindner, líder del FDP, marcó el punto de inflexión que desató tensiones dentro de la coalición. Estas disputas internas llevaron a la pérdida del apoyo parlamentario necesario para sostener al gobierno y culminó con la decisión del presidente alemán, el 27 de diciembre de 2024, de disolver el Bundestag (Parlamento) y convocar elecciones anticipadas para el 23 de febrero de 2025.

En el nuevo escenario político, la Unión Demócrata Cristiana (CDU) y la Unión Social Cristiana (CSU), conocidas conjuntamente como "la Unión", presentarían ventaja en las encuestas de cara a las elecciones anticipadas de febrero (Gráfico 1). Lo anterior, anticipa un giro político hacia la centroderecha, que busca una reactivación económica y de la industria manufacturera. En segunda preferencia se encuentra el partido de extrema derecha (AfD) y, en tercer lugar, SPD, que continuaría siendo liderado por Scholz de cara a las elecciones.

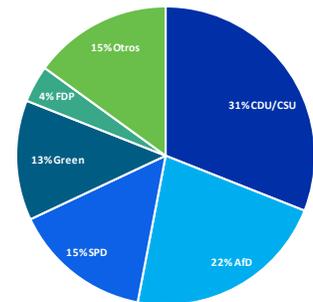
En el ámbito geopolítico, Alemania enfrenta tensiones derivadas de su proximidad a la guerra en Ucrania. Este conflicto ha generado presión sobre el gasto militar, en donde se espera que en 2024 haya alcanzado un 2.1% del PIB, justo sobre el objetivo del 2% de la OTAN (Gráfico 2). También ha aumentado la percepción de riesgo financiero, especialmente dado el retorno de Donald Trump a la presidencia de EE.UU. y una posible reducción en el financiamiento en defensa, no sólo a Ucrania, sino también a la OTAN.

Una economía que no tracciona

En el plano económico, luego de dos años de contracción económica, las

Gráfico 1: Encuesta reflejaría mayor ventaja del partido de centroderecha

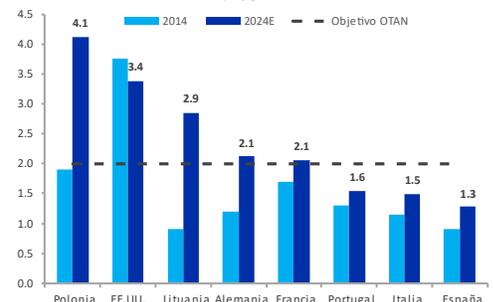
% | Si las elecciones federales fueran el próximo domingo, ¿por quién votarías?



Fuente: INSA. Datos al 13 de enero 2025

Gráfico 2: Alemania alcanza objetivo de gasto en defensa de la OTAN

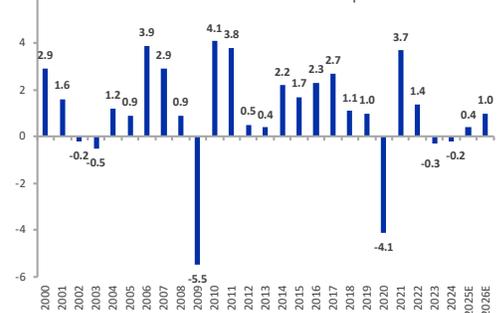
% del PIB



Fuente: OTAN. Datos disponibles a enero 2025

Gráfico 3: Economía se contrae por segundo año consecutivo

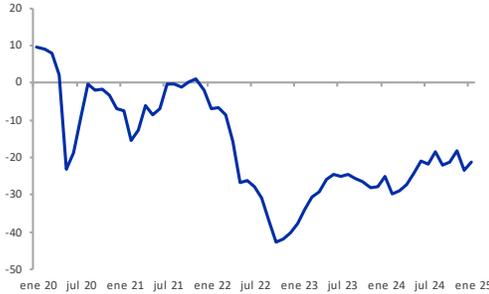
Crecimiento económico | %



Fuente: German Federal Statistical Office. Datos disponibles a enero 2025

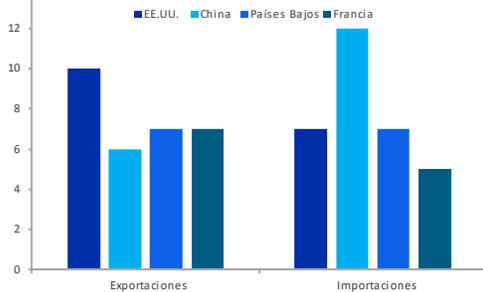


Gráfico 4: Confianza del consumidor continúa deprimida por casi cinco años
Pts. | bajo 0 indica pesimismo



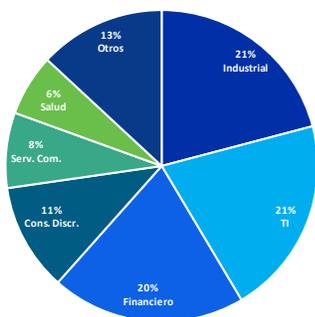
Fuente: GfK SE. Datos a enero 2025

Gráfico 5: Principales destinos de exportaciones y origen de importaciones
% de X y M totales respectivamente | datos anuales a 2023



Fuente: TradeMap. Datos disponibles a enero 2025

Gráfico 6: Composición sectorial accionaria
MSCI Alemania



Fuente: MSCI. Datos al 31 de diciembre 2024

proyecciones para 2025 apuntan a una leve recuperación del crecimiento, esperándose una expansión de 0.4% según el consenso del mercado (Gráfico 3), aunque corrigiéndose a la baja.

El crecimiento en 2025 vendría por una recuperación en el consumo privado, sin embargo, parece un desafío recuperar la confianza de los consumidores (Gráfico 4). Dado que la base de comparación de 2024 es baja, la magra recuperación que observaremos en el consumo permitirá retomar tasas de crecimiento positivas. Sin embargo, las horas trabajadas mantienen una tendencia a la baja, y a pesar de salarios creciendo, los consumidores se han vuelto más cautelosos y asignan una importante proporción de sus sueldos a ahorro, evitando una mayor aceleración de la economía alemana.

El gasto fiscal también podría desempeñar un papel clave en la recuperación económica, dependiendo del desenlace político de las elecciones anticipadas. Si el nuevo parlamento logra un acuerdo para modificar el “freno de la deuda”, se podría permitir una mayor expansión fiscal. Este freno autoimpuesto, establecido constitucionalmente, limita el déficit a 0.35% del PIB por año. Sin embargo, puede ser flexibilizado con el apoyo de dos tercios del parlamento, como ocurrió durante la pandemia en 2020. De ser modificado, se podrían destinar recursos adicionales a sectores estratégicos como la inversión en infraestructura, impulsando el crecimiento económico.

Por otro lado, esta economía ha destacado históricamente por su fortaleza en el sector manufacturero. En este sentido, pareciera que el declive en la producción industrial no ha terminado, mientras que el PMI manufacturero se mantiene en terreno contractivo desde 2022 y en diciembre registró 42.5 pts., presionando las perspectivas que continuarían débiles para los próximos 12 meses.

Por su parte, las exportaciones son un factor relevante dentro de la economía alemana, ya que representan ~44% del PIB. Hacia adelante, se prevé que estas continúen enfrentando desafíos, entre ellos, la desaceleración de los principales socios comerciales, como China (Gráfico 5), y la incertidumbre ante posibles aumentos de aranceles tras el retorno de Trump a la Casa Blanca. Este panorama refleja la vulnerabilidad de Alemania ante los posibles cambios en la configuración del comercio internacional y las tensiones internas y externas.

Respecto a la inflación y la política monetaria, hacia adelante se espera que los precios en Alemania converjan a la meta del 2% en el segundo trimestre de este año, mientras que en la Zona Euro se alcanzaría en la segunda mitad del año. Así el Banco Central Europeo (ECB) continuará con recortes de tasas de interés (4 bajadas de tasas de 25 pbs. cada una en 2025), lo que mantendría al euro bajo presión durante el año, dado que el mercado internaliza menos bajadas de tasas de parte del Fed para este año.



Mercado accionario con fundamentos bajo presión

A nivel accionario, Alemania representa ~2% de las acciones globales (MSCI ACWI) y exhibe un rezago con respecto al mercado global tanto en el mediano como largo plazo (Tabla 1), además de mantener una mayor volatilidad.

Este *underperformance* se puede explicar, en parte, por la composición sectorial accionaria del índice MSCI. El sector preponderante es el industrial (~21%, Gráfico 6), que arrastra problemas desde el inicio de la guerra en Ucrania y las limitaciones que esta gatilló para acceder a energía rusa. Este tipo de empresas de alto consumo energético se han visto obligadas a postergar sus decisiones de inversión y recortar costos, empleos e incluso a cerrar plantas. Además, cabe tomar en cuenta la alta dependencia del sector automotriz alemán con China, que no logra generar tracción. El sector de Tecnología de la Información le ha entregado soporte al mercado accionario alemán, evitando caídas más pronunciadas. Por otro lado, una curva de tasas normalizada le entrega al sector Financiero perspectivas más positivas, pero no logran impulsar el mercado accionario, que se mantiene deprimido en línea con una economía estancada.

Las perspectivas económicas y un entorno para las empresas menos favorable se reflejan a nivel corporativo. Factset estima que las utilidades del MSCI Alemania crecerían 9.3% este año, dato que es corregido consistentemente a la baja desde octubre cuando rondaba ~13% y, además, se encuentra bajo pares desarrollados. Dada la importancia del sector tecnológico y financiero, el crecimiento de las utilidades para el índice MSCI Alemania cae a 8.0% y 8.9% respectivamente si se excluye cada uno de estos sectores.

Comparadas con pares desarrollados, las acciones alemanas transan con valorizaciones atractivas. Sin embargo, en términos absolutos, las valorizaciones lucen ajustadas y la razón Precio / Utilidad a 12 meses (*P/U fwd.*) transa en 15.2 veces, sobre el promedio de los últimos 5 años. Por su parte, los flujos de inversión se mantienen planos durante el último mes y se observan salidas netas desde el principal ETF del país durante los últimos tres meses.

De esta manera, Alemania enfrenta un entorno complejo en 2025, marcado por desafíos políticos, económicos y geopolíticos. La disolución del Bundestag y las elecciones anticipadas reflejan tensiones internas que podrían influir en la política fiscal y económica. En el ámbito externo, la proximidad a la guerra en Ucrania y el retorno de Donald Trump aumentan la incertidumbre geopolítica y comercial. A pesar de una leve recuperación económica proyectada para este año, factores como la baja confianza del consumidor, una industria manufacturera debilitada y exportaciones vulnerables limitan el potencial de crecimiento económico. Aunque el mercado accionario alemán ofrece valorizaciones atractivas, su desempeño sigue rezagado, reflejando un contexto económico estancado y presionado por condiciones adversas, manteniendo perspectivas poco auspiciosas para la clase de activo.

Tabla 1: Rendimiento accionario (%USD)	MTD	Dic	3m	Anualizado						Volatilidad
				2024	2023	2022	3Y	5Y	10Y	
MSCI ACWI	1.7	-0.8	0.4	15.7	19.7	-19.7	4.7	8.1	7.6	10.6
Estados Unidos - S&P 500	2.0	-2.5	2.7	23.3	24.2	-19.4	8.7	12.5	11.5	13.0
MSCI Europa	3.8	-0.7	-2.3	-0.4	18.4	-18.4	-0.1	3.3	3.6	12.1
MSCI Alemania	4.2	-1.1	0.3	7.5	18.7	-23.1	0.2	2.6	2.3	12.0

Fuente: Bloomberg. Datos al 17 de enero 2025

Las opiniones contenidas en el presente informe no deben considerarse como una oferta o una solicitud de compra o de venta, de suscripción o rescate, de aporte o retiro de ningún tipo de valores, sino que se publican con un propósito meramente informativo para nuestros clientes. Las proyecciones y estimaciones que se presentan han sido elaboradas por nuestro equipo de trabajo, apoyado en las mejores herramientas disponibles, no obstante, esto no garantiza que ellas se cumplan. La información contenida en este informe no corresponde a objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ningún receptor del mismo. Antes de realizar cualquier transacción de valores, los inversionistas deberán informarse sobre las condiciones de la operación, así como de los derechos, riesgos y responsabilidades implícitos en ella, por lo cual las sociedades de Compass y/o personas relacionadas ("Compass"), no asumen responsabilidad alguna, ya sea directa o indirecta, derivada del uso de las opiniones contenidas en este informe. Cualquier opinión expresada en este material, está sujeta a cambios sin previo aviso de Compass, quienes no asumen la obligación de actualizar la información contenida en él. Compass, sus personas relacionadas, ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquéllas expresadas en el presente informe.