



# Alemania: lo que sea necesario

**Mauricio Viaud**

Estratega de Inversión *Senior*  
y Manager de Portafolio

**Melissa Ochoa Cárdenas**

Estratega de Inversión

## Alemania: lo que sea necesario

- Friedrich Merz, el recién electo canciller de Alemania, enfrenta el desafío de gobernar una nación dividida, con una economía en problemas, riesgos geopolíticos y la necesidad de equilibrar la disciplina fiscal con un aumento del gasto en defensa y el crecimiento económico.
- En un giro importante de política, Merz busca reformar el freno de la deuda para permitir un mayor gasto público, incluyendo la creación de dos Fondos Especiales para la defensa y la infraestructura.
- Con Estados Unidos suspendiendo la ayuda militar a Ucrania, las naciones europeas, lideradas por Alemania, están aumentando significativamente el gasto en defensa, siendo esta una medida que podría beneficiar al sector de defensa europeo.

- El fuerte aumento en los presupuestos de defensa en Europa crea un gran potencial de crecimiento para los contratistas del sector de defensa, así como para otros actores claves del sector en la región.

Friedrich Merz, el canciller electo de Alemania, se enfrenta a un camino retador. Debe gobernar en Alemania, una nación que es el núcleo de Europa, pero que está políticamente dividida, cuenta con una economía débil y está cada vez más expuesta a riesgos geopolíticos. Merz asume esta desafiante tarea mientras intenta formar una coalición de gobierno que sea capaz de reducir el déficit fiscal, al tiempo que aumenta el gasto en defensa y reactiva el crecimiento económico. Más allá del aspecto económico, **Alemania debe recuperar la confianza nacional tras décadas de incertidumbre.** ¿Qué tan factible es esto? Quisimos analizar los desafíos fiscales, las probabilidades de éxito y su impacto en los mercados,

con un especial foco en el sector de defensa.

El 23 de febrero, Alemania acudió a las urnas en una elección federal anticipada, luego de que la anterior coalición de gobierno de tres partidos liderada por Olaf Scholz colapsara en noviembre debido a desacuerdos sobre el presupuesto de 2025. Aunque las encuestas ya anticipaban la victoria de Merz, lo que sí fue una sorpresa fue el desempeño de la Alternativa para Alemania – más conocida como AfD por sus siglas en alemán – que obtuvo el 20.8% de los votos y duplicó así su resultado de 2021 al quedar en segundo lugar. Lo anterior, ocurre en un contexto de aumento de los precios de la energía que han complicado la situación para los productores locales, el aumento en la migración, y regulaciones más estrictas sobre las energías verdes. No es sorprendente que los alemanes hayan exhibido un pesimismo generalizado sobre la situación económica actual, algo que Merz supo aprovechar al presentarse como el candidato con mayor conocimiento económico. Él mismo ha advertido que el anterior modelo económico alemán ya no es viable, dado que la industria del país se enfrenta a regulaciones y costos que sus competidores, como China, no tienen que asumir.

Uno de los puntos más sensibles que la administración de Merz tendrá que tocar es el *Schuldenbremse* – conocido en español como el “freno de la deuda.” Tal y como lo resaltamos en nuestra [última llamada trimestral](#), la posición que inicialmente exhibió la coalición de la CDU/CSU con respecto al freno era la de mantenerlo y, en cambio, reducir beneficios sociales y el tamaño del sector público, al tiempo que promovían recortes de impuestos y ajustes en el gasto social. Sin embargo, Merz ha mostrado un cambio de postura recientemente, abriendo la puerta a una reforma al freno de la deuda y modificando las perspectivas fiscales de Alemania luego de que la administración Trump presentara una postura más agresiva en materia de aranceles, de la cual Europa no estaría a salvo. La coalición de la

CDU/CSU ha estado negociando con el SPD para formar una coalición de gobierno, con la expansión fiscal en el centro de la conversación. De estas conversaciones surgió la propuesta de crear dos Fondos Especiales – uno para defensa por EUR 400bn, y otro para infraestructura por EUR 400-500bn. **La inclusión de estos dos fondos, junto con una propuesta para elevar el endeudamiento neto permitido bajo el freno de la deuda, podría elevar el límite de endeudamiento estructural en más de un 2% del PIB anual durante la próxima década, según estimaciones de Barclays.** Estos anuncios marcan un cambio casi radical con respecto a lo que la CDU/CSU habían planteado durante la campaña, cuando aseguraban que cualquier gasto adicional sería financiado por medio de recortes en otros sectores. Puede que Trump haya sido el catalizador que Europa necesitaba para despertar de su letargo.

“...abriendo la puerta a una reforma al freno de la deuda y modificando las perspectivas fiscales de Alemania luego de que la administración Trump presentara una postura más agresiva en materia de aranceles, de la cual Europa no estaría a salvo.”

Estas propuestas serán presentadas ante el actual Bundestag para su aprobación mediante enmiendas constitucionales antes de que el nuevo parlamento asuma posesión el 25 de marzo. Esto es clave, porque la composición actual del Bundestag cuenta con

la mayoría de dos tercios necesaria, siempre y cuando Los Verdes cooperen. Con respecto al freno de la deuda, y en medio de la presentación por parte de la Unión Europea de un plan para aumentar el gasto en defensa, las negociaciones entre la CDU/CSU y el SPD también han creado una propuesta de reforma del mismo para permitir un mayor gasto público. Lo anterior, elevaría el endeudamiento estructural neto hasta un 1.4% del PIB si el ratio deuda/PIB es inferior al 60%, y hasta un 0.9% cuando se ubique por encima de ese umbral. Cabe resaltar que esta reforma también requiere de una mayoría de dos tercios, que pondrá a prueba la nueva composición parlamentaria.

“Con la responsabilidad del gasto en defensa recayendo sobre los hombros de los países europeos, es el momento de brillar para las compañías de defensa europeas.”

Adicionalmente, según un análisis realizado por The Economist Intelligence Unit, Alemania era el país con mayor probabilidad de implementar cambios en su política bajo una segunda administración de Trump, y esto está demostrando ser cierto. En los primeros 100 días de su mandato, Alemania ha comenzado a implementar algunos de los cambios necesarios para adaptarse a una nueva realidad. El entorno actual de posibles déficits fiscales mayores está empezando a ser descontado por la deuda soberana ale-

mana, con la curva soberana exhibiendo un *bull steepening* impulsado principalmente por el aumento en el rendimiento del bono a diez años. Además de un déficit amplio, los mercados proyectan un aumento en la emisión de deuda para financiar los Fondos propuestos, lo cual probablemente continuará impulsando los rendimientos de la deuda al alza.

La respuesta europea de aumentar el gasto en defensa llega en un momento en que Estados Unidos ha frenado toda la ayuda militar a Ucrania, mostrando interés por que Europa aumente su propio gasto en defensa. Con la responsabilidad del gasto en defensa recayendo sobre los hombros de los países europeos, es el momento de brillar para las compañías de defensa europeas.

En lo que respecta al sector de defensa, Alemania tiene un papel muy importante que desempeñar, no solo para sí misma, sino para todo el continente. De todos los países de Europa, Alemania tiene la segunda industria de defensa más grande del continente, solo por detrás de Francia. El gasto de Alemania en defensa como porcentaje del PIB aumentó cerca de 50% entre 2023 y 2024, aumentando más de USD 30bn hasta llegar a los USD 97.7bn a finales del año pasado, superando el objetivo actual de gasto de la OTAN de 2% del PIB. El país parece muy comprometido con el aumento de su gasto en defensa, hasta el punto de que el gobierno planea enmendar la Constitución para eximir el gasto en infraestructura militar y de seguridad de sus límites de gasto fiscal y crear un fondo de EUR 500bn para aumentar el gasto en infraestructura de defensa durante los próximos diez años, en lo que Merz describió como un “cambio fiscal radical”. Alemania está tomando la delantera para aumentar el gasto en defensa en todo el continente. En respuesta, Europa ha propuesto USD 150bn en préstamos para impulsar el gasto en la región. Además, la presidenta de la Comisión Europea, Ursula von der Leyen, planea promulgar medidas que permitirán a los países miembros gastar

fondos adicionales de hasta USD 650bn en defensa durante los próximos cuatro años, sin incurrir en sanciones por violaciones de las restricciones al gasto presupuestario.

Los cientos de billones de euros que se están destinando al gasto en defensa son impresionantes por sí mismos. Sin embargo, en conjunto con plazos relativamente cortos que se están considerando para implementar niveles de gasto de esta magnitud, esta dinámica podría generar un impulso significativo y sostenible para la industria de defensa en Europa y en todo el mundo. Durante su cumbre de 2014 en Gales, la OTAN acordó que cada país miembro debería aspirar a gastar el 2% de su PIB en defensa, para reforzar la base de la alianza a escala global. Sin embargo, no todos los miembros cumplieron con este objetivo, ya que, aunque algunos de los miembros lo superaron, la mayoría no alcanzó el objetivo. A medida que aumenta la presión sobre los miembros europeos del tratado para que cumplan su parte del acuerdo, se habla de que la OTAN podría acordar aumentar su objetivo de gasto en defensa al 3% para este verano y posiblemente por encima de ese nivel para 2027. De hecho, países como Dinamarca ya han acordado cumplir un nuevo objetivo de 3%. Una vez más, estos grandes aumentos en el gasto en un corto periodo de tiempo podrían crear impulsos poderosos para los contratistas de defensa de todo el mundo.

A diferencia de Estados Unidos, China y Rusia, donde los complejos militar-industriales de estos países tienden a estar principalmente enfocados en el ámbito interno, Europa tiende a operar con una mentalidad de industria de defensa “regional” basada en la cooperación. En este modelo, diferentes países del continente cooperan hacia un objetivo común, aprovechando las fortalezas de cada uno para lograr escala a través de una estrategia impulsada por el valor agregado. Estos países son más fuertes trabajando

juntos que solos. Un ejemplo de ello fue la creación del principal avión de combate de Europa en la década de los 90s, el Euro Fighter Typhoon. Las empresas de defensa del Reino Unido, Francia, Alemania y España se unieron para crear uno de los programas de aviones más exitosos de la historia de Europa, donde cada país se especializó en una parte específica del proyecto. Esta vez, es probable que la región adopte una estrategia similar, pero a una escala mucho mayor.

La francesa Airbus será probablemente la mayor beneficiaria de esta tendencia, ya que participa en múltiples programas de defensa en varios países de la región. Sin embargo, es probable que otras empresas como Thales y Dassault Aviation de Francia, BAE Systems en el Reino Unido, Leonardo en Italia y Saab en Suecia también se beneficien, uniendo esfuerzos por un objetivo común. Dentro de Alemania, varias empresas se beneficiarán del aumento del gasto en su complejo militar-industrial, con el mayor contratista de defensa del país, Rheinmetall, siendo el principal ganador. Rheinmetall es uno de los principales fabricantes de tanques y vehículos de combate del mundo. Además, la empresa también fabrica municiones avanzadas, sensores y equipos electrónicos utilizados en plataformas de armas de todo el mundo. Al mismo tiempo, es probable que varias empresas diversificadas en el país, como el productor de metales Thyssenkrupp y la potencia de ingeniería Siemens, también se beneficien de un mayor gasto en defensa en todo el continente.

**El impacto potencial del aumento del gasto en defensa en la región podría ser un beneficio inesperado para Europa. Al no tener más opción que valerse por sí misma, esta dinámica podría brindarle el impulso de gasto que necesita para reactivar su economía.** Merz lo dijo mejor cuando declaró recientemente que Alemania está dispuesta a hacer “lo que sea necesario” para poder defenderse. Si es así, es probable que el resto de Europa esté dispuesta a hacer lo mismo. ■

# Análisis por clases de Activos

	TÁCTICO (HASTA 3 MESES)	CÍCLICO (HASTA 12 MESES)
<b>Asignación Global de Activos</b>		
Renta Variable	NEUTRAL	NEUTRAL
Renta Fija	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Efectivo	SOBREPONDERAR	NEUTRAL
<b>Segmentación Regional</b>		
Renta Variable EE.UU. <sup>1</sup>	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Renta Variable Europea	SOBREPONDERAR	NEUTRAL
Renta Variable Japonesa	SOBREPONDERAR	NEUTRAL
Renta Variable Mercados Emergentes	SUBPONDERAR	SUBPONDERAR
Renta Variable China	SOBREPONDERAR	NEUTRAL
Bonos del Tesoro EE.UU. <sup>2</sup>	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Grado de Inversión	NEUTRAL	NEUTRAL
Renta Fija High Yield	NEUTRAL	NEUTRAL
Renta Fija Soberana Emergente	NEUTRAL	NEUTRAL
Dólar americano	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Energía <sup>3</sup>	NEUTRAL	SUBPONDERAR
Metales Preciosos	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR

<sup>1</sup> Relativo a acciones globales en USD

<sup>2</sup> Relativo a mercados globales de renta fija en USD

<sup>3</sup> Relativo al sector de materias primas

## Divulgaciones Legales Importantes

Insigneo Financial Group, LLC comprende una serie de empresas operativas dedicadas a la oferta de productos y servicios de corretaje y asesoría en varias jurisdicciones, principalmente en América Latina. Los productos y servicios de corretaje se ofrecen a través de Insigneo Securities, LLC, con sede en Miami, miembro de la Autoridad Reguladora de la Industria Financiera (conocida por sus siglas en inglés "FINRA") y de la Corporación de Protección de Valores de Inversionistas (conocida por sus siglas en inglés "SIPC") <https://www.sipc.org/>. Los productos y servicios de asesoría de inversiones se ofrecen a través de Insigneo Advisory Services, LLC, un asesor de inversiones registrado en la Comisión de Bolsa y Valores. En Uruguay, los servicios de asesoría se ofrecen a través de Insigneo Asesor Internacional S.A., Insigneo Gestor Internacional S.A, Insigneo Asesor Latam S.A., SRL e Insigneo Asesores de Inversión de Uruguay, SRL, en Argentina a través de Insigneo Argentina, SAU y en Chile a través de Insigneo Asesorías Financieras, SPA. En conjunto, estos ocho negocios operativos conforman Insigneo Financial Group. Para obtener más información sobre el corredor de bolsa, incluidos sus conflictos de intereses y prácticas de compensación, visite <https://insigneo.com/disclosures/> o [www.finra.org](http://www.finra.org) Para obtener más información sobre Insigneo Advisory Services, LLC y cualquier conflicto relacionado con sus servicios de asesoría, consulte su Formulario ADV y el folleto que se pueden encontrar en el sitio web de Investment Advisor Public Disclosure <https://adviserinfo.sec.gov/>.

### PARA AFILIADOS LOCALIZADOS EN CHILE

Insigneo Asesorías Financieras SPA se encuentra inscrito en Chile, en el Registro de Prestadores de Servicios Financieros de la Comisión para el Mercado Financiero. Este informe fue efectuado por área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, en base a la información disponible a la fecha de emisión de este. Para evitar cualquier conflicto de interés, Insigneo Securities LLC dispone que ningún integrante del equipo de Research & Strategy tenga su remuneración asociada directa o indirectamente con una recomendación o reporte específico o con el resultado de una cartera. Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes consideradas confiables, no podemos garantizar la completa exactitud e integridad de estos, no asumiendo responsabilidad alguna al respecto Insigneo Securities LLC, Insigneo Asesorías Financieras SPA ni ninguna de sus empresas relacionadas. Este material está destinado únicamente a facilitar el debate general y no pretende ser fuente de ninguna recomendación específica para una persona concreta. Por favor, consulte con su ejecutivo de cuentas o con su asesor financiero si alguna de las recomendaciones específicas que se hacen en este documento es adecuada para usted. Este documento no constituye una oferta o solicitud de compra o venta de ningún valor en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud no esté autorizada o a ninguna persona a la que sea ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Las inversiones en cuentas de corretaje y de asesoramiento de inversiones están sujetas al riesgo de mercado, incluida la pérdida de capital. La información base del presente informe puede sufrir cambios, no teniendo Insigneo Securities LLC ni Insigneo Asesorías Financieras SPA la obligación de actualizar el presente informe ni de

comunicar a sus destinatarios sobre la ocurrencia de tales cambios. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen el juicio o visión de área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, a la fecha de su publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.

### PARA AFILIADOS LOCALIZADOS EN URUGUAY

En Uruguay, los valores están siendo ofrecidos en forma privada de acuerdo al artículo 2 de la ley 18.627 y sus modificaciones. Los valores no han sido ni serán registrados ante el Banco Central del Uruguay para oferta pública.

### PARA AFILIADOS LOCALIZADOS EN ARGENTINA

Insigneo Argentina S.A.U. Agente Asesor Global de Inversión se encuentra registrado bajo el N° 1053 de la Comisión Nacional de Valores (CNV) e inscripto ante la Inspección General de Justicia (IGJ) bajo el N° 12.278 del Libro 90, Tomo -, de Sociedades por Acciones. Este informe fue efectuado por área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, en base a la información disponible a la fecha de su emisión. Para evitar cualquier conflicto de interés, Insigneo Securities LLC dispone que ningún integrante del equipo de Research & Strategy tenga su remuneración asociada directa o indirectamente con una recomendación o reporte específico o con el resultado de una cartera. Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes consideradas confiables, no podemos garantizar la completa exactitud e integridad de estos, no asumiendo responsabilidad alguna al respecto Insigneo Securities LLC, Insigneo Argentina S.A.U. ni ninguna de sus empresas relacionadas. La información base del presente informe puede sufrir cambios, no teniendo Insigneo Argentina S.A.U. la obligación de actualizar el presente informe ni de comunicar a sus destinatarios sobre la ocurrencia de tales cambios. Este material está destinado únicamente a facilitar el debate general y no pretende ser fuente de ninguna recomendación específica para una persona concreta. Por favor, consulte con su ejecutivo de cuentas o con su asesor financiero si alguna de las recomendaciones específicas que se hacen en este documento es adecuada para usted. Este documento no constituye una oferta, recomendación o solicitud de compra o venta de ningún valor negociable en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud no esté autorizada o a ninguna persona a la que sea ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Las inversiones en valores negociables están sujetas al riesgo de mercado, incluida la pérdida parcial o total del capital invertido. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen el juicio o visión de área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, a la fecha de su publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.