

Alemanha em pausa: entre incertezas e riscos

- Crise política interna: eleições antecipadas em fevereiro definirão o novo parlamento
- Economia estagnada, pressionada pela fraqueza do setor industrial e pela vulnerabilidade do setor de exportação
- O mercado de ações atrasado e valuations estão atraentes, mas os lucros estão sendo corrigidos para baixo

A Alemanha é a terceira maior economia do mundo, um membro importante do G7 e da zona do euro e, historicamente, tem sido reconhecida por sua estabilidade. No entanto, atualmente enfrenta um ambiente desafiador devido à crescente incerteza política interna e externa, o que representa riscos para seu desempenho econômico, político e de mercado em 2025.

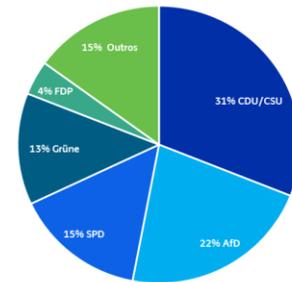
Incerteza interna e externa

O cenário político alemão está em crise após a perda do voto de confiança no governo liderado pelo chanceler Olaf Scholz e composto pelo Partido Social Democrata (SPD), pelo Partido Democrático Livre (FDP) e pelo Partido Verde. A demissão do Ministro das Finanças Christian Lindner, líder do FDP, marcou o ponto de inflexão que desencadeou tensões dentro da coalizão. Essas disputas internas levaram à perda do apoio parlamentar necessário para sustentar o governo e culminaram na decisão do presidente alemão, em 27 de dezembro de 2024, de dissolver o Bundestag (parlamento) e convocar eleições antecipadas para 23 de fevereiro de 2025.

No novo cenário político, espera-se que a União Democrata Cristã (CDU) e a União Social Cristã (CSU), conhecidas conjuntamente como "a União", estejam à frente nas pesquisas antes das eleições antecipadas em fevereiro (Gráfico 1). Isso antecipa uma mudança política para a centro-direita, que busca uma revitalização da economia e do setor de manufatura. Logo após está o partido de extrema direita (AfD) e, em terceiro lugar, o SPD, que continuaria a ser liderado por Scholz no período que antecede as eleições.

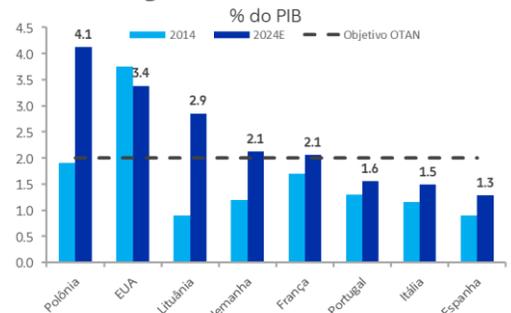
Na frente geopolítica, a Alemanha enfrenta tensões decorrentes de sua proximidade com a guerra na Ucrânia. Esse conflito pressionou os gastos militares, que devem chegar a 2,1% do PIB até 2024, um pouco acima da meta de 2% da OTAN (Gráfico 2). Também aumentou a percepção do risco financeiro, especialmente devido ao retorno de Donald Trump à presidência dos EUA e a uma possível redução no financiamento da defesa, não apenas para a Ucrânia, mas também para a OTAN.

Gráfico 1: Pesquisa refletiria uma maior vantagem do partido de centro-direita
% | Se as eleições federais fossem no próximo domingo, em quem você votaria?



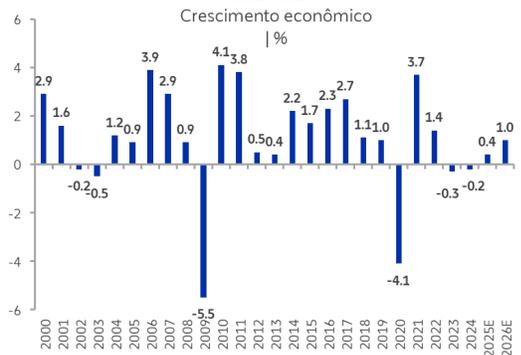
Fonte: INSA. Dados de 13 de janeiro de 2025

Gráfico 2: A Alemanha cumpre a meta de gastos com defesa da OTAN
% do PIB



Fonte: OTAN. Dados disponíveis em janeiro de 2025

Gráfico 3: A economia contraiu pelo segundo ano consecutivo
Crescimento econômico | %



Fonte: Departamento Federal de Estatística da Alemanha. Dados disponíveis a partir de janeiro de 2025



Gráfico 4: A confiança do consumidor permanece negativa por quase cinco anos

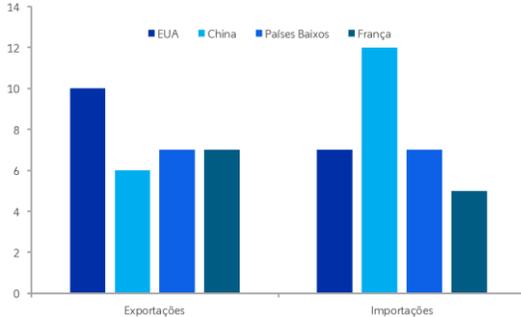
Pts. | abaixo de 0 indica pessimismo



Fonte: GfK SE. Dados de janeiro de 2025

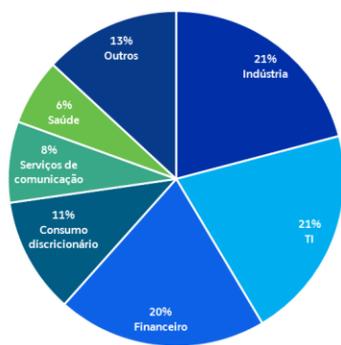
Gráfico 5: Principais destinos das exportações e origem das importações

% do total de X e M respectivamente | dados de 2023



Fonte: TradeMap. Dados disponíveis em janeiro de 2025

Gráfico 6: Composição setorial de ações MSCI Alemanha



Fonte: MSCI. Dados de 31 de dezembro de 2024

Uma economia sem tração

Na frente econômica, após dois anos de contração econômica, as projeções para 2025 apontam para uma leve recuperação do crescimento, com uma expansão de 0,4% esperada de acordo com o consenso do mercado (Gráfico 3), embora com correção para baixo.

O crescimento em 2025 viria de uma recuperação no consumo privado, porém, parece desafiador recuperar a confiança do consumidor (Gráfico 4). Dada a baixa base de comparação em 2024, a pequena recuperação que veremos no consumo permitirá o retorno a taxas de crescimento positivas. Entretanto, as horas trabalhadas permanecem em uma tendência de queda e, apesar do aumento dos salários, os consumidores se tornaram mais cautelosos e alocam uma proporção significativa de seus salários para a poupança, impedindo uma maior aceleração da economia alemã.

Os gastos fiscais também podem desempenhar um papel fundamental na recuperação econômica, dependendo do resultado político das eleições antecipadas. Se o novo parlamento conseguir chegar a um acordo para modificar o "freio da dívida", poderá ser permitida uma maior expansão fiscal. Esse freio autoimposto estabelecido constitucionalmente limita o déficit a 0,35% do PIB por ano. No entanto, ele pode ser flexibilizado com o apoio de dois terços do parlamento, como aconteceu durante a pandemia em 2020. Se modificado, recursos adicionais poderiam ser alocados para setores estratégicos, como investimento em infraestrutura, impulsionando o crescimento econômico.

Por outro lado, essa economia tem se destacado historicamente por sua força no setor de manufatura. Nesse sentido, parece que o declínio da produção industrial não terminou, enquanto o PMI do setor industrial permaneceu em território contracionista desde 2022 e, em dezembro, registrou 42,5 bps, pressionando as perspectivas, que devem permanecer fracas nos próximos 12 meses.

As exportações são um fator importante na economia alemã, correspondendo por 44% do PIB. No futuro, espera-se que as exportações continuem enfrentando desafios, incluindo uma desaceleração nos principais parceiros comerciais, como a China (Gráfico 5), e a incerteza sobre possíveis aumentos de tarifas após o retorno de Trump à Casa Branca. Essa perspectiva reflete a vulnerabilidade da Alemanha às possíveis mudanças nos padrões do comércio internacional e às tensões internas e externas.

Com relação à inflação e à política monetária, espera-se que, no futuro, os preços na Alemanha convirjam para a meta de 2% no segundo trimestre deste ano, enquanto na zona do euro essa meta deverá ser alcançada no segundo semestre do ano. Assim, o Banco Central Europeu (BCE) continuará com os cortes nas taxas de juros (4 cortes de 25 bps cada em 2025), o que manteria o euro sob pressão durante o ano, já que o mercado internaliza menos cortes nas taxas do Fed este ano.



Fundamentos do mercado de ações sob pressão

A nível de ações, a Alemanha representa ~2% das ações globais (MSCI ACWI) e fica atrás do mercado global tanto no médio quanto no longo prazo (Gráfico 1), além de manter uma volatilidade maior.

A *Underperformance* pode ser parcialmente explicada pela composição do setor acionário do índice MSCI. O setor dominante é o industrial (~21%, Gráfico 6), que vem enfrentando dificuldades desde a eclosão da guerra na Ucrânia e as limitações para o acesso à energia russa. Essas empresas com uso intensivo de energia foram forçadas a adiar decisões de investimento e cortar custos, empregos e até mesmo fechar fábricas. Além disso, o setor automotivo alemão é altamente dependente da China, que não está conseguindo gerar tração. O setor de Tecnologia da Informação deu suporte ao mercado de ações alemão, evitando novas quedas. Por outro lado, uma curva de rendimento normalizada dá ao setor financeiro uma perspectiva mais positiva, mas não consegue impulsionar o mercado de ações, que continua deprimido em linha com uma economia estagnada.

A perspectiva econômica e um ambiente de negócios menos favorável se refletem no âmbito corporativo. A Factset estima que o crescimento dos lucros do MSCI Germany seja de 9,3% este ano, o que é consistentemente corrigido para baixo desde outubro, quando era de aproximadamente 13%, e está abaixo de seus pares desenvolvidos. Dada a importância dos setores de tecnologia e financeiro, o crescimento dos lucros do índice MSCI Germany cai para 8,0% e 8,9%, respectivamente, se cada um desses setores for excluído.

Em comparação com seus pares desenvolvidos, as ações alemãs são negociadas com valuations atraentes. Entretanto, em termos absolutos, os valuations parecem apertados e o índice Preço/Lucro de 12 meses (P/E *fwd.*) é negociado a 15,2x, acima da média de 5 anos. Enquanto isso, os fluxos de investimento permaneceram estáveis no último mês e houve saídas líquidas do principal ETF do país nos últimos três meses.

Assim, a Alemanha enfrenta um ambiente complexo em 2025, marcado por desafios políticos, econômicos e geopolíticos. A dissolução do Bundestag e as eleições antecipadas refletem as tensões internas que podem influenciar a política fiscal e econômica. Externamente, a proximidade da guerra na Ucrânia e o retorno de Donald Trump aumentam a incerteza geopolítica e comercial. Apesar de uma leve recuperação econômica projetada para este ano, fatores como a baixa confiança do consumidor, um setor industrial enfraquecido e exportações vulneráveis limitam o potencial de crescimento econômico. Embora o mercado acionário alemão ofereça valuations atraentes, seu desempenho continua aquém, refletindo um cenário econômico estagnado e pressionado por condições adversas, mantendo uma perspectiva pouco auspiciosa para a classe de ativos.

Tabela 1: Desempenho das ações (% USD)	MTD	Dez	3m	Anualizado						Volatilidade
				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 Alemanha	4.2	-1.1	0.3	7.5	18.7	-23.1	0.2	2.6	2.3	12.0

Fonte: Bloomberg. Dados de 17 de janeiro de 2025

As opiniões contidas neste relatório não devem ser consideradas como uma oferta ou solicitação de compra ou venda, subscrição ou resgate, contribuição ou retirada de quaisquer títulos, mas são publicadas com o único propósito de informar nossos clientes. As projeções e estimativas apresentadas foram preparadas por nossa equipe usando as melhores ferramentas disponíveis, mas não há garantia de que elas se concretizarão. As informações contidas neste relatório não correspondem aos objetivos específicos de investimento, à situação financeira ou às necessidades particulares de qualquer destinatário deste relatório. Antes de realizar qualquer transação de valores mobiliários, os investidores devem se informar sobre os termos da transação e os direitos, riscos e responsabilidades envolvidos, e as empresas Compass e/ou pessoas relacionadas ("Compass") não assumem nenhuma responsabilidade ou obrigação, direta ou indiretamente, decorrente do uso das opiniões contidas neste relatório. Quaisquer opiniões expressas neste material estão sujeitas a alterações sem aviso prévio pela Compass, que não assume nenhuma obrigação de atualizar as informações aqui contidas. A Compass, suas pessoas relacionadas, diretores ou outros funcionários podem fazer comentários ou transações de mercado, orais ou escritos, que reflitam uma visão diferente da expressa neste relatório.