

Cambio de paradigma fiscal en Alemania: implicaciones para la renta fija y el Euro

17 de marzo de 2025

El “whatever it takes” de Alemania y el ReArm de Europa

Friedrich Merz, líder de la CDU, anunció el pasado 4 de marzo un paquete fiscal histórico que redefine la política económica de Alemania y sienta las bases para una transformación estructural en la Eurozona.

Este ambicioso plan, respaldado por su probable coalición con el SPD, se articula en torno a tres pilares fundamentales:

1. Establece un gasto ilimitado en defensa, permitiendo que el presupuesto militar supere el 1% del PIB, lo que equivale a 45.000 millones de euros anuales, con el objetivo de reforzar la seguridad nacional en un contexto geopolítico cada vez más tenso.
2. Contempla la creación de un fondo de 500.000 millones de euros para infraestructuras, que se desplegará a lo largo de la próxima década para modernizar sectores estratégicos como el transporte, la energía y la digitalización.
3. Un mayor margen de endeudamiento para los estados federales, permitiéndoles aumentar su déficit hasta el 0,35% del PIB, lo que facilitará inversiones regionales clave sin restricciones fiscales inmediatas.

Si este paquete se ejecuta en su totalidad, el estímulo fiscal podría superar el billón de euros, *representando más del 2% del PIB* alemán anual durante la próxima década.

Un día después, el Consejo Europeo aprobó el ReArm Europe, un ambicioso plan de la Unión Europea para fortalecer la industria de defensa y reducir su dependencia militar.

El plan contempla una inversión de hasta 800.000 millones de euros en varios años, combinando fondos comunitarios, emisiones de deuda y contribuciones nacionales.

Implicaciones para el crecimiento e inflación en la Eurozona

Las implicaciones de estas medidas son profundas, tanto a nivel de mercados como de política monetaria, ya que Alemania, tradicionalmente defensora de la disciplina fiscal, ahora lidera un cambio hacia una política más expansionista. Según un estudio de Morgan Stanley, el PIB alemán podría crecer unos 40pb adicionales tanto para 2025 como para 2026, traduciéndose en un crecimiento interanual del 0,8% y 1,3%, respectivamente. El impacto en la eurozona, estiman, sería más moderado, con un impacto adicional de 10pb en 2025 y otros 20pb 2026, resultando en un crecimiento interanual del 1% y 1,1%, respectivamente. Aun así, cabe señalar que los riesgos para el

crecimiento europeo siguen siendo significativos. Un arancel del 10 % de EE. UU. sobre productos de la UE podría reducir el crecimiento entre 30pb y 60 pb, y el endurecimiento de las condiciones financieras también podría ser perjudicial, especialmente fuera de Alemania.

En cuanto a la inflación en la Eurozona se espera un impacto moderado de +10 pb en 2025 y 2026, con la inflación general en 2,3% y 1,8%, respectivamente. Por ello, aunque la inflación sigue estando por debajo del objetivo del 2% del BCE en 2026, la expectativa de una caída más pronunciada, ha disminuido significativamente.

En consecuencia, también lo ha hecho el margen del BCE para recortar tipos. De hecho, el día siguiente del anuncio de Merz, el BCE celebró su última reunión de política monetaria, en la que, tal como se esperaba, redujo los tipos de interés en 25pb hasta el 2,50%. Sin embargo, el organismo mostró cautela ante el nuevo paradigma fiscal alemán, ajustó su discurso reconociendo un entorno de elevada incertidumbre que requiere un "alto grado de vigilancia" y una "fuerte dependencia de los datos". Además, a diferencia de su declaración de enero, el BCE describió su postura monetaria actual como considerablemente menos restrictiva, reforzando el reajuste en las expectativas sobre futuras bajadas de tipos. Como prueba de ello, **el mercado de futuros ahora descuenta solo dos recortes de 25 pb**, frente a los tres o incluso cuatro que se preveían en semanas anteriores.

Impacto en los mercados de renta fija y en el cruce EUR/USD.

La reacción de los mercados al anuncio alemán en el mercado de deuda fue inmediata. La TIR del Bund a 10 años se disparó 30 puntos básicos en una sola sesión, marcando el mayor movimiento diario desde la década de 1990 y cerrando cerca del 2,8%. Actualmente, se sitúa en 2,9% (+50 pb respecto al promedio de febrero), acercándose a los máximos de 2023 y alcanzando su nivel más alto en 14 años.

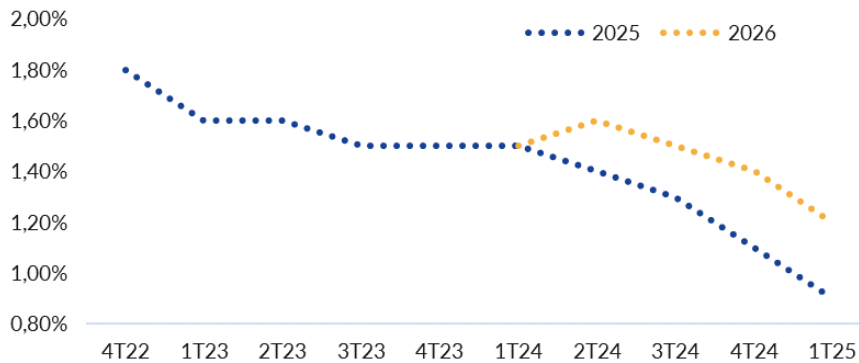
Rendimiento de la deuda de Alemania a 10 años



Fuente: Bloomberg.

Las subidas se extendieron a lo largo de toda la curva de deuda alemana, con un impacto más pronunciado en los tramos largos, lo que provocó su empinamiento. Este

Proyecciones del PIB de la Eurozona del BCE (%)



Fuente: Unicredit, BCE.

El tipo de cambio EUR/USD se encuentra actualmente en 1,09, tras un repunte significativo desde el 1,04 registrado hace dos semanas, reflejando en gran medida el impacto del cambio en la política fiscal alemana. Este movimiento parece justificado por el reajuste de expectativas en torno a las políticas monetarias del BCE y la Reserva Federal de EE. UU. Como muestra el gráfico a continuación, el diferencial entre los recortes de tipos esperados en lo que queda de año por la Fed y el BCE se volvió positivo la semana pasada, ya que el mercado anticipa ahora 75 pb de recortes en EE.UU. frente a 50 pb en la eurozona. Sin embargo, creemos que será difícil que el cruce supere el nivel 1,12 sin una divergencia mucho más significativa y sostenida entre las políticas monetarias y fiscales de EE.UU. y la UE. Por un lado, el diferencial tipos de interés en nivel absoluto sigue siendo superior en EE.UU., mientras que si la Fed recorta menos de lo esperado (posiblemente solo dos veces en lugar de tres), el par podría sufrir una corrección. Por otro lado, si el 2 de abril Trump anuncia aranceles del 25% sobre las exportaciones de la eurozona a EE.UU., como ha anticipado, la divisa comunitaria se verá negativamente afectada. Por último, también hay factores técnicos que hacen complicado que el cruce supere el nivel de 1,12, que ha sido una resistencia clave en ciclos de normalización monetaria. Con todo, dada la importancia del estímulo fiscal alemán, también vemos difícil una vuelta del cruce por debajo del 1,05 en el medio plazo.

Cruce EUR/USD



Fuente: Bloomberg.

Posicionamiento de Caja Ingenieros Gestión

A pesar de la corrección vista en algunos activos de renta fija, seguimos siendo positivos para esta clase de activo ante un escenario de moderado crecimiento económico, menor inflación y balances empresariales saneados. Si bien es cierto que ha aumentado la volatilidad, *seguimos gestionando activamente el posicionamiento en duración* en nuestras posiciones en renta fija, con el principal objetivo de adaptarnos a los cambios de rumbo que añade la geopolítica a la evolución macroeconómica. Tras las elecciones de Alemania celebradas en febrero, y ante la expectativa de que coalición CDU/SDP planteara un impulso fiscal, se redujo la duración de las carteras de renta fija en relación a los índices de referencia. Así, aunque no esperábamos un plan fiscal de tal envergadura y el repunte de las TIRes ha impactado negativamente en los fondos, lo ha hecho en menor medida en términos relativos. Posteriormente, en vistas a la magnitud del movimiento y a los niveles de rendimiento alcanzados en las curvas en euro, hemos adoptado un posicionamiento neutral o ligeramente largo, situando la duración de las carteras entre 3,5 y 3,85 años, donde nos sentimos más cómodos a tenor de los diferentes riesgos. Consideramos que, a diferencia de lo que sucedía en 2022, el devengo o "carry" actual es atractivo en términos absolutos (por ejemplo, el Investment Grade europeo se encuentra al 3,3% vs 0,9% en el periodo 2015-2019 y 0,5% al cierre del 2021), y a la vez ofrece una protección ante mayores desplazamientos de las curvas al alza y/o ampliaciones de diferenciales de crédito.

Dicho esto, seguiremos gestionando la duración de forma activa dado que es uno de los vectores importantes de rentabilidad dentro de las estrategias de renta fija, junto a la selección de emisores, buscando maximizar el binomio riesgo/rentabilidad en todo momento, con una cartera compuesta mayoritariamente de emisores con alta calidad crediticia.

En cuanto al posicionamiento en divisas, hemos estado cubriendo la exposición al dólar en un rango de 1,07 a 1,04 en todas las carteras. Ante la reciente volatilidad, en algunos vehículos hemos ampliado ligeramente estas coberturas, y evaluaremos reabrir gradualmente la exposición al dólar cuando el tipo de cambio se acerque a 1,12. El objetivo es optimizar la gestión de una posible apreciación del euro hasta ese nivel, ya sea aprovechando el movimiento positivamente en términos relativos, o bien mitigando su impacto negativo.

DISCLAIMER

El informe se ha realizado con la finalidad de proporcionar a los inversores información general sobre valores e instrumentos financieros, a la fecha de emisión del mismo, y está sujeto a cambios sin previo aviso. La información se proporciona basándose en fuentes consideradas como fiables, si bien CAJA INGENIEROS GESTIÓN 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, incluyendo el documento de información fundamental para el inversor y el folleto completo. Se recomienda leer dichos documentos para poder tomar una decisión fundada sobre la conveniencia de invertir en dichos productos. Puede solicitar dicha documentación a su gerente personal, en cualquier oficina de Caja Ingenieros, en www.cajaingenieros.es o en www.cnmv.es.

El contenido de los informes en ningún caso constituye una oferta o recomendación de compra o venta de ningún producto o instrumento financiero. El inversor debe ser consciente de que los valores e instrumentos financieros a los que se refieren pueden no ser adecuados a sus objetivos concretos de inversión, por lo que el inversor debe adoptar sus propias decisiones de inversión. A tal efecto, CAJA INGENIEROS GESTIÓN, S.A.U., en su condición de emisor del informe, así como CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAJA DE CRÉDITO DE LOS INGENIEROS, S. COOP. DE CRÉDITO, en su condición de comercializador, no se hacen responsables del mal uso que se haga de esta información ni de los perjuicios que pueda sufrir el inversor que formalice operaciones tomando como referencia las valoraciones y opiniones recogidas en los informes. 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.

©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 CAJA INGENIEROS GESTIÓN, S.G.I.I.C., S.A.U. All rights reserved.