

ALEMANIA ANTE LAS ELECCIONES

En dos minutos ...

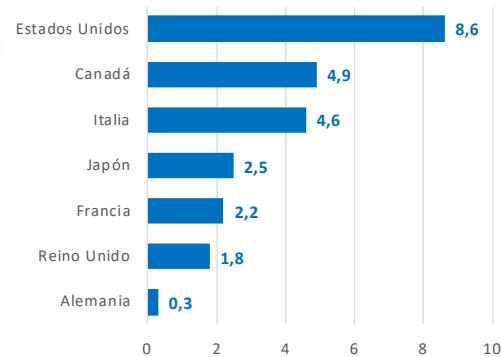
- Alemania se encuentra en una situación económica débil marcada por la pérdida de los factores de competitividad que la habían impulsado en las últimas décadas: el encarecimiento de la energía, la competencia con China, una inversión reducida y mal dirigida y una demografía adversa.
- Las elecciones anticipadas del 23 de febrero presentan incógnitas importantes. La previsible victoria de la CDU/CSU no garantiza la gobernabilidad ya que puede necesitar de hasta dos socios adicionales (SPD y Verdes) para la formación de gobierno. En las últimas semanas, el creciente foco en la inmigración está favoreciendo el ascenso del partido extremista AfD, que ha recibido el apoyo de Elon Musk y el vicepresidente de Estados Unidos, JD Vance. La continuidad del ascenso de AfD supone un riesgo social que, de tener confirmación en las urnas, puede tener consecuencias en los mercados financieros.
- La reforma del freno fiscal es el principal aspecto económico-fiscal de la campaña ya que debería permitir un aumento del gasto público para impulsar a la economía y facilitar el inicio de las necesarias reformas estructurales. En términos financieros, cuando se acometa, esta reforma supondría un aumento de la oferta de deuda pública alemana y un aumento de su rentabilidad.

1. Antecedentes: Debilidad económica

La economía alemana se enfrenta a una debilidad estructural. La economía registra dos años consecutivos de contracción en términos anuales (2023 y 2024) y exhibe una de las peores recuperaciones económicas post-pandemia de entre los grandes países desarrollados (gráfico 1). Con ello, en términos reales, Alemania, al contrario que el resto de las mayores economías europeas, no ha podido recuperar la tendencia de crecimiento pre-pandemia y sólo ha podido recuperar el nivel de PIB vigente en 2019 (gráfico 2).

El modelo económico alemán ha visto cuestionado sus fundamentales y se enfrenta a retos estructurales. En las últimas décadas, Alemania se ha erigido como una gran potencia industrial y exportadora a partir de la relativa estabilidad del orden económico y comercial global propiciada por un mundo basado en reglas e instituciones. Sin embargo, en los últimos años, este mismo orden se está viendo

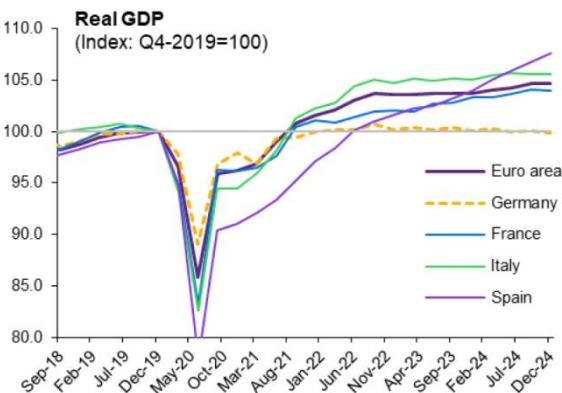
Gráfico 1. G7: PIB en el 1T24 comparado con 4T19 (%)



Fuente: Elaboración propia a partir de EIU.

desdibujado por el ascenso de fuerzas y fenómenos nacionalistas y populistas en un buen número de las mayores potencias (Brexit y Trump, pero también Putin y Xi). Adicionalmente, el modelo industrial y exportador alemán había aprovechado, por un lado, los menores precios de la energía gracias al gas y petróleo rusos y, por otro lado, el ascenso de China como potencia económica. Ambos factores han pasado de ser vientos de cola a vientos de cara para Alemania.

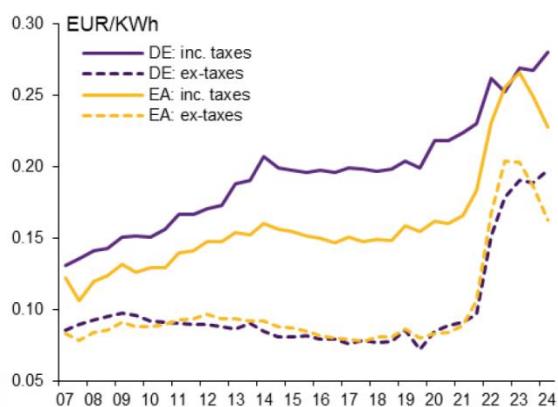
Gráfico 2. Producción industrial (2021=100)



Fuente: Institutos nacionales de estadística vía NatWest.

La energía barata procedente de Rusia, tanto petróleo como gas natural, ha dejado de ser una ventaja competitiva para un tejido industrial intensivo en energía. El conflicto en Ucrania y las sanciones impuestas por la UE han encarecido el precio de la energía en la UE, pero sobre todo en Alemania, a niveles hasta 3 veces superiores a los vigentes en 2021 (gráfico 3). A ello hay que sumar la decisión adoptada por el ejecutivo de Angela Merkel de cerrar las centrales nucleares del país (tras el accidente de Fukushima) que ha supuesto un aumento de la dependencia energética exterior y del uso de los combustibles fósiles. Todo ello ha supuesto una pérdida de competitividad para la industria alemana, especialmente la intensiva en energía (gráfico 4).

Gráfico 3. Precio de electricidad (EUR/KWh)



Fuente: Eurostat vía NatWest

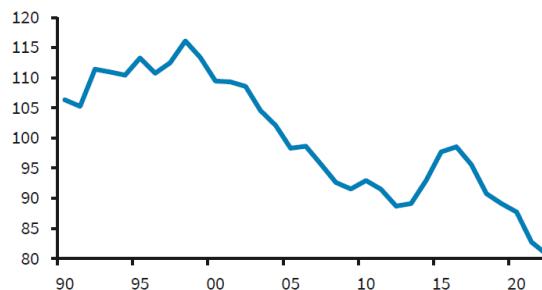
Gráfico 4. Producción industrial (2021=100)



Fuente: Destatis vía NatWest.

China ha pasado de ser un gran comprador de las exportaciones alemanas a un competidor muy importante en el comercio internacional. Mientras que años atrás el perfil de exportador de Alemania, intensivo en bienes de capital, resultaba muy atractivo para la demanda china actuando como elemento dinamizador de las exportaciones alemanas (gráfico 5), a medida que China ha avanzado en su proceso de industrialización y desarrollo, también ha ido modificando su *mix* de importaciones, reduciendo su dependencia de las exportaciones alemanas. Al mismo tiempo, el ascenso de China en la escala de la complejidad de sus exportaciones la ha situado como un competidor en terceros mercados para Alemania (gráfico 6). Todo ello se suma a los retos de la industria alemana en términos de competitividad (por los precios de energía y ausencia de reformas estructurales) y a las notables subvenciones de las autoridades chinas a su sector industrial.

Gráfico 5. Índice de similitud de las exportaciones alemanas y las importaciones chinas

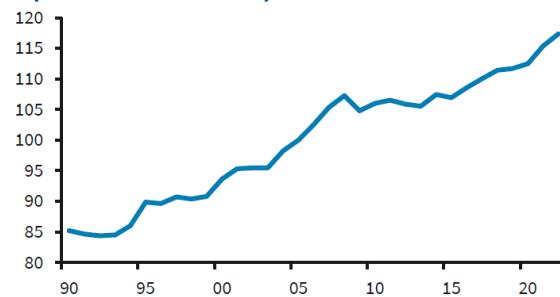


Fuente: Harvard Growth Lab vía Barclays Research

Alemania ha experimentado dinámicas adversas en inversión y demografía. En relación con la inversión, la del sector privado ha estado excesivamente centrada en sectores tradicionales como la automoción y el químico y poco centrada en sectores de servicios y de nueva economía, mientras que la pública ha estado limitada por el freno de deuda (gráfico 7), conocido en alemán como el *Schuldenbremse*.

Alemania es un ejemplo meridiano de la situación demográfica en los países desarrollados para los que, en general, se prevé una caída de la población en edad laboral en los próximos años y décadas (gráfico 8) en un contexto social de una oposición creciente a la inmigración.

Gráfico 6. Índice de similitud de las exportaciones chinas y las alemanas



Fuente: Harvard Growth Lab vía Barclays Research

Gráfico 7. Inversión pública (% del PIB)

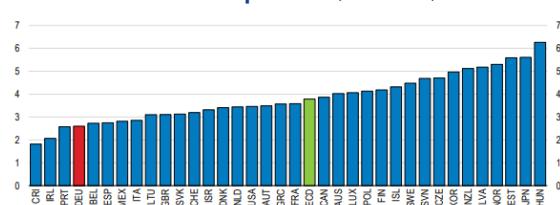
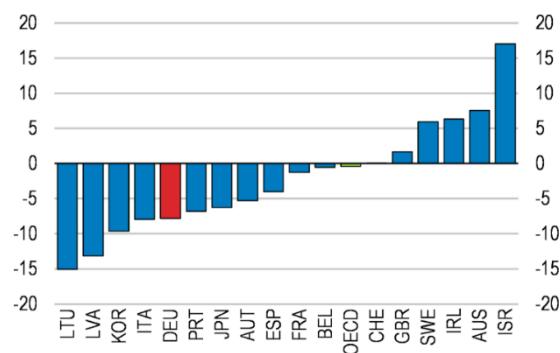


Gráfico 8. Cambio previsto en la población en edad laboral entre 2020 y 2030 (%)



Fuente: OCDE.

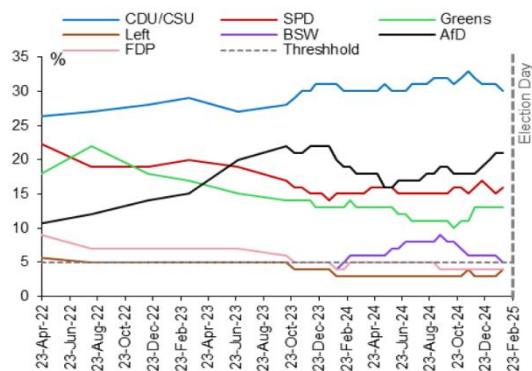
2. Situación política

2.1. Elecciones anticipadas del 23 de febrero

El gobierno de coalición del canciller Olaf Scholz perdió una moción de confianza el pasado 16 de diciembre. Esta moción tuvo lugar después del colapso del gobierno de coalición que lideraba el SPD (partido socialdemócrata) del propio Scholz y que también estaba integrado por el FDP (partido liberal) y los Verdes. El ejecutivo había venido registrando fuertes caídas en su popularidad desde su llegada al poder a finales de 2022 y el cese del ministro de Finanzas, Christian Lindner, del FDP, por una disputa con canciller Scholz sobre aspectos del presupuesto de 2025 desembocó en la crisis de gobierno.

Las elecciones anticipadas están previstas para el 23 de febrero de 2025. Según las encuestas (gráfico 9), ningún partido cuenta con una perspectiva de votos suficiente para gobernar en solitario por lo que un gobierno de coalición está prácticamente garantizado. A fecha de hoy, unos 7 partidos cuentan con opciones de obtener representación parlamentaria:

Gráfico 9. Situación de las encuestas



Fuente: Politico Poll of Polls vía NatWest.

- CDU/CSU es el partido demócrata-cristiano que había liderado Angela Merkel (CSU se refiere a su socio bávaro).
- SPD es el partido socialdemócrata del anterior canciller, Olaf Scholz.
- AfD se refiere a Alternativa por Alemania, partido de extrema derecha.
- Grüne/Greeens es el partido verde, miembro del anterior gobierno.
- Die Linke/Left es el partido socialista.
- FDP es el partido liberal, miembro del anterior gobierno.
- BSW es el partido de Sahra Wagenknecht, una escisión de Die Linke.

2.2. “Filos de navaja” en las perspectivas y aritmética electorales

El primer “filo de navaja” se centra en qué partidos obtendrán representación parlamentaria. El sistema electoral alemán fija un mínimo del 5% del voto para acceder al parlamento y tres partidos (Die Linke, BSW y FDP) presentan intenciones de voto cercanas a este umbral. Los tres partidos que formaron parte del anterior gobierno de coalición registran un castigo en las encuestas que, en el caso del partido liberal (FDP), podría incluso llevar a su desaparición del arco parlamentario federal. Por otra parte, BSW, la escisión de Die Linke, genera un riesgo sobre las posibilidades de ambos partidos de acceder al parlamento. La incertidumbre acerca de los partidos que obtengan representación complica sustancialmente el cálculo de la potencial distribución de escaños y, por tanto, la aritmética de las posibles coaliciones.

El segundo se basa en el papel que tendrá la extrema derecha de AfD. La CDU/CSU lidera las encuestas con más del 30% del voto, mientras que el segundo partido en intención de voto es AfD, con un 21% del voto. A pesar de que un *sorpasso* parece altamente improbable, este margen se estaría estrechando en las encuestas a raíz de diversos desarrollos relacionados con la inmigración y que AfD está buscando capitalizar a costa de electorado de la propia CDU/CSU:

- (1) Diversos atentados (Magdeburgo¹, Aschaffenburg y Múnich) perpetrados por inmigrantes.
- (2) El apoyo que AfD prestó a la CDU/CSU en la aprobación de una proposición no vinculante que contenía medidas relacionadas con la restricción fronteriza y acelerar la expulsión de demandantes de asilo. En este sentido, Friedrich Merz, líder de la CDU/CSU, recibió sustanciales críticas, incluida la de la excanciller Angela Merkel, por haber roto el cordón sanitario respecto a AfD y haber aceptado su apoyo.

Un tercer “filo de navaja” se centra en la posibilidad de formar la llamada “gran coalición” de gobierno, el nombre que recibe la coalición formada por la CDU/CSU y el SPD. Las encuestas más recientes señalan que esta coalición podría ser suficiente, aunque de forma muy ajustada, para alcanzar la mayoría necesaria para formar gobierno. En caso de no alcanzar esta mayoría, podría ser necesaria la entrada de los Verdes en el gobierno, aumentando la heterogeneidad de gobierno, lo que alargaría las negociaciones para la formación de gobierno, que ya se preveían largas, y dificultaría la acción del mismo.

¹ El autor del atentado en un mercado navideño en la ciudad de Magdeburgo a pesar de ser de origen saudita suscribía las tesis de extrema derecha alemana, lo que no ha impedido los intentos de ésta de capitalizar electoralmente el incidente.

El cuarto será la capacidad de orquestar una mayoría de dos tercios, necesaria para afrontar cambios constitucionales, incluyendo el del freno de la deuda. Las encuestas sugieren que la suma de CDU/CSU, SPD y los Verdes podría, en función de si los partidos más pequeños acaban logrando representación parlamentaria, llegar a alcanzar esta mayoría de dos tercios.

Una última incógnita sería la posible rotura del cordón sanitario existente en relación con AfD. A pesar de que todos los líderes han manifestado su oposición a cualquier pacto post-electoral con AfD, el ascenso de la formación extremista, junto con la debilidad del SPD y los Verdes, puede favorecer que el líder de la CDU/CSU, Merz, pueda contemplar un pacto, ya sea de investidura, ya sea de gobierno, con AfD, efectivamente rompiendo el cordón sanitario y validando al partido de extrema derecha.

3. Claves de las elecciones

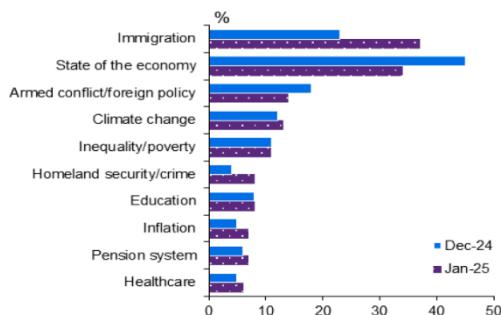
La inmigración y la situación económica del país centran la atención de los votantes. Por su parte, las encuestas de clima empresarial señalan como principales preocupaciones la burocracia y los precios energéticos.

La CDU/CSU ha adoptado una posición más restrictiva en materia de inmigración, ante los temores de la erosión de su base de apoyos frente al discurso xenófobo defendido por AfD. Los recientes episodios de terrorismo protagonizados por inmigrantes han dado centralidad al tema de la inmigración.

Existe consenso sobre la necesidad de utilizar el amplio espacio fiscal del país para afrontar la debilidad económica. Alemania cuenta con diversos factores de apoyo que incluyen: una deuda pública reducida (2023: 62,9% del PIB), un déficit fiscal contenido (2023: -2,6% del PIB) y un notable superávit exterior (2023: 5,9% del PIB).

El debate se ha trasladado a la reforma del freno fiscal, una regla establecida en 2009 en la constitución que limita la capacidad de expansión del gasto público. La regla establece que el déficit estructural del gobierno federal no puede superar el 0,35% del PIB en condiciones económicas normales e impone equilibrio presupuestario a los *Länder*. La norma contempla excepciones temporales en situaciones extraordinarias o de crisis (siempre con la promesa de un retorno a la disciplina fiscal). La interpretación de situación extraordinaria ha dado lugar a repetidas tensiones entre socios de gobierno por discrepancias en su interpretación en diferentes contextos como, por ejemplo, el actual. Una flexibilización del freno fiscal podría liberar el presupuesto necesario para un aumento de la inversión pública para impulsar la debilitada economía e iniciar las reformas estructurales necesarias.

Gráfico 10. Preocupaciones de los votantes (%)



Fuente: ARD-Deutschaltrend vía NatWest.

3.1. La reforma del freno fiscal (*Schuldenbremse*)

Desde el punto de vista social, una encuesta reciente mostraba que un 55% de los respondientes se mostraban favorables a su flexibilización o supresión. Por partidos, AfD y el partido liberal (FDP) son los menos partidarios de modificar el freno fiscal, mientras que los Verdes y el SPD son los más favorables a suprimirlo. La CDU/CSU, por su parte, se ha mostrado abierta a realizar alguna modificación sobre el mecanismo, pero no a su supresión.

Diversos organismos, incluyendo el Consejo Alemán de Expertos Económicos (*German Council of Economic Experts, GCEE*) o el Bundesbank, han mostrado su apoyo a la reforma e incluso han realizado propuestas. Así, el GCEE sugiere que el límite de déficit público estructural pueda ser del 1% del PIB si la deuda pública se sitúa por debajo del 60% del PIB, una propuesta similar a la que hizo el Bundesbank en 2022, que proponía la misma regla, pero aplicada de forma progresiva.

La modificación del freno fiscal podría realizarse de tres formas: (i) modificaciones del déficit permitido; (ii) la introducción de exenciones temporales para ciertos tipos de gasto como la inversión; y (iii) la creación de fondos o mecanismos fuera del alcance del freno fiscal (p.ej. fondo para la transición verde o la modernización de la economía), tal como se hizo en 2022 con la creación del Fondo de Defensa, dotado con 100 mM de euros. A pesar de que el freno fiscal fue suspendido en 2020, durante el Covid, la corte constitucional alemana valoró como inconstitucional el desplazamiento de 60 mM de euros de un fondo exento del freno fiscal relacionado con el Covid a otro fondo destinado a inversión climática y otras.

La reforma requiere una modificación constitucional y una mayoría de dos tercios en el parlamento, que, tal como se ha comentado, podría ser compleja de alcanzar por parte de los tres partidos proclives a la modificación del freno fiscal. En cualquier caso, las negociaciones para su posible modificación serían complejas y previsiblemente prolongadas y, siempre, después de la formación de gobierno, que tampoco será rápida. Por todo ello, esta reforma sólo tendría lugar a finales de 2025 o principios de 2026.

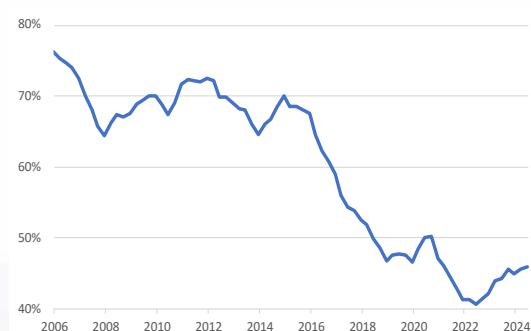
4. Implicaciones financieras de las elecciones

A corto plazo, la reacción de los mercados financieros dependerá de los resultados obtenidos por la extrema derecha AfD.

- Un claro apoyo de los votantes para la CDU, el SPD o los Verdes, que garantice la gobernabilidad del país vía una coalición liderada por CDU/CSU, aumentará las expectativas de un gobierno fuerte, capaz de impulsar el gasto y la inversión pública y liderar la política europea. La reacción en los mercados de renta variable y el euro será positiva.
- En cambio, un importante ascenso o incluso una victoria de AfD dificultaría muy seriamente la gobernabilidad de Alemania, e indirectamente de la UE. Ello causaría volatilidad en los mercados europeos y, posiblemente, un incremento de la prima de riesgo de la deuda pública Alemania.

A medio plazo, la previsible reforma del freno fiscal debería dar lugar a un aumento del déficit fiscal de Alemania y un aumento de las emisiones del país. Actualmente, se estima que más del 50% de la deuda alemana en circulación está retenida en los balances de los bancos centrales (gráfico 11), lo que genera escasez en los mercados financieros. La relajación del freno fiscal implicaría un aumento de la oferta de papel gubernamental a través de nuevo endeudamiento, y un cierto deterioro de los fundamentales crediticios del país, que, en ningún caso, pondrían en riesgo su calificación crediticia (de AAA). Todo ello, junto con el actual programa de *Quantitative Tightening* del BCE, invita a pensar en la

Gráfico 11. Proporción de bonos alemanes en manos del sector privado



Fuente: Bloomberg.

persistencia a medio plazo de una cierta presión al alza sobre la rentabilidad de la deuda soberana alemana.

Este incremento de los tipos de interés podría apoyar un fortalecimiento del euro, apoyado adicionalmente por el mayor dinamismo económico fruto del incremento del gasto público, tras unos años en los que la divisa única ha estado muy castigada por el pobre desempeño de sus principales economías.

INFORMACIÓN LEGAL

CAJA INGENIEROS es una entidad de crédito sujeta a la supervisión del Banco de España, en cuyo Registro Oficial de Bancos se encuentra inscrita con el número 3025, y se encuentra habilitada para la prestación de servicios de inversión a clientes en España, bajo la supervisión a estos efectos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Los informes que se elaboran por parte del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS se realizan con la finalidad de proporcionar herramientas que puedan ayudar en la toma de decisiones de índole diversa, y están sujetos a cambios sin previo aviso. La información se proporciona basándose en fuentes consideradas como fiables, si bien CAJA INGENIEROS no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de las mismas.

Es posible que la información pueda referirse a productos, operaciones o servicios de inversión respecto de los cuales exista información adicional en documentación separada. Los destinatarios de la misma son invitados a solicitar dicha información adicional que pueda ser facilitada por CAJA INGENIEROS en el curso de la prestación de los servicios, operaciones o productos. En tal caso, los destinatarios del presente informe son invitados a tener en consideración dicha información adicional de forma coherente con su contenido.

En cuanto a los precios objetivos que se puedan desprender del análisis efectuado por el Departamento de Research de CAJA INGENIEROS, estos quedan sujetos a criterios de análisis fundamental y técnico, ponderando en cada caso los métodos que, en función de su propia opinión, se adecuan mejor a cada compañía en particular. Salvo indicación expresa en contrario, todos los precios objetivos se fijan con un horizonte temporal de 12 meses desde el momento de la publicación de los informes. Los precios objetivos no implican compromisos de revalorización, ni deben ser entendidos como indicaciones ni recomendaciones de inversión.

La información contenida en los informes hace o puede hacer referencia a resultados futuros de instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras o servicios de inversión basados en previsiones o expectativas, por lo que no puede considerarse como un indicador fiable de posibles resultados futuros ni como garantía de alcanzar tales resultados. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.

Información sobre conflictos de interés

El sistema retributivo del analista o analistas que elaboran los informes se basa en diversos criterios, entre los que figuran los resultados obtenidos en el ejercicio económico por el Grupo CAJA INGENIEROS, pero en ningún caso la retribución de los analistas está vinculada directa o indirectamente a la información contenida en los informes ni al sentido de las estimaciones que en ellos se incluyan.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS podrán disponer a título personal de acciones de compañías de los sectores de actividad que se mencionan en los informes, o de alguna de sus filiales y/o participadas. Asimismo, CAJA INGENIEROS y/o cualquiera de sus responsables y/o consejeros pueden en cada momento mantener una posición o estar directa o indirectamente interesados en valores, opciones, derechos o warrants de alguna/s de las compañías de los sectores de actividad mencionados en los informes.

CAJA INGENIEROS, en el desarrollo corriente de sus actividades financieras de crédito, depósito o de cualquier otra naturaleza similar, puede haber mantenido, mantener actualmente o estar interesado en mantener en el futuro relaciones comerciales con compañías de los sectores de actividad a los que se hace referencia en los informes, o con alguna de sus filiales y/o participadas.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS asumen el compromiso explícito y formal de actuar con honestidad, imparcialidad y lealtad, siempre en el mejor interés del socio/a y de la transparencia del mercado. Sin perjuicio del compromiso anteriormente mencionado, CAJA INGENIEROS realiza acciones de control para garantizar que no se perjudique a los socios/as ni al mercado de valores, e impone reglas internas en la operatoria personal de los miembros del Departamento de Research.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS, así como todos los y las profesionales de la organización implicados directa o indirectamente en la prestación de servicios de inversión, están sujetos al Reglamento Interno de Conducta en el ámbito del mercado de valores de CAJA INGENIEROS.©

Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, ni aun citando las fuentes, salvo con consentimiento previo por escrito de Caixa de Crèdit dels Enginyers - Caja de Crédito de los Ingenieros, S. Coop. de Crédito. All rights reserved.