Machine Translated by Google



Banco Alemán
Investigación

MEGA II – Aún no está terminado

Septiembre de 2026

Maximiliano Uleer | Carolina Raab | Francesca Mazzali

Instituto de Investigación del Deutsche Bank

Deutsche Bank
Research Institute

INFORMACIÓN IMPORTANTE SOBRE LA INVESTIGACIÓN QUE SE ENCUENTRA EN EL APÉNDICE 1.

Machine Translated by Google

Europa ha vuelto y el potencial de Alemania parece no ser aún plenamente apreciado por los mercados.

A principios de 2025, hicimos una declaración audaz: argumentamos que los 15 años de bajo rendimiento de Europa habían llegado a su fin (MEGA y aquí). Proyectamos que la diferencia en la valoración P/E entre las acciones estadounidenses y europeas se reduciría desde un récord de 9,0x a finales de 2024 hasta 4,3x. Desde entonces, la diferencia se ha reducido efectivamente a 4,7x. Dado que el potencial de Alemania aún está subestimado por los mercados, prevemos un mayor crecimiento para Europa.

De cara al futuro, observamos varios factores estructurales que respaldan el atractivo relativo de Europa:

– Valoraciones: Después del ajuste, esperamos que la brecha se estabilice. Un mayor crecimiento en EE. UU. justifica una prima, pero la mayoría de los argumentos a continuación argumentar en contra de una nueva ampliación.

– Resultados: Prevemos que la recuperación de los beneficios en Europa continuará, registrando un crecimiento de dos dígitos en 2026. Si bien se espera que los beneficios en EE. UU. sigan creciendo a un ritmo mayor, la incertidumbre en torno a la sostenibilidad del crecimiento futuro, especialmente en el sector tecnológico, sigue siendo elevada.

Alemania : Es probable que Estados Unidos y China sigan creciendo más rápido que Europa, pero gran parte de ese crecimiento ha estado acompañado de déficits crecientes y una deuda cada vez mayor. Los indicadores de déficit fiscal y deuda de Estados Unidos superan ahora los niveles europeos. Al mismo tiempo, el giro fiscal de Alemania podría impulsar una recuperación relativa del crecimiento europeo, una oportunidad que los mercados de valores aún no han aprovechado plenamente. La recuperación de la actividad manufacturera mundial proporciona un impulso adicional a la economía europea. Alemania podría convertirse en el motor de la recuperación económica de Europa. Tras haber reducido su ratio deuda/PIB durante la última década a pesar de las dificultades macroeconómicas, ahora cuenta con la capacidad fiscal para respaldar el crecimiento mediante un plan de gasto sustancial que incluye 1 billón de euros en nueva deuda. La economía está mostrando una mayor resiliencia de la esperada, la actividad manufacturera está mejorando, el interés de los inversores internacionales está empezando a resurgir y las reformas avanzan. Estimamos que solo la reforma de las pensiones podría generar entre 10.000 y 15.000 millones de euros de entradas anuales en la renta variable europea.

– Diversificación: El mercado de renta variable europeo está bien diversificado sectorialmente, lo que proporciona mayores oportunidades de rentabilidad que mercados más concentrados como Estados Unidos y los mercados emergentes. Esto ayuda a amortiguar el impacto durante las fuertes caídas del mercado.

– IA: Si bien es improbable que Europa alcance el nivel de los principales desarrolladores de IA, también está menos expuesta a los riesgos relacionados con la monetización de las grandes inversiones en IA. En cambio, debería beneficiarse indirectamente del gasto en IA a través de sus capacidades de fabricación avanzada, su acceso a la infraestructura de IA y la creciente adopción de la IA en sí misma.

– Estabilidad política: Si bien el panorama político fragmentado de Europa constituye una desventaja estructural, las presiones externas derivadas de las políticas comerciales de Estados Unidos y China, así como los constantes desafíos geopolíticos, han reforzado la coordinación en toda la UE en materia de comercio, defensa y asuntos fiscales.

Machine Translated by Google

Diferencial de valoración de cierre

En marzo de 2025, pronosticamos una reducción de la brecha de valoración entre las acciones estadounidenses y europeas. Ahora nos hemos acercado significativamente a nuestro objetivo.

Diferencia entre el PER del S&P 500 y el STOXX 600 (a 12 meses vista)



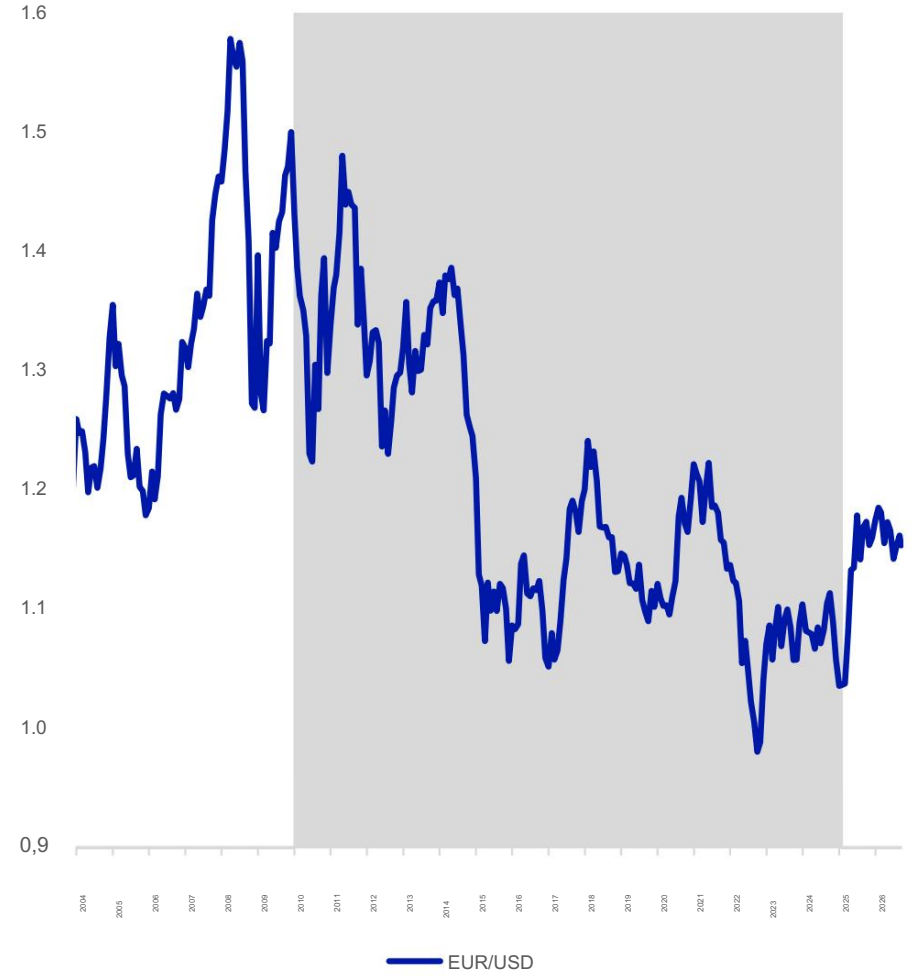
*Previsión de DB basada en la diferencia P/E antes del inicio de la guerra entre Rusia y Ucrania (24/02/2022). Fuente: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research 15/09/2026

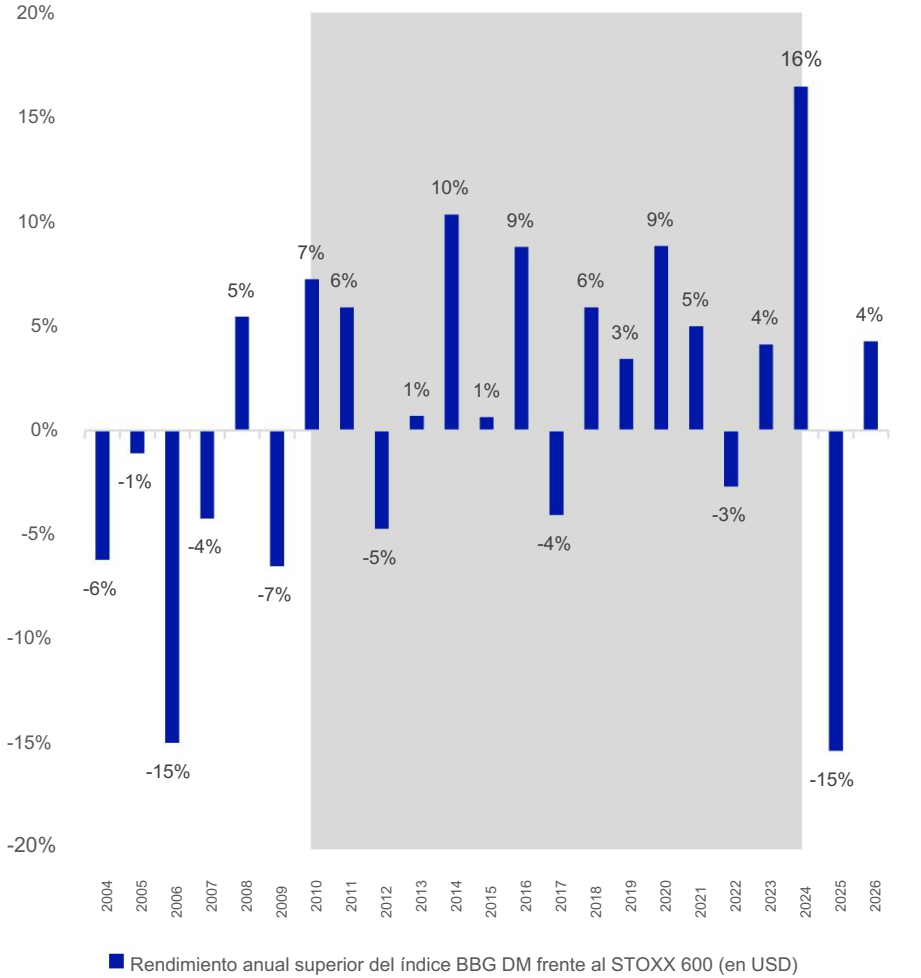
Machine Translated by Google

¿Dominio estadounidense... de 2010 a 2024?

El bajo rendimiento de los mercados europeos coincidió con una racha alcista del dólar estadounidense de 15 años. ¿ Seguirá aumentando la importancia del dólar en los próximos 10 años?

Entre 2010 y 2024, el USD se fortaleció… …respaldando el rendimiento superior del resto del mundo.





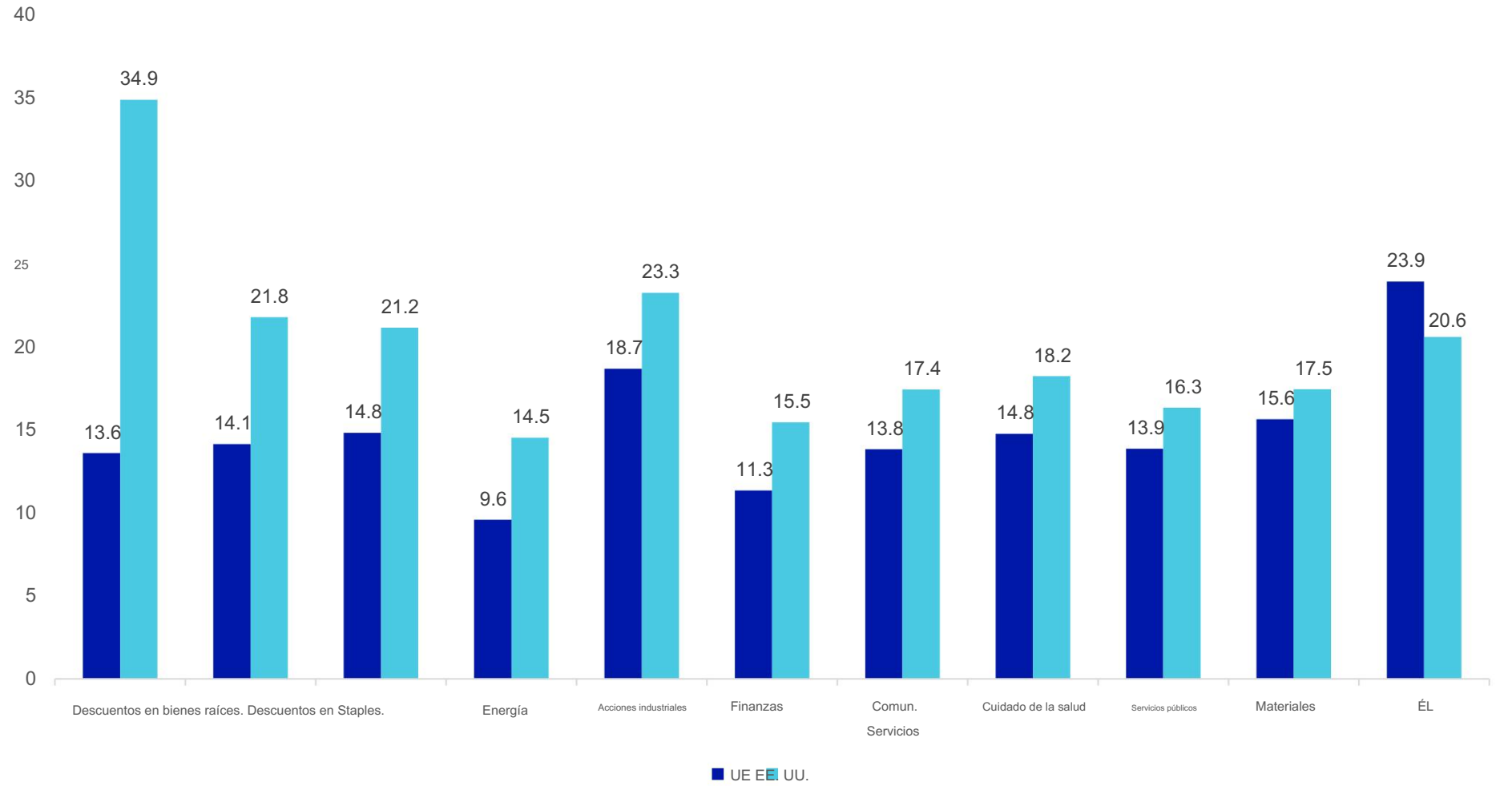
Nota: El gráfico de la derecha muestra la rentabilidad total; el de 2026 corresponde al acumulado del año. Fuente: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research, 15/09/2026.

Machine Translated by Google

Brecha de valoración: aplicable a todos los sectores.

La prima de valoración ya no proviene del sector de TI. Aun así, todos los sectores estadounidenses, excepto el de TI, cotizan con una prima respecto al sector europeo.

PER actual del sector (12 meses hacia adelante), diferencia de PER ordenada entre los sectores de EE. UU. y la UE.



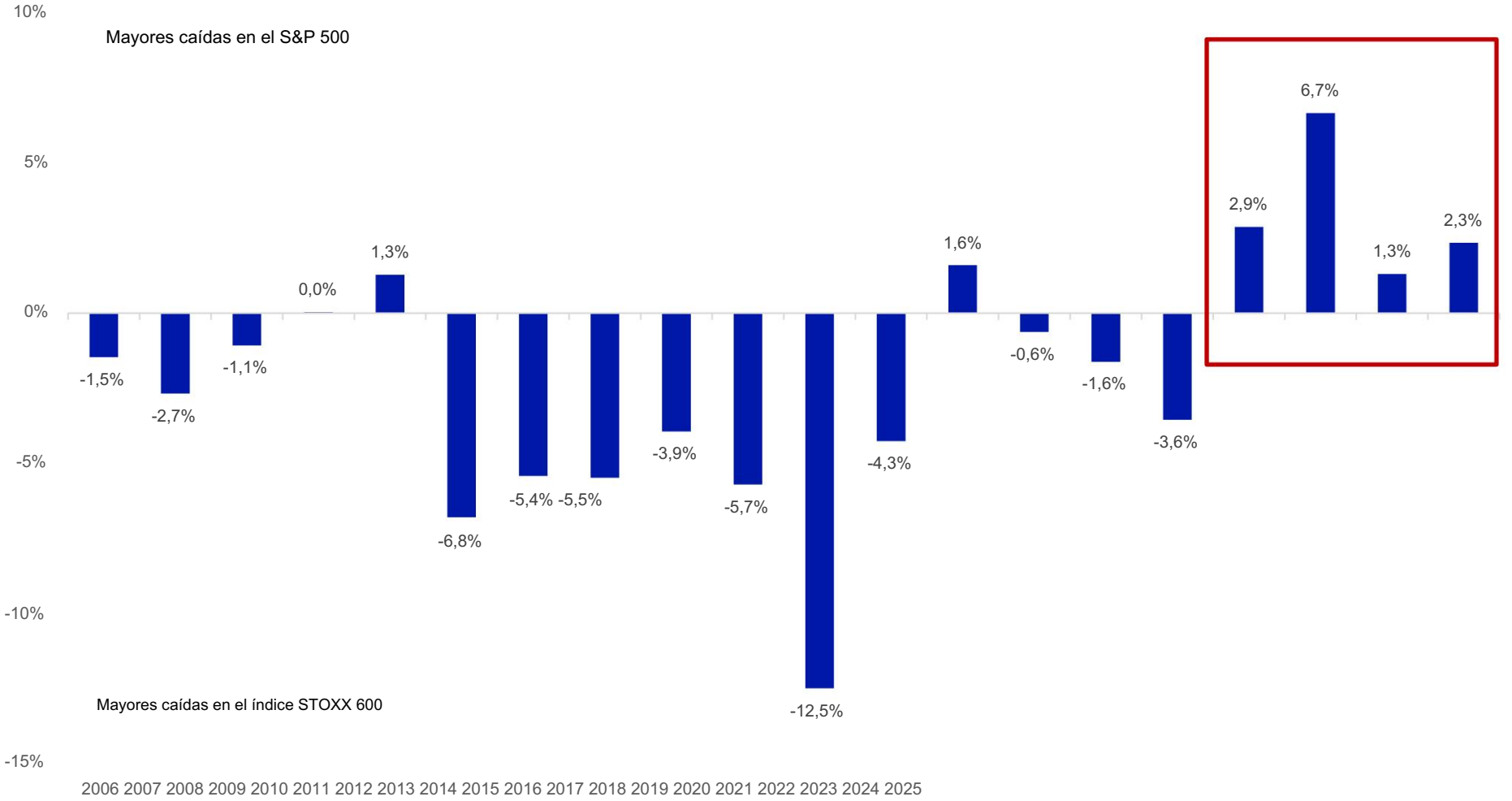
Índices de referencia: S&P 500 y STOXX 600, sectores GICS. Fuente: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research, 15/09/2026

Machine Translated by Google

Concentración: conduce a ventas masivas más pronunciadas.

La frase «Cuando Estados Unidos estornuda, Europa se resfría» ya no es cierta. Las caídas en la bolsa estadounidense son mucho más pronunciadas. «Cuando Estados Unidos estornuda, Europa se recupera».

Diferencia en la caída máxima del S&P 500 frente al STOXX 600 (anual, en moneda local)



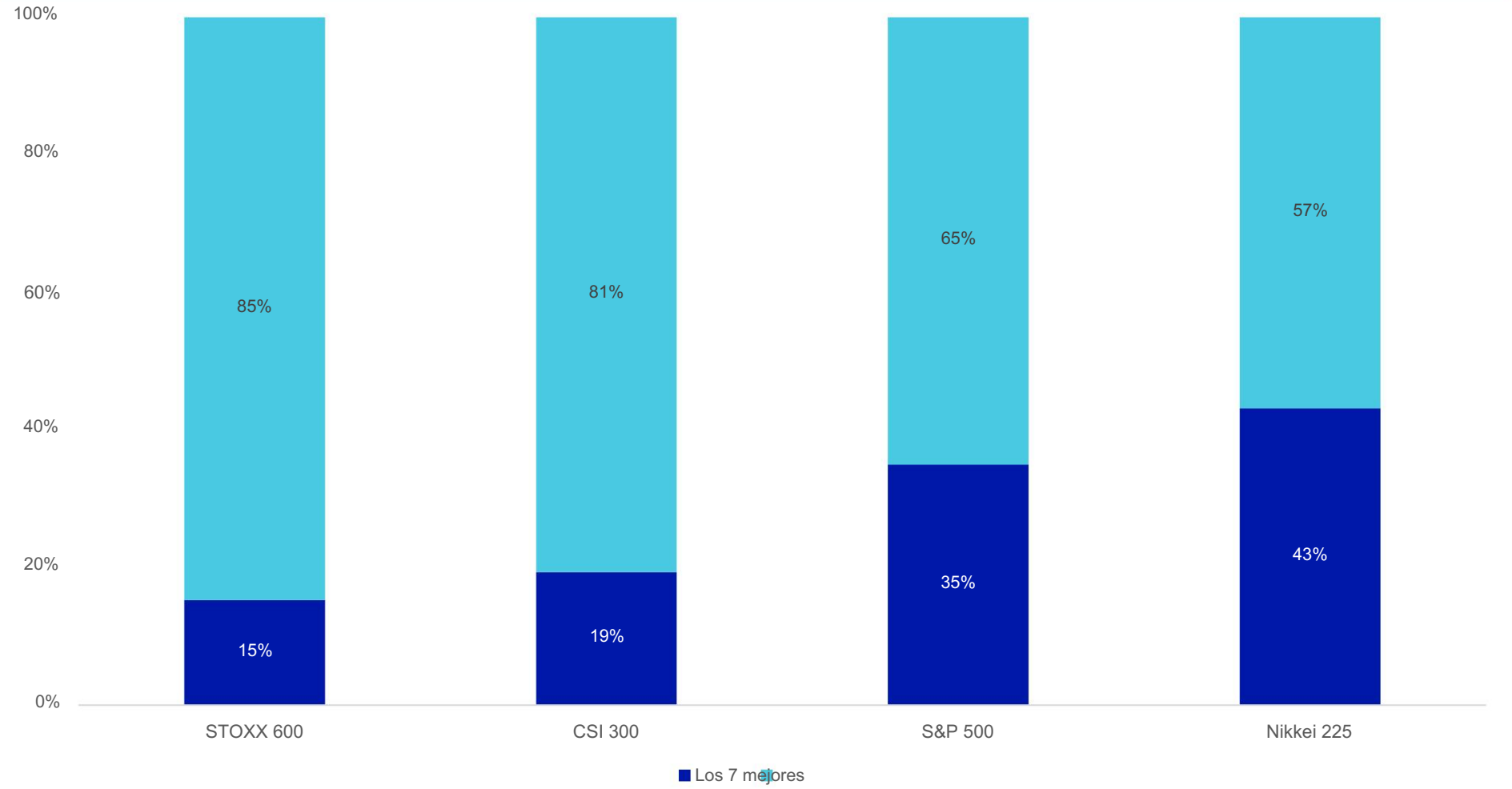
Fuente: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research, 15/09/2026

Machine Translated by Google

Concentración: en ponderaciones de índice

El índice europeo STOXX 600 está bien diversificado. Las 7 mayores empresas representan solo el 15% de la ponderación del índice, frente al 43% del Nikkei y el 35% del S&P 500.

ponderaciones actuales del índice



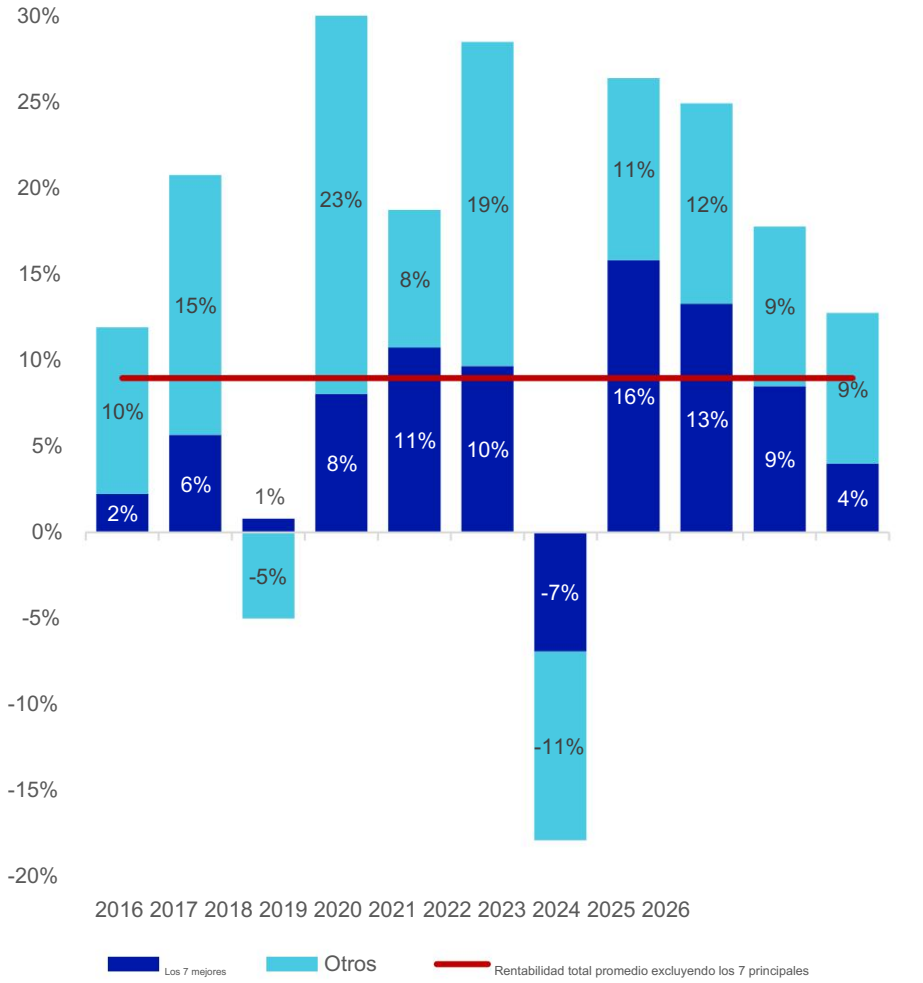
Fuente: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research, 14/09/2026

Machine Translated by Google

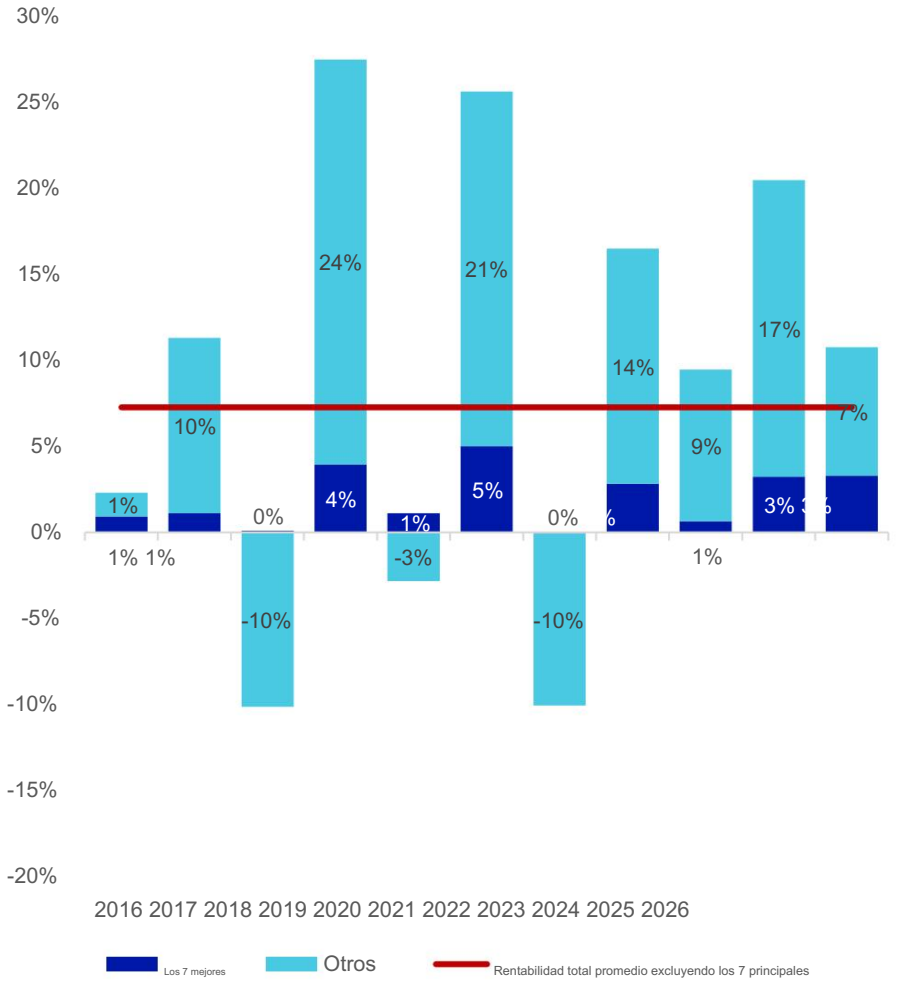
Concentración: en el rendimiento

En promedio, durante los últimos 5 años, el S&P 500 obtuvo una rentabilidad del 16% anual, frente al 12% del STOXX 600. Sin las 7 empresas principales, el S&P 500 habría ofrecido una rentabilidad media del 8%, frente al 10% del STOXX sin las 7 principales.

S&P 500 – Contribuciones al rendimiento total



STOXX 600 – Contribuciones de rentabilidad total



Nota: 2026 corresponde al acumulado del año. Fuente: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research, 14/09/2026.

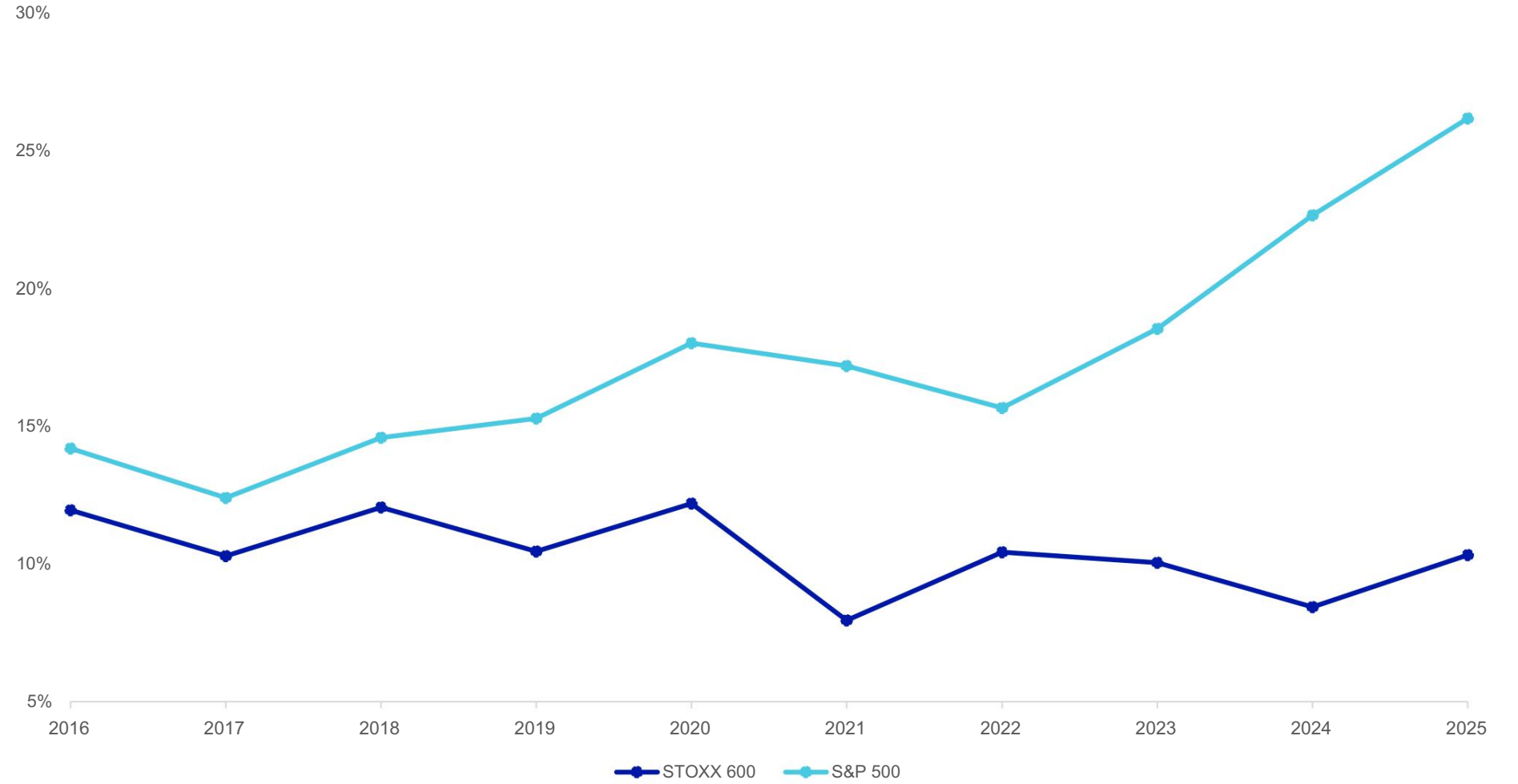
Machine Translated by Google

Concentración: en ganancias

Las 7 principales empresas estadounidenses contribuyeron con el 53% al crecimiento de las ganancias desde 2021.

En el índice STOXX 600, las 7 principales solo representaron el 33% del crecimiento de las ganancias durante el mismo período.

Las 7 principales empresas: porcentaje de las ganancias totales del índice



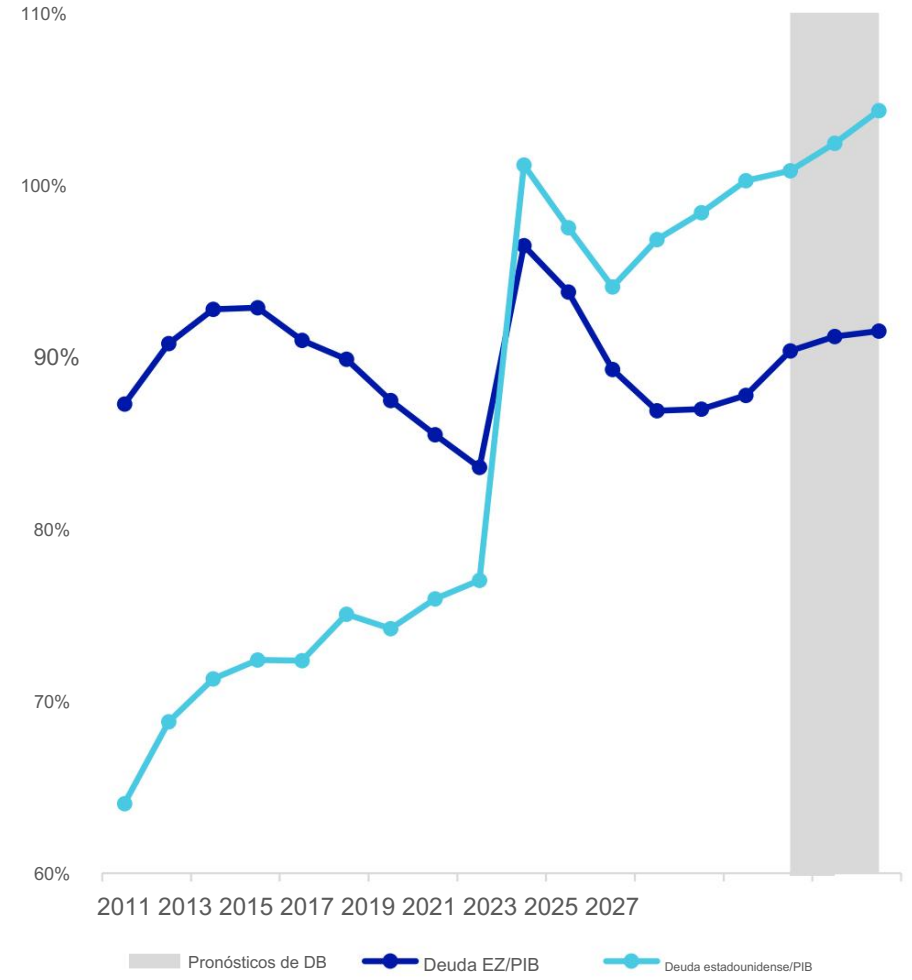
Nota: basado en los miembros actuales del índice y los 7 principales actuales. Fuente: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research 14/09/2026

Machine Translated by Google

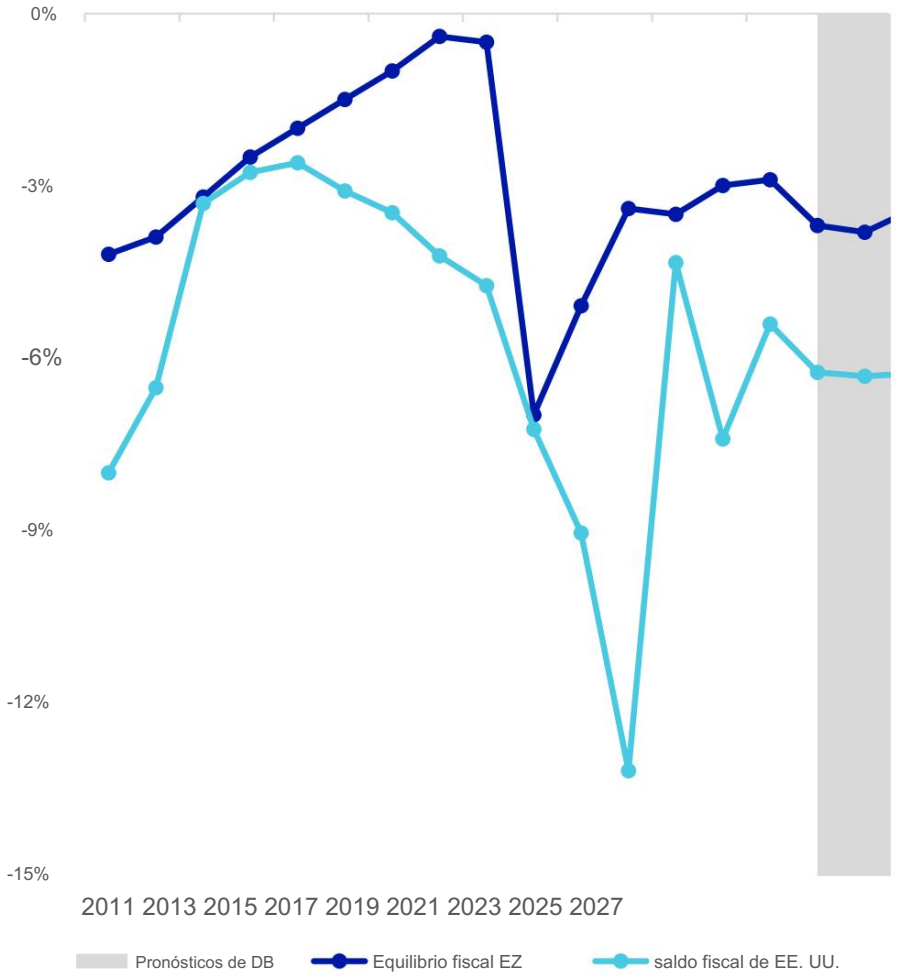
Riesgos fiscales: cada vez se parecen más.

A pesar de la expansión fiscal alemana, se prevé que los ratios de deuda empeoren más en Estados Unidos que en la eurozona.

Deuda respecto al PIB: Eurozona frente a EE. UU.



Saldo fiscal (% del PIB): Eurozona frente a EE. UU.



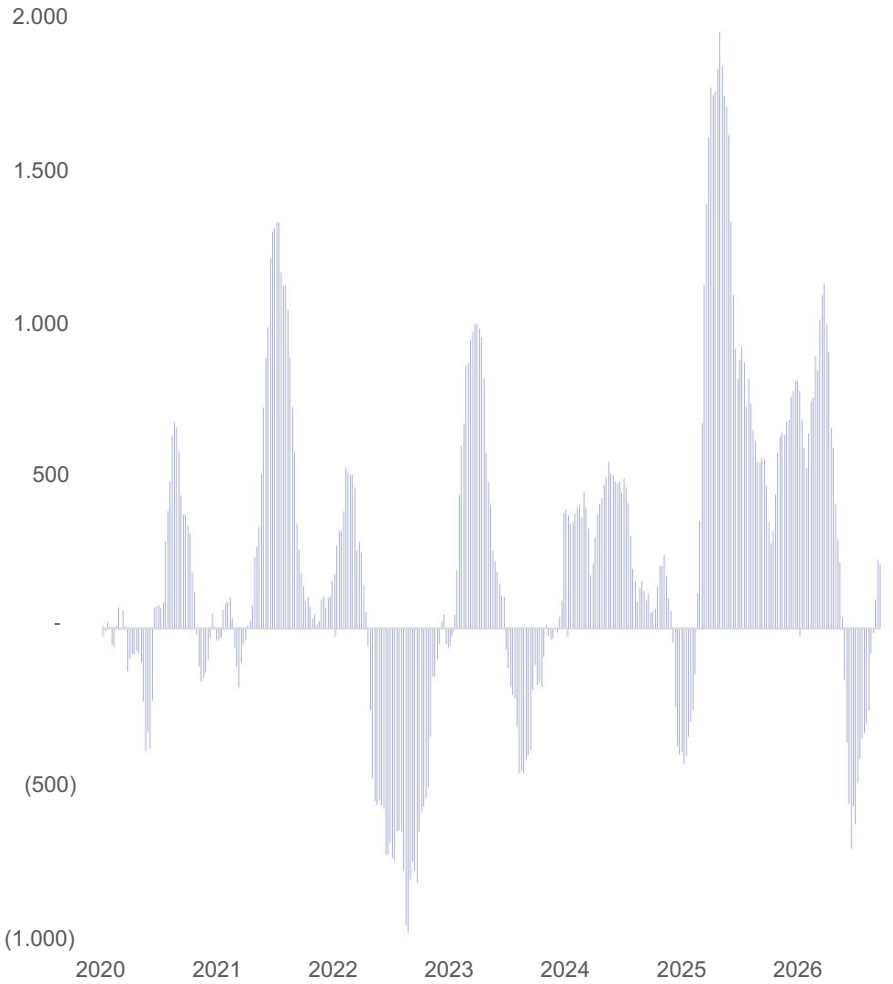
Nota: La relación deuda/PIB es neta para EE. UU. y bruta para la zona euro, para ajustarse a las previsiones de DB. Fuente: Deutsche Bank Research, 15/09/2026.

Machine Translated by Google

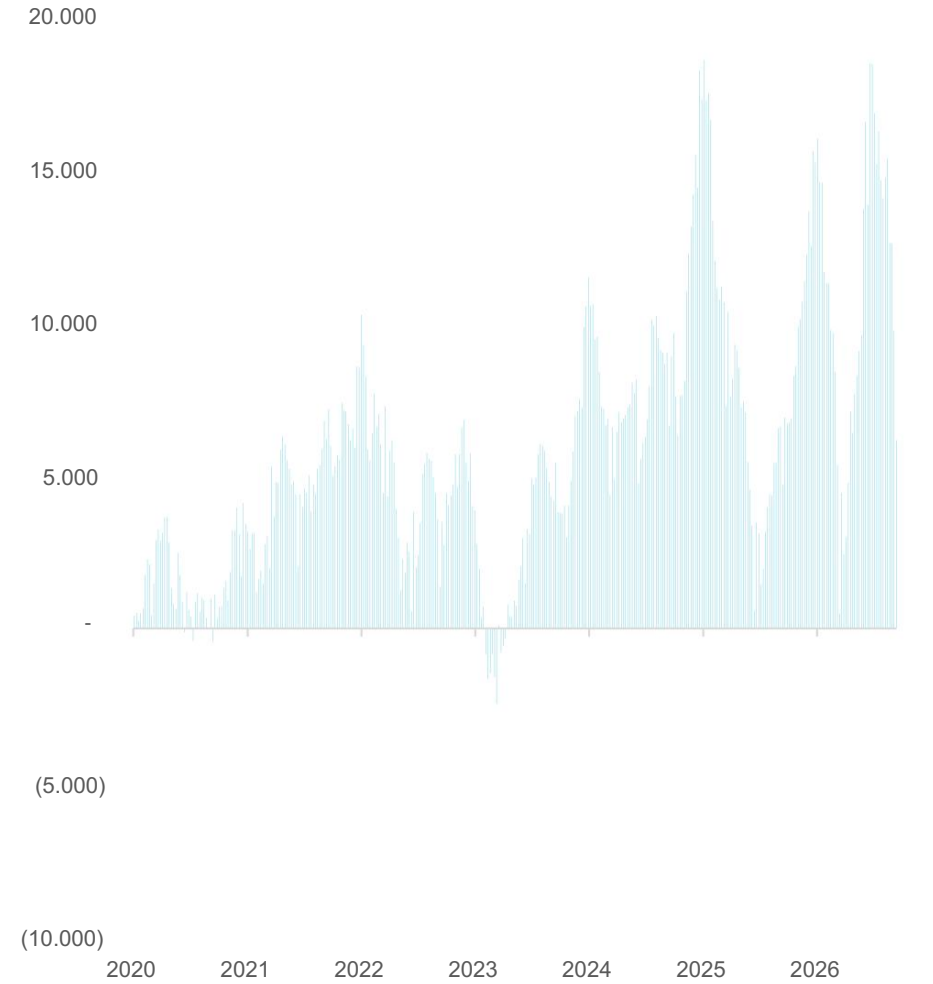
Flujos: EE. UU. domina, pero menos que antes.

Las entradas de capital en los ETF centrados en Europa han aumentado significativamente en los últimos dos años, pero siguen siendo mucho menores y más volátiles que los flujos procedentes de Estados Unidos.

Europa



EE.UU



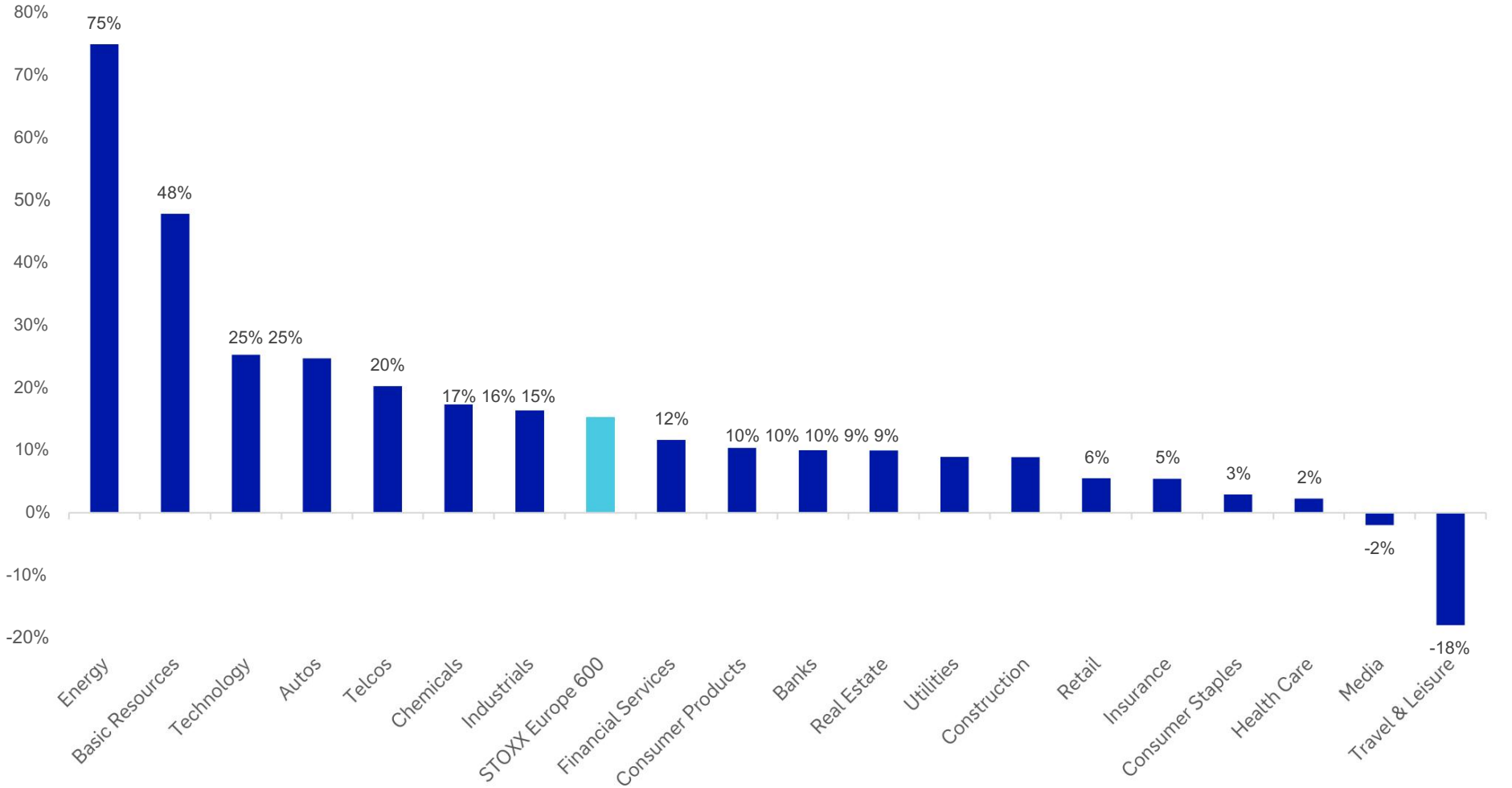
Nota: Flujo de fondos agregado, promedio móvil de 12 semanas, basado en los 50 ETF más grandes de la región, en millones de USD. Fuente: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research, 14/09/2026.

Machine Translated by Google

Ganancias: crecimiento generalizado

Las perspectivas para los beneficios en Europa son alentadoras. Casi todos los sectores deberían experimentar un crecimiento positivo de los beneficios este año.

STOXX 600: Crecimiento de las ganancias previsto por consenso, año fiscal 2026



Fuente: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research, 15/09/2026

Machine Translated by Google

Análisis en profundidad: Alemania

Machine Translated by Google

No subestimes la capacidad de Alemania para cambiar.

Alemania tiene el potencial de convertirse en el motor de la reactivación económica europea. A pesar de años de dificultades macroeconómicas, redujo su ratio de deuda en la última década, lo que generó el margen fiscal necesario para un importante paquete de gasto. La actividad económica se está estabilizando, las condiciones de producción están mejorando, las reformas avanzan y el interés de los inversores globales está regresando. Alemania ha demostrado repetidamente su capacidad de adaptación y reinvención, con importantes oleadas de reformas tras el colapso de las coaliciones de 1966 y 1982 y la implementación de la Agenda 2010 a principios de la década de 2000.

– Fiscal: Pocos países han enfrentado tantos desafíos como Alemania en los últimos años: creciente competencia china en industrias clave, la crisis energética tras la invasión rusa de Ucrania, inmigración masiva, aranceles estadounidenses y una recesión manufacturera de tres años. A pesar de estos obstáculos, Alemania es la única economía del G7 que ha reducido su ratio deuda/PIB en la última década. El gobierno planea obtener alrededor de 1 billón de euros de deuda adicional para 2030, además del stock de deuda actual de 2,8 billones de euros. Se espera que el endeudamiento neto aumente de 180.000 millones de euros en 2026 a más de 200.000 millones de euros en 2027, mientras que el gasto en defensa e inversión alcanzará aproximadamente 120.000 millones de euros cada uno este año, un aumento de más del 30% interanual.

Macroeconomía : La economía alemana muestra mayor resiliencia de la esperada ante las dificultades geopolíticas actuales. El PMI manufacturero superó los 54 puntos en agosto, su mejor resultado en más de cuatro años, y tanto la encuesta Ifo como la ZEW arrojaron resultados sorprendentemente positivos. Los pedidos de fábrica mejoran gradualmente y el crecimiento del PIB en el primer semestre superó las expectativas, lo que llevó a revisar al alza las previsiones de consenso. Si bien el aumento de los precios de la energía podría generar dificultades a corto plazo, la carga sigue siendo manejable, ya que los costos energéticos representan poco más del 1 % de las ventas de las empresas alemanas que cotizan en bolsa.

Política : El impulso reformista en Alemania se está fortaleciendo. El gobierno combina estímulos fiscales con medidas para reducir los costos energéticos, impulsar la inversión empresarial, acelerar proyectos de infraestructura, reformar el mercado laboral y modernizar el sistema de pensiones. Estimamos que solo la reforma de las pensiones podría generar entre 60.000 y 100.000 millones de euros anuales en flujos de capital. Al mismo tiempo, los riesgos políticos parecen manejables. Es improbable que las elecciones regionales afecten la formulación de políticas federales, y vemos poco riesgo para la agenda reformista del gobierno. En todo caso, unos resultados más débiles para los partidos de la coalición podrían aumentar la presión para acelerar las reformas.

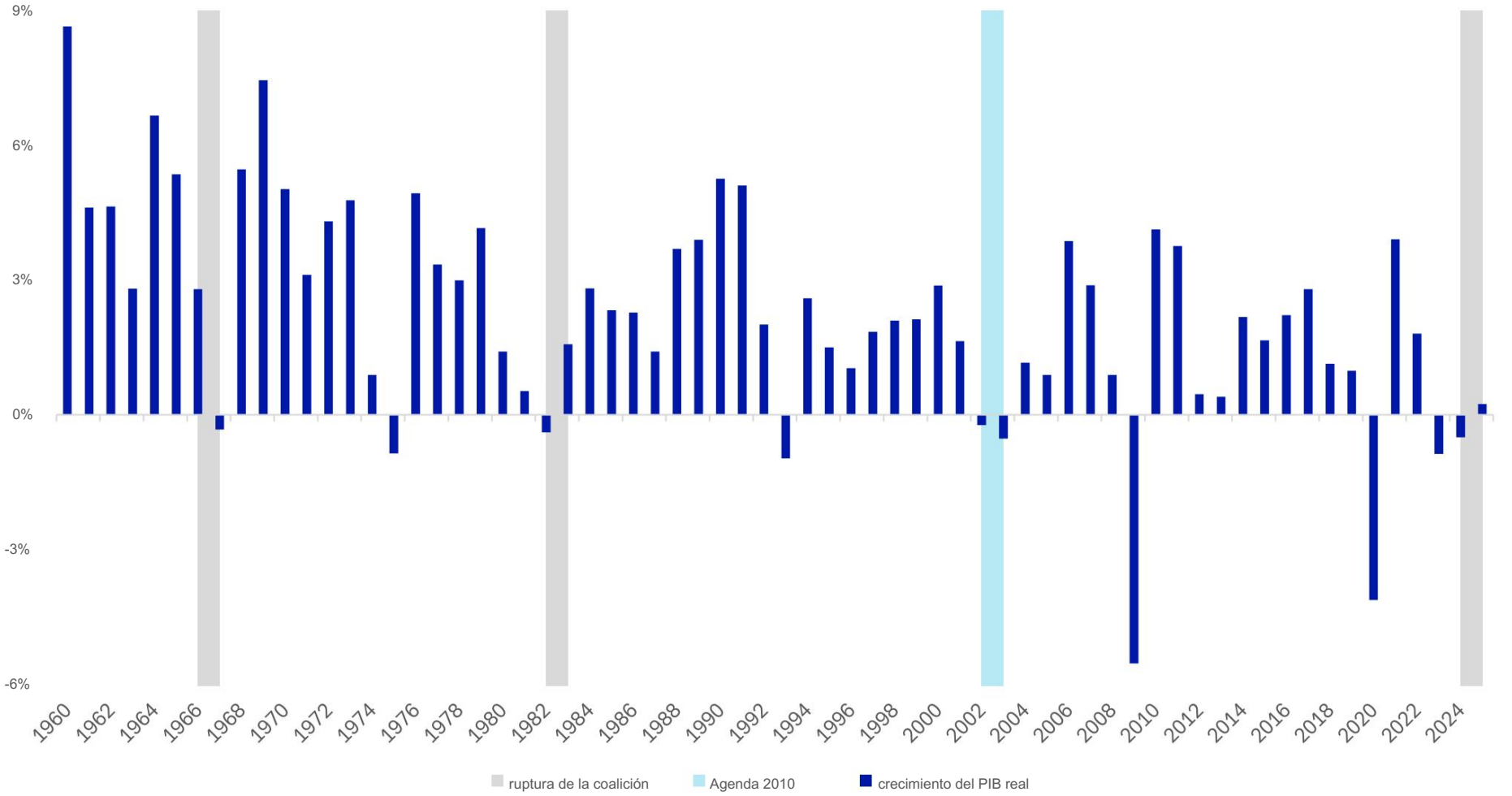
– Renta variable: Los mercados aún no reflejan la mejora de las perspectivas de Alemania. Si bien los indicadores económicos siguen fortaleciéndose, la entrada de inversores en la renta variable alemana se mantiene débil y el MDAX ha quedado rezagado con respecto al DAX en un 7% desde finales de junio. Al ser el índice con mayor exposición a la economía nacional, el MDAX es la inversión más directa en la recuperación de Alemania y, históricamente, ha mostrado una relación mucho más sólida con el crecimiento del PIB alemán. Una combinación de estímulo fiscal, reformas estructurales y políticas más favorables a la industria crea un importante potencial de recuperación tras años de bajo rendimiento. Es importante destacar que las valoraciones siguen siendo atractivas, con el MDAX cotizando a su nivel relativo más bajo de la historia.

Machine Translated by Google

PANORAMA GENERAL: Recesión → Reformas → Crecimiento

No subestimes la capacidad de cambio de Alemania. Tras la ruptura de las coaliciones de 1966 y 1982, Alemania introdujo reformas y resurgió más fuerte. También se implementaron reformas cuando el crecimiento se estancó en 2003, en el marco de la Agenda 2010.

Alemania estuvo en recesión en 1966 y 1982, pero se recuperó rápidamente después de que se resolvió la crisis política.



Fuente: Bloomberg Finance LP, Bundesbank, Deutsche Bank Research 15/09/2026

Machine Translated by Google

PANORAMA GENERAL: De la consolidación a la expansión

Alemania es el único país del G7 que ha reducido su deuda en relación con el PIB durante la última década.

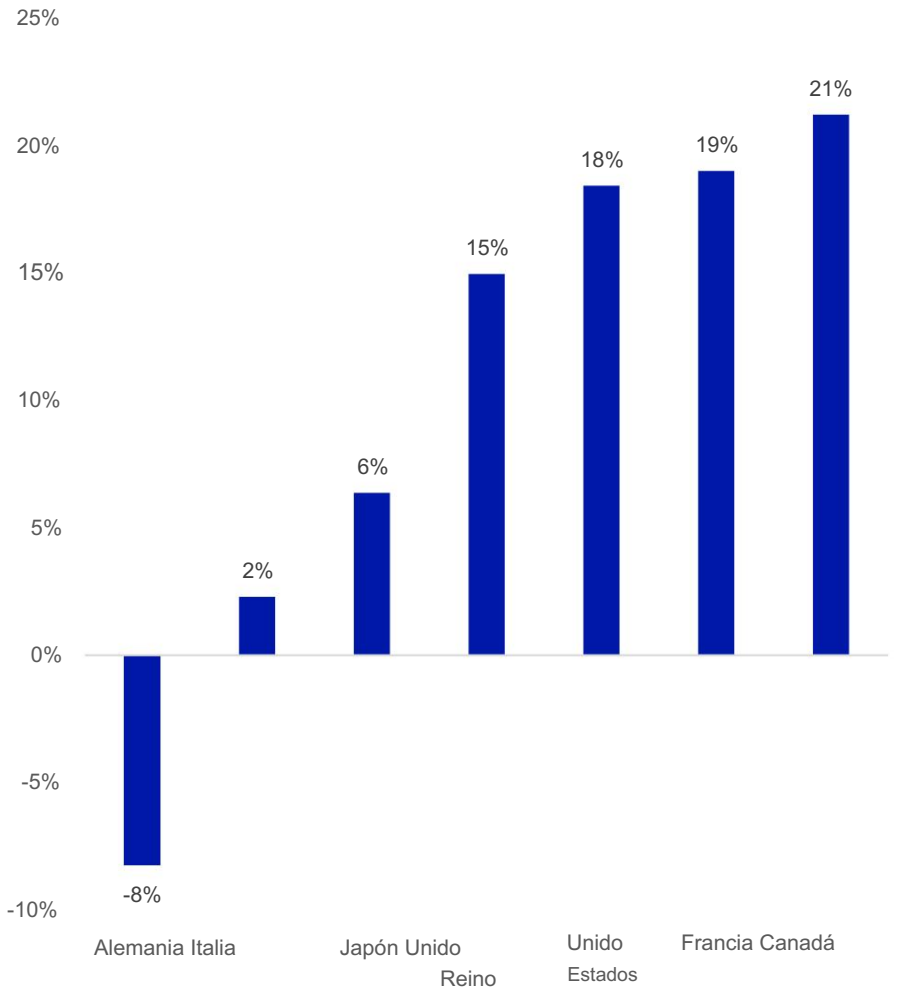
Conclusiones clave

– Durante la última década, pocos países se enfrentaron a tantos obstáculos como Alemania: la creciente competencia de China en sus industrias clave, la transformación energética tras la guerra de Ucrania, la inmigración masiva, los aranceles estadounidenses y una crisis manufacturera de tres años.

– A pesar de todo esto, Alemania logró ser la Es el único país del G7 que ha reducido su deuda en relación con el PIB en los últimos 10 años.

La relación deuda/PIB de Alemania disminuyó en 8 puntos porcentuales, mientras que, por ejemplo, el crecimiento de EE. UU. se financió en gran medida con deuda, y la relación deuda/PIB de EE. UU. aumentó en 18 puntos porcentuales durante el mismo período.

Variación de la relación deuda/PIB en los últimos 10 años (pp)



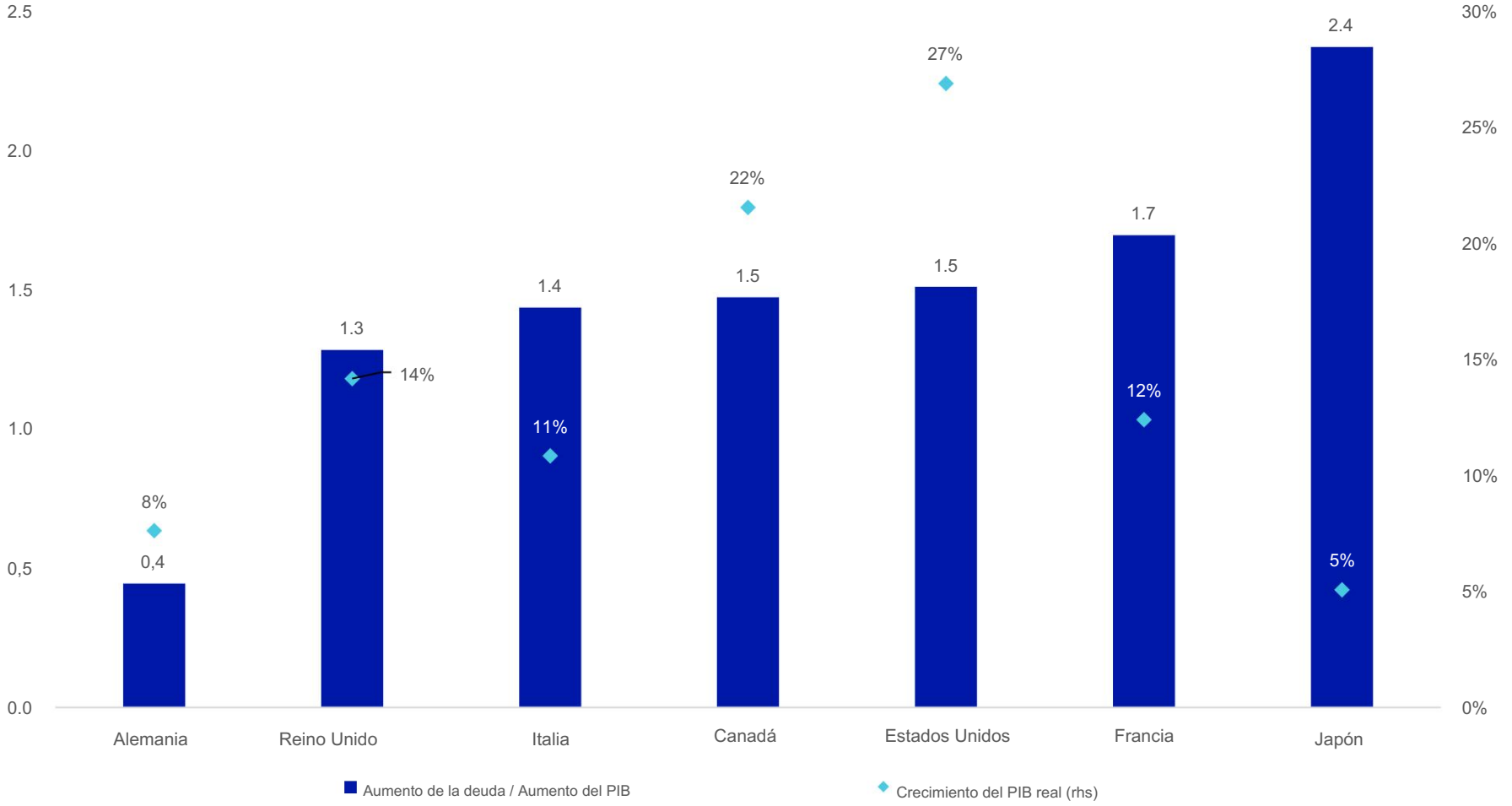
Nota: Todas las estadísticas están expresadas en moneda local, comparando 2025 con 2015. La relación deuda/PIB se basa en el PIB nominal y la deuda pública bruta. Fuente: FMI, Deutsche Bank Research, 15/09/2026.

Machine Translated by Google

PANORAMA GENERAL: De la consolidación a la expansión

Alemania es el único país del G7 que aumentó su deuda en una cantidad significativamente menor a 1 euro por cada euro de crecimiento del PIB.

Rentabilidad: Alemania financió su crecimiento a un menor coste (10 años).



Nota: Todas las estadísticas están expresadas en moneda local, 2025 vs. 2015, aumento de la deuda / aumento del PIB en términos nominales. Fuente: FMI, Deutsche Bank Research, 15/09/2026.

Deutsche Bank Research Institute

Machine Translated by Google

PANORAMA GENERAL: De la consolidación a la expansión

Alemania logró aumentar su PIB a pesar de la consolidación fiscal.

Un incremento de 1 billón de euros en la deuda para 2030 podría impulsar un crecimiento significativo.

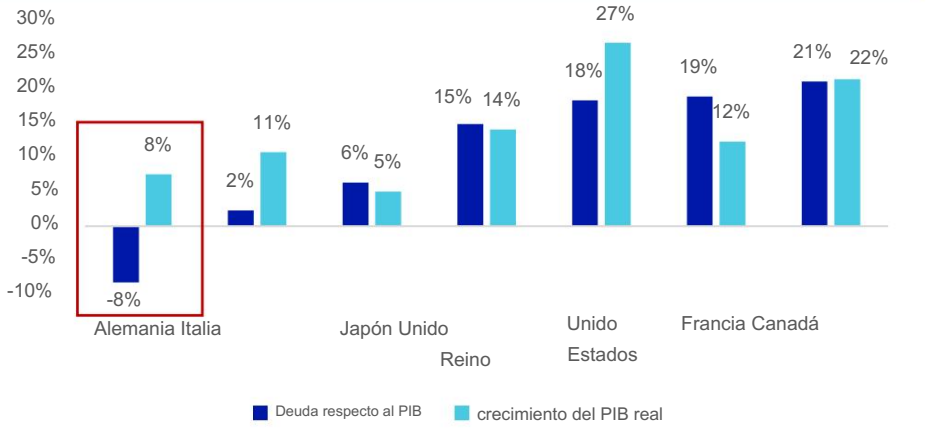
Conclusiones clave

El gobierno alemán planea aumentar su deuda en más de 1 billón de euros para 2030, partiendo de los 2,8 billones de euros de 2025 (deuda bruta del gobierno general). Casi el 70% de este aumento de la deuda estará relacionado con el presupuesto principal, frente al 30% que corresponderá a fondos extrapresupuestarios.

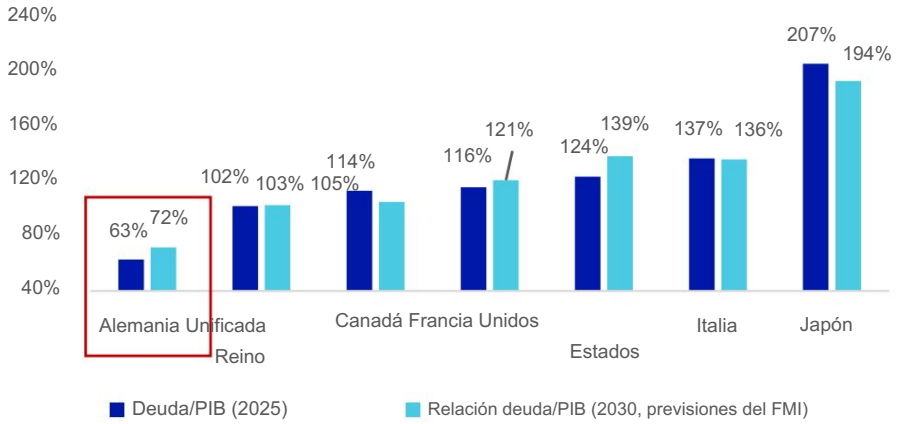
– Una gran parte de la deuda adicional (>600.000 millones de euros) será Se han asignado casi 300.000 millones de euros al gasto relacionado con la defensa y la seguridad, especialmente al fondo especial de infraestructuras (transporte y digitalización), y el importe restante a otros préstamos del presupuesto básico.

– Para más información, consulte aquí.

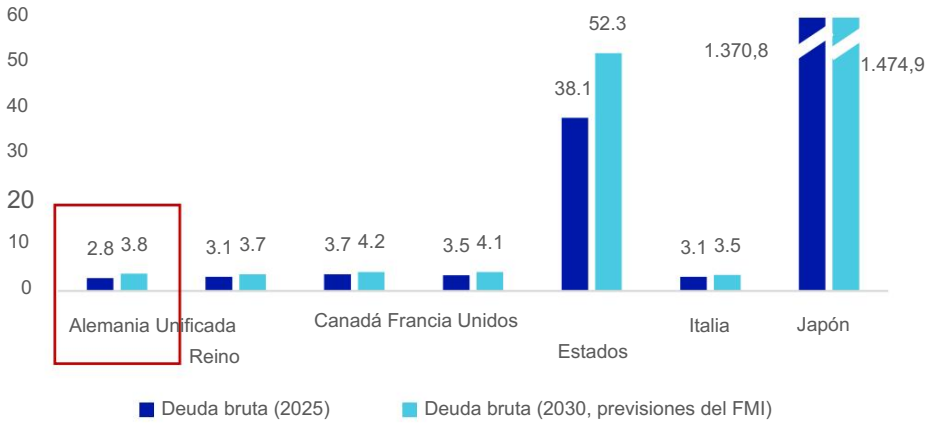
Variaciones en la deuda y el PIB en los países del G7 durante los últimos 10 años.



Proyecciones del FMI sobre la relación deuda/PIB



Deuda bruta (billones, moneda local)



Nota: Todas las estadísticas están en moneda local, los cambios a 10 años son de 2025 a 2015, la relación deuda/PIB en términos nominales se basa en la deuda bruta del gobierno general.

Fuente: FMI, Bundestag, Deutsche Bank Research 14/09/2026

Machine Translated by Google

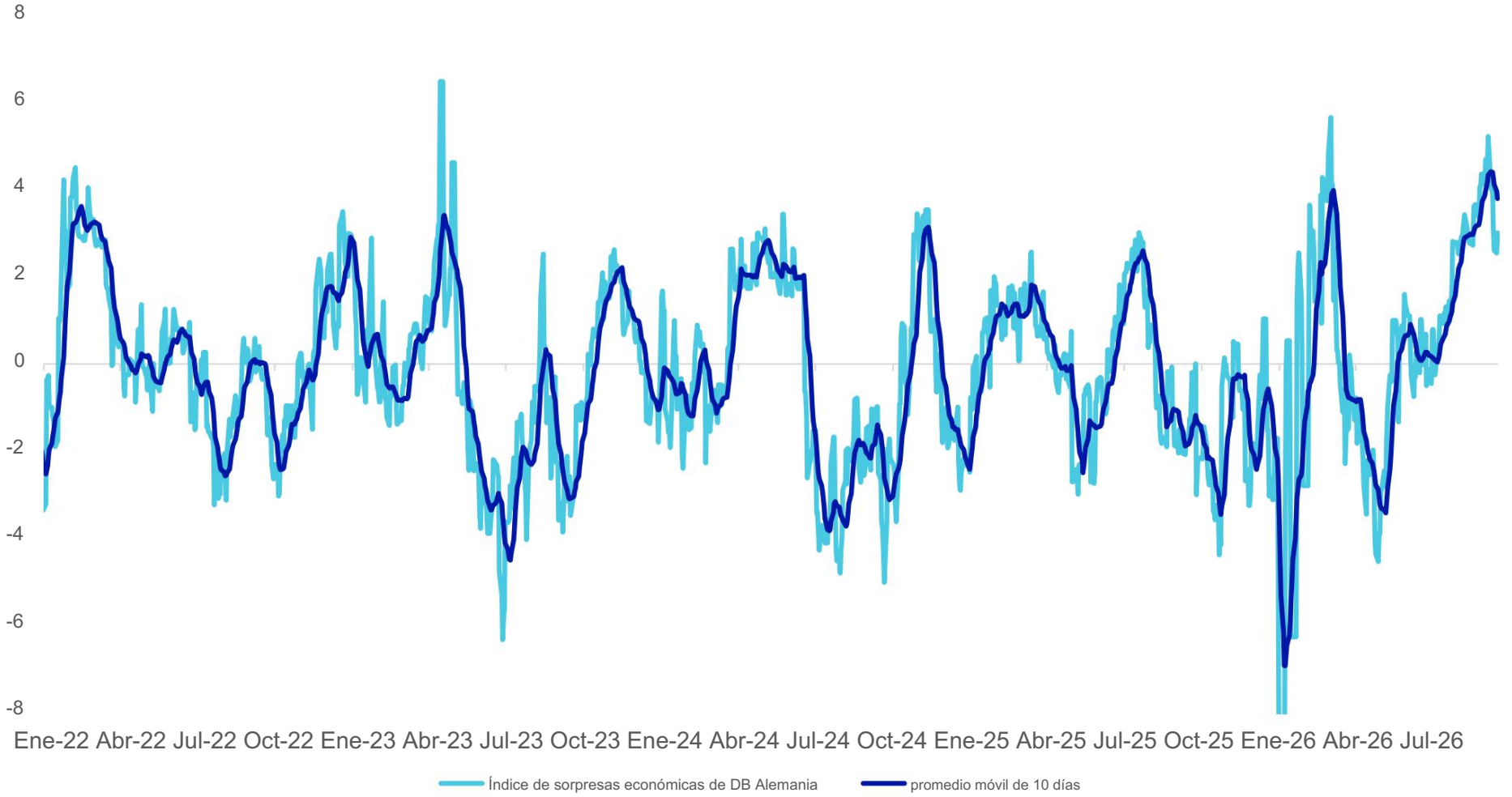
Contexto macroeconómico y político

Machine Translated by Google

Contexto macro: de vuelta a la normalidad.

Los datos macroeconómicos más recientes en Alemania resultaron mucho mejores de lo esperado.

El índice de sorpresas económicas de DB Alemania ha alcanzado su nivel más alto desde 2021.



Fuente: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research, 15/09/2026

Machine Translated by Google

Contexto macro: de vuelta a la normalidad.

En los últimos meses han surgido signos de recuperación en la economía alemana.

Conclusiones clave

– La economía alemana es más resistente que

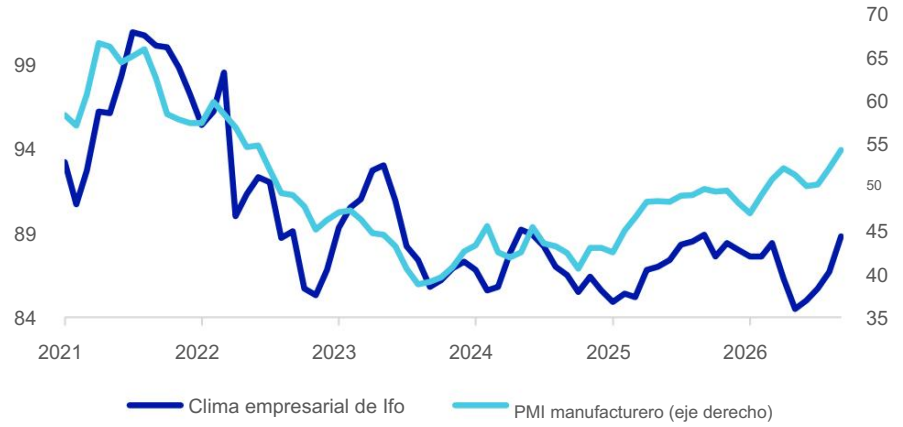
Como era de esperar, el PMI manufacturero superó los 54 puntos en agosto, su nivel más alto en más de cuatro años. Las encuestas Ifo y ZEW también sorprendieron al alza en agosto.

– Los pedidos de fábrica siguen aumentando ligeramente, aunque todavía impulsados principalmente por pedidos de gran volumen.

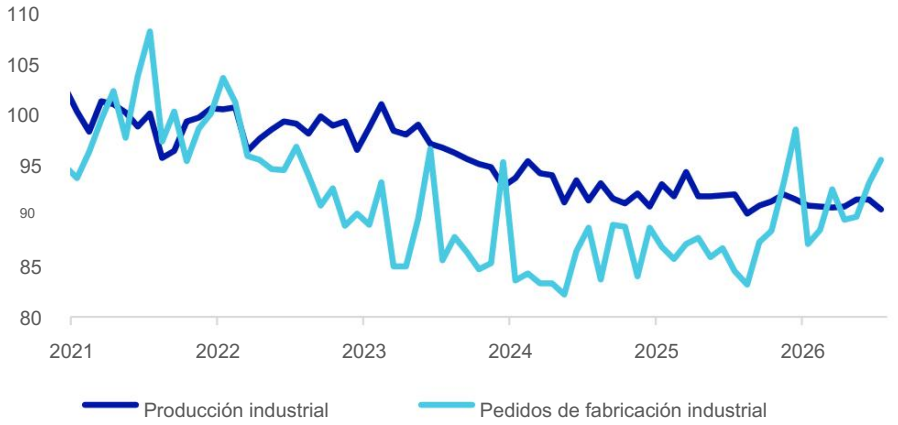
– Después de que el PIB demostrara ser más fuerte de lo esperado en el primer semestre,

Recientemente hemos revisado al alza nuestra previsión del PIB para 2026, situándola en el 1%.

La confianza empresarial se está recuperando.



Los pedidos de fábrica se aceleraron en julio.



Se revisan al alza las previsiones del PIB para 2026*.



*Mediana de las previsiones de consenso de Bloomberg. Fuente: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research, 15/09/2026

Machine Translated by Google

Elecciones regionales

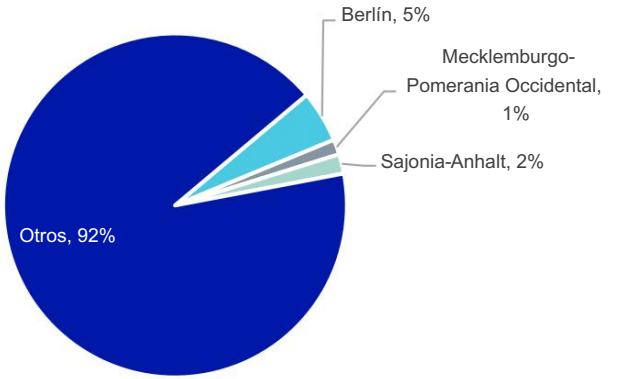
Mayor incertidumbre derivada de las elecciones regionales. Sin embargo, su relevancia es limitada y la presión sobre el gobierno para acelerar el ritmo de las reformas va en aumento.

Conclusiones clave

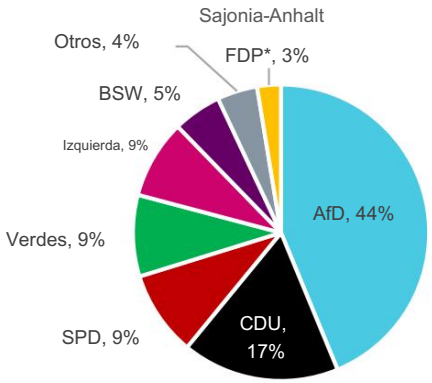
– Contrariamente a muchas preocupaciones, las elecciones de Sajonia-Anhalt provocó poca o ninguna reacción del mercado. Si bien es probable que la AfD entre en el gobierno, la relevancia económica de Sajonia-Anhalt dentro de Alemania es limitada. En Meck-Pom y Berlín, la AfD El apoyo es más débil, aunque la fragmentación de los parlamentos puede complicar la formación de coaliciones.

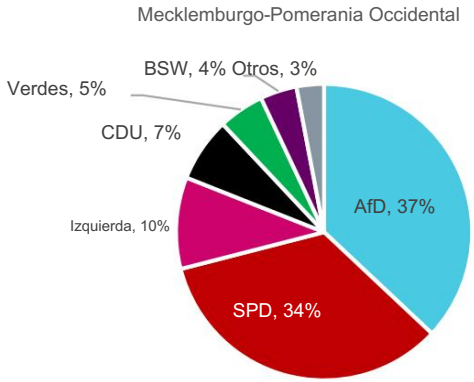
Las elecciones regionales tienen repercusiones limitadas en la política federal. Más importante aún, no prevemos que las elecciones obstaculicen la agenda de reformas del gobierno. De hecho, unos resultados menos favorables para los partidos de la coalición podrían aumentar la presión para acelerar las reformas.

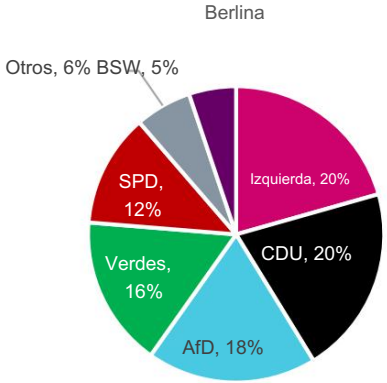
PIB alemán de 2025: desglose por estado



Elecciones regionales: últimos resultados y sondeos (elecciones parlamentarias y de Berlín el 20 de septiembre)







*Por debajo del umbral del 5%, no está en el parlamento.

Fuente: Wahlrecht.de, Statistikportal des Bundes und der Länder, Deutsche Bank Research 15/09/2026

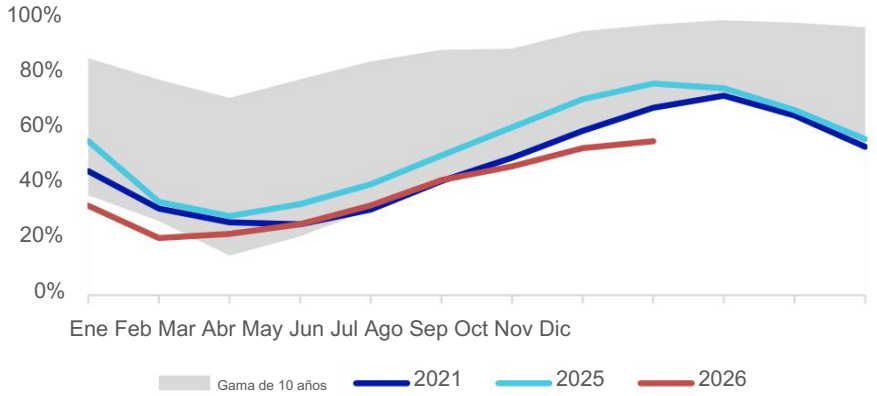
Deutsche Bank Research Institute

Machine Translated by Google

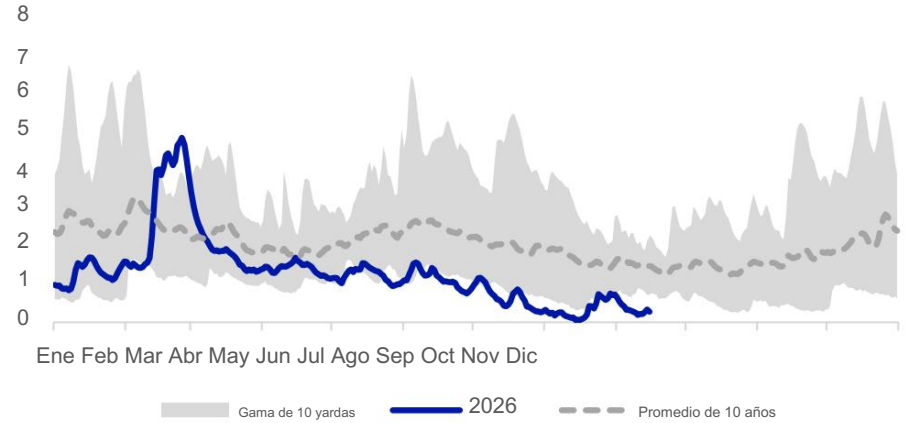
¿Los vientos en contra a nivel macro son manejables?

Los costes energéticos podrían afectar negativamente al optimismo a corto plazo. Sin embargo, los niveles actuales aún son manejables. Estimamos que los costes energéticos representan el 1,2 % de las ventas de las empresas alemanas que cotizan en bolsa.

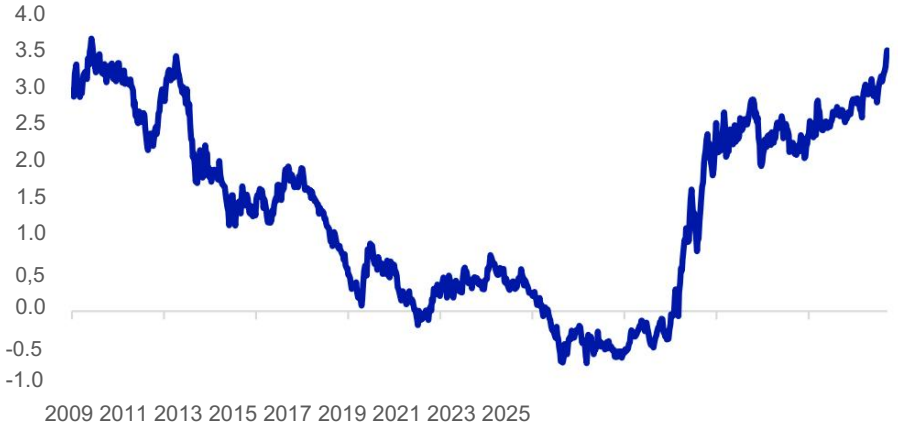
Nivel de almacenamiento de gas en tan solo el 56%.



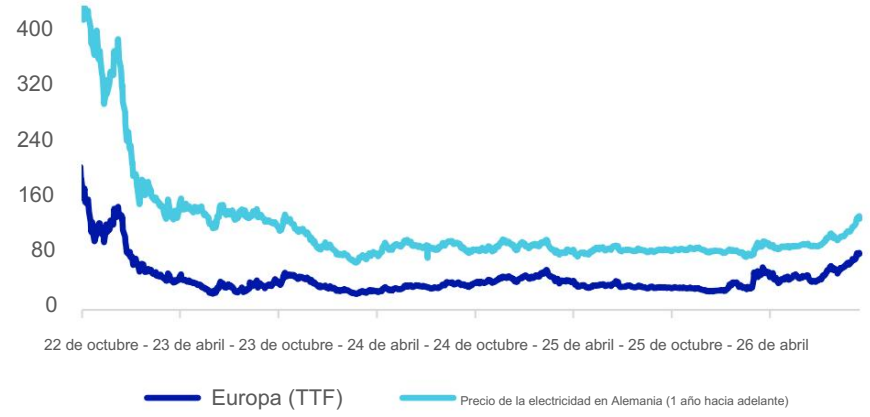
El nivel del Rin en Kaub sigue siendo demasiado bajo.



La rentabilidad de los bonos alemanes (Bund) alcanza su nivel más alto desde 2009.



Los precios del gas y la electricidad suben, pero están muy por debajo de los de 2022.



Fuente: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research, 15/09/2026

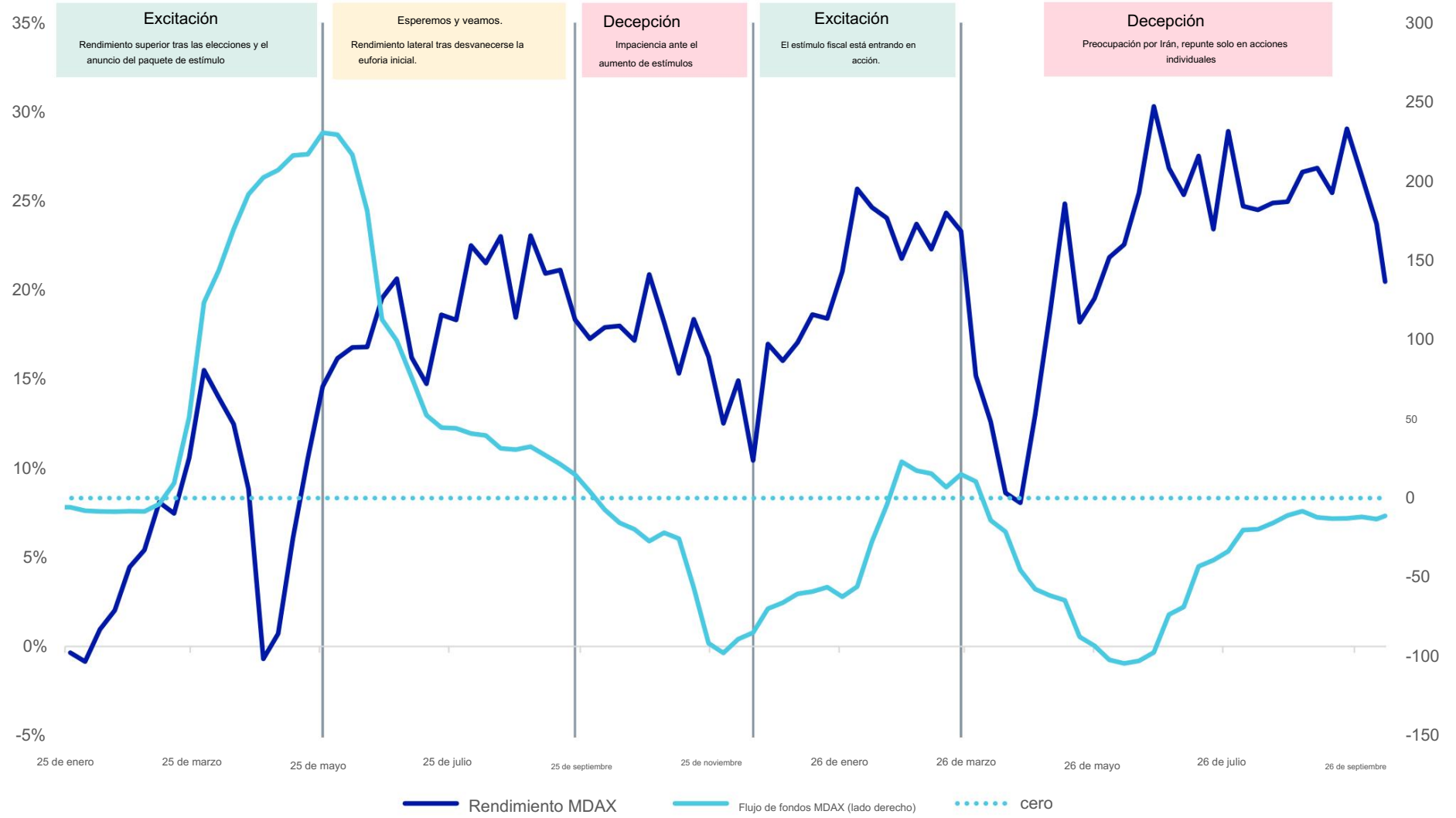
Machine Translated by Google

Mercados de valores

Machine Translated by Google

Alemania: Montaña rusa de emociones

Hemos estado experimentando muchas emociones. Tengan paciencia para beneficiarse de la recuperación.



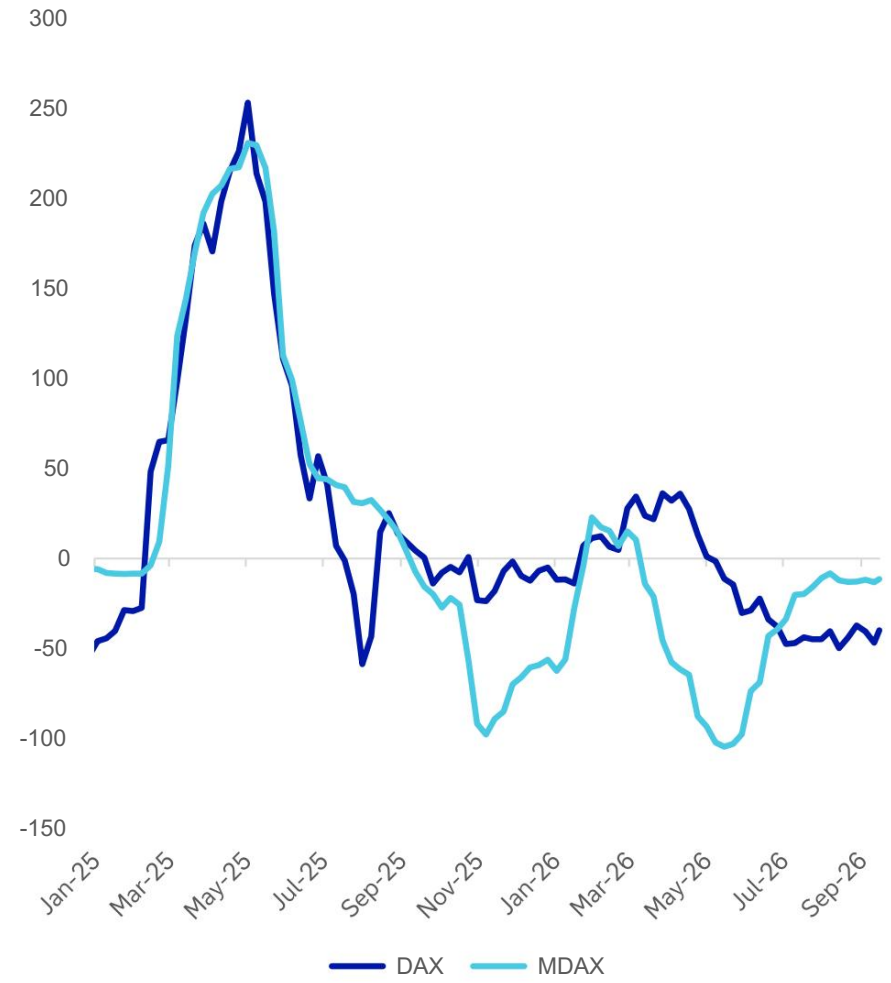
Flujos de fondos agregados (media móvil de 12 semanas, millones de euros) basados en hasta los 10 ETF más grandes del índice. Fuente: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research, 15/09/2026

Machine Translated by Google

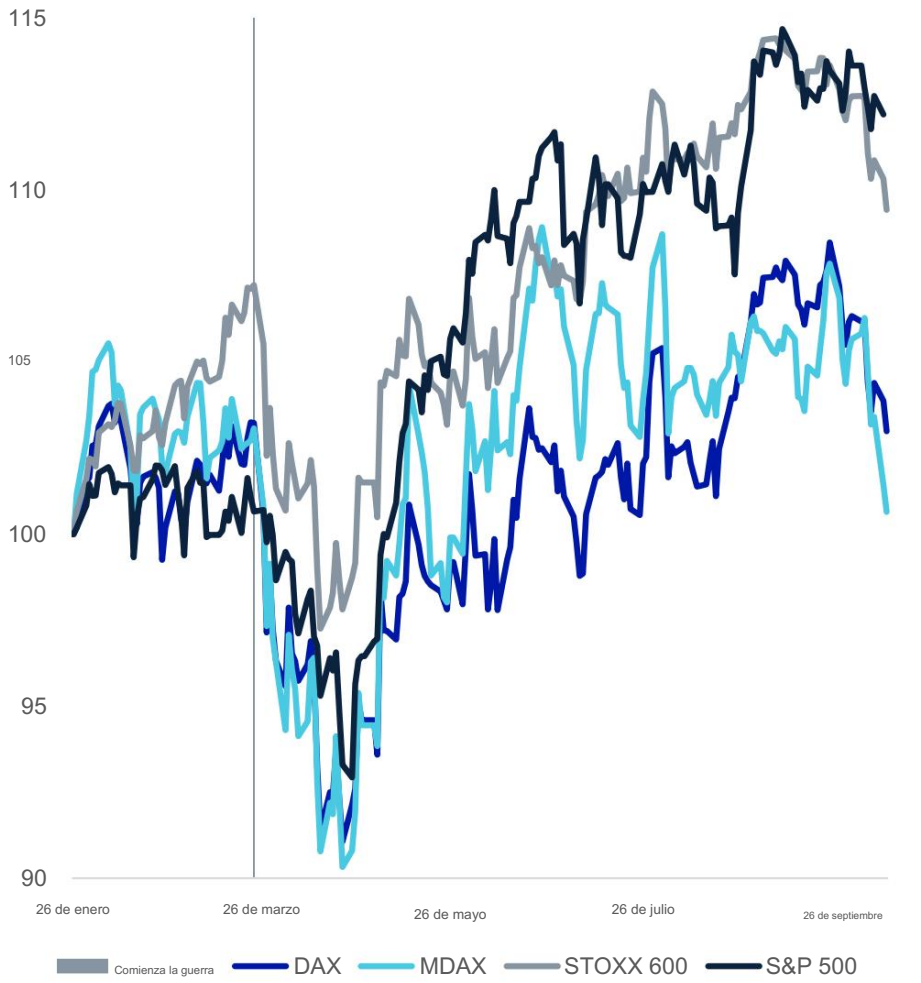
Los flujos de ETF alemanes se recuperan lentamente.

A pesar de la mejora de los indicadores macroeconómicos, las entradas de capital en la renta variable alemana siguen siendo escasas. El índice MDAX ha tenido un rendimiento inferior al del STOXX 600 en un 2 % desde finales de junio.

Flujo de fondos agregado de los ETF DAX y MDAX



Rendimiento acumulado en lo que va del año (rentabilidad total, año calendario local)



Nota: Los flujos de fondos se aproximan mediante los flujos de entrada y salida de los 10 ETF más grandes (hasta) del índice, promedio móvil de 12 semanas, millones de EUR. Fuente: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research, 15/09/2026

Machine Translated by Google

Implicaciones para la renta variable: DAX frente a MDAX

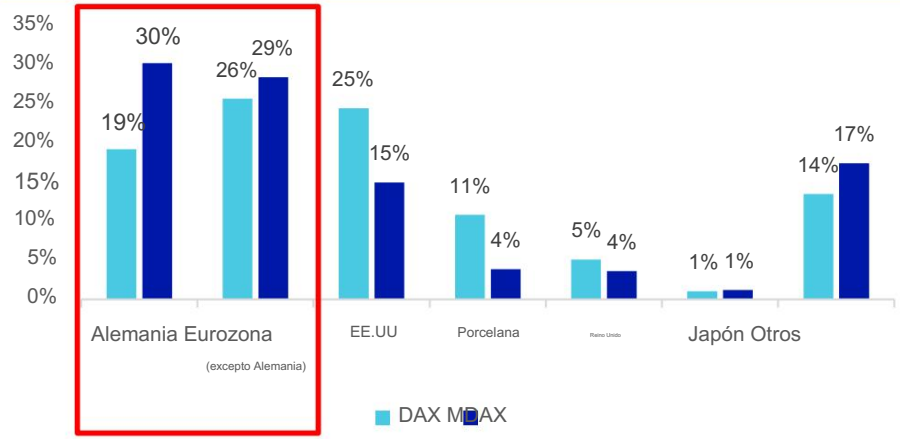
Creemos que el MDAX es un mejor indicador del crecimiento alemán y debería beneficiarse más de las mejoras económicas y las nuevas reformas.

Conclusiones clave

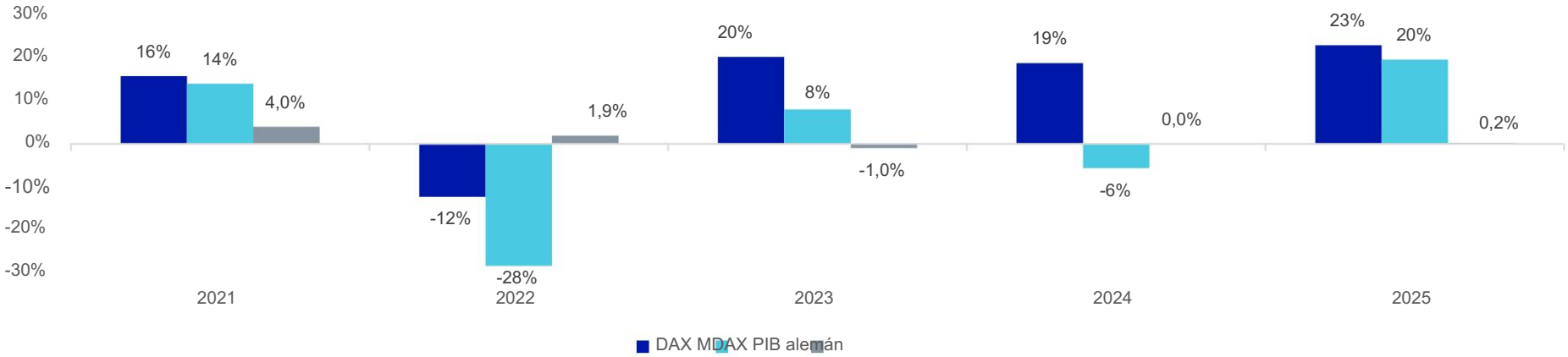
– La exposición del DAX a Alemania es limitada; un mejor indicador para El flujo de noticias específico de Alemania es el MDAX.

El MDAX tiene una mayor exposición a los ingresos procedentes de Alemania que el DAX (véase el gráfico de la derecha) y su rendimiento está mucho más vinculado al crecimiento del PIB alemán (véase el gráfico inferior). La nueva agenda de reformas y un enfoque político más favorable a la industria en Alemania ofrecen un importante potencial de recuperación para el MDAX, que ha tenido un rendimiento significativamente inferior al del DAX en los últimos años (véase la diapositiva 30).

Exposición a los ingresos regionales (año fiscal 2024)



El MDAX es un mejor indicador del crecimiento alemán.



Todas las estimaciones de exposición son realizadas por los analistas de nuestra empresa DB y no necesariamente se basan en datos publicados por la compañía.

Fuente: Bloomberg Finance LP, Datos de la empresa, Investigación de Deutsche Bank, 15/09/2026

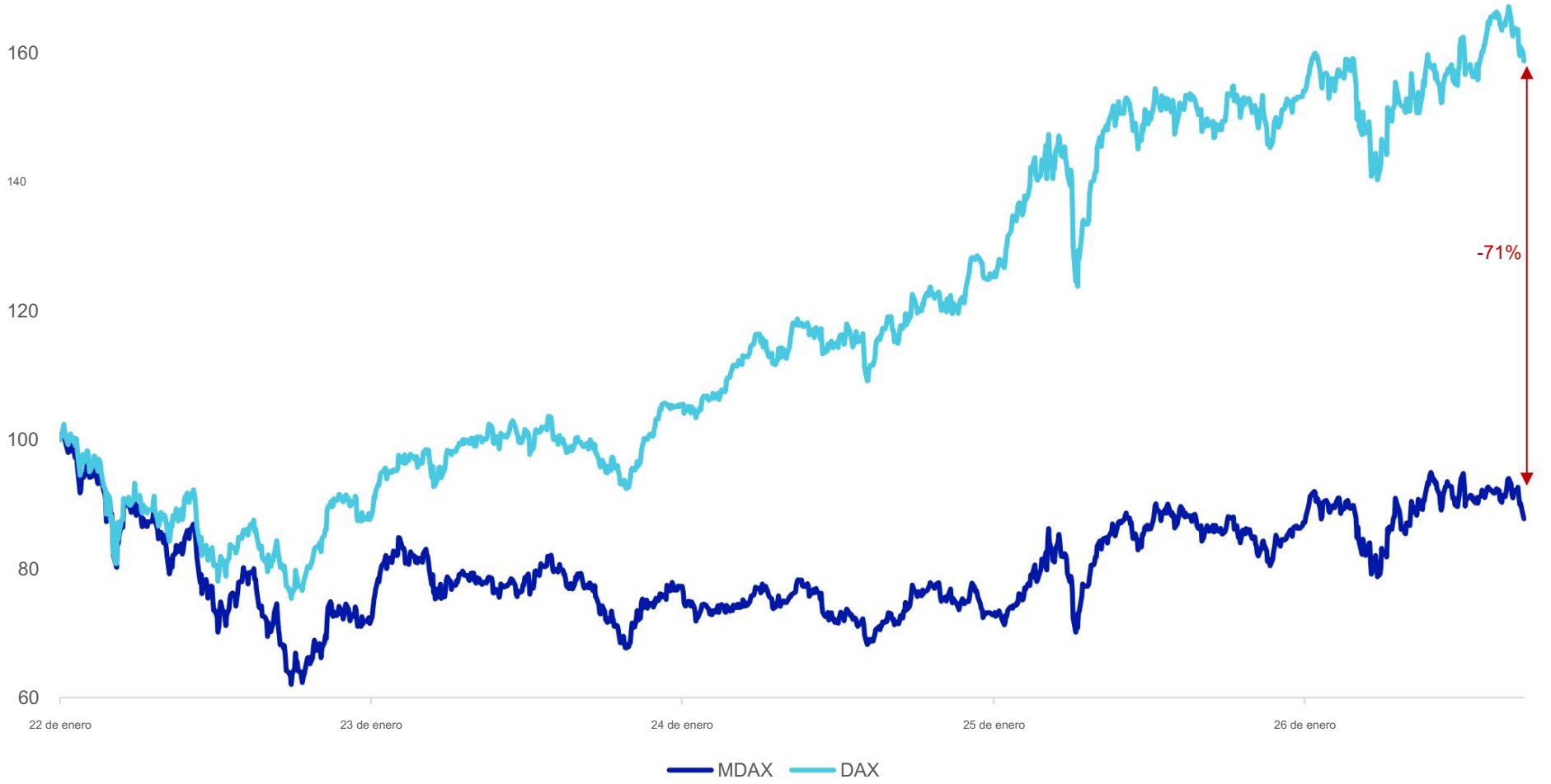
Machine Translated by Google

MDAX aún ofrece un alto potencial de recuperación.

Las empresas alemanas de mediana capitalización han tenido un rendimiento muy inferior al de las grandes empresas en los últimos años.

La mejora del contexto macroeconómico y las nuevas reformas deberían respaldar al MDAX.

Rentabilidad total desde 2022



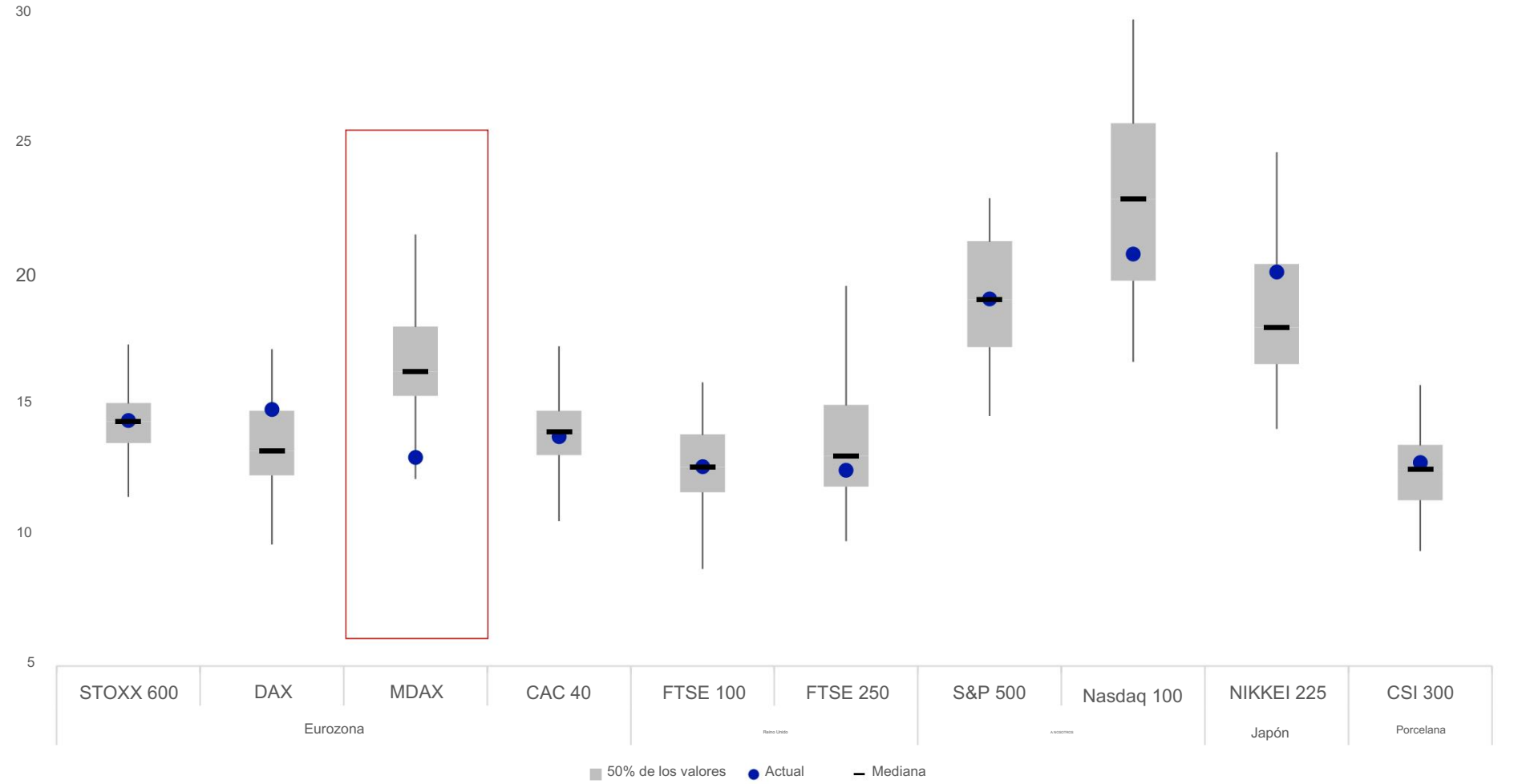
Fuente: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research, 15/09/2026

Machine Translated by Google

Valoraciones

En nuestra opinión, las valoraciones europeas no están elevadas. Dentro de Europa, el MDAX cotiza a su valor más bajo en relación con su historial.

Valoración frente a la mediana de 10 años (relación precio/beneficio a 12 meses vista)



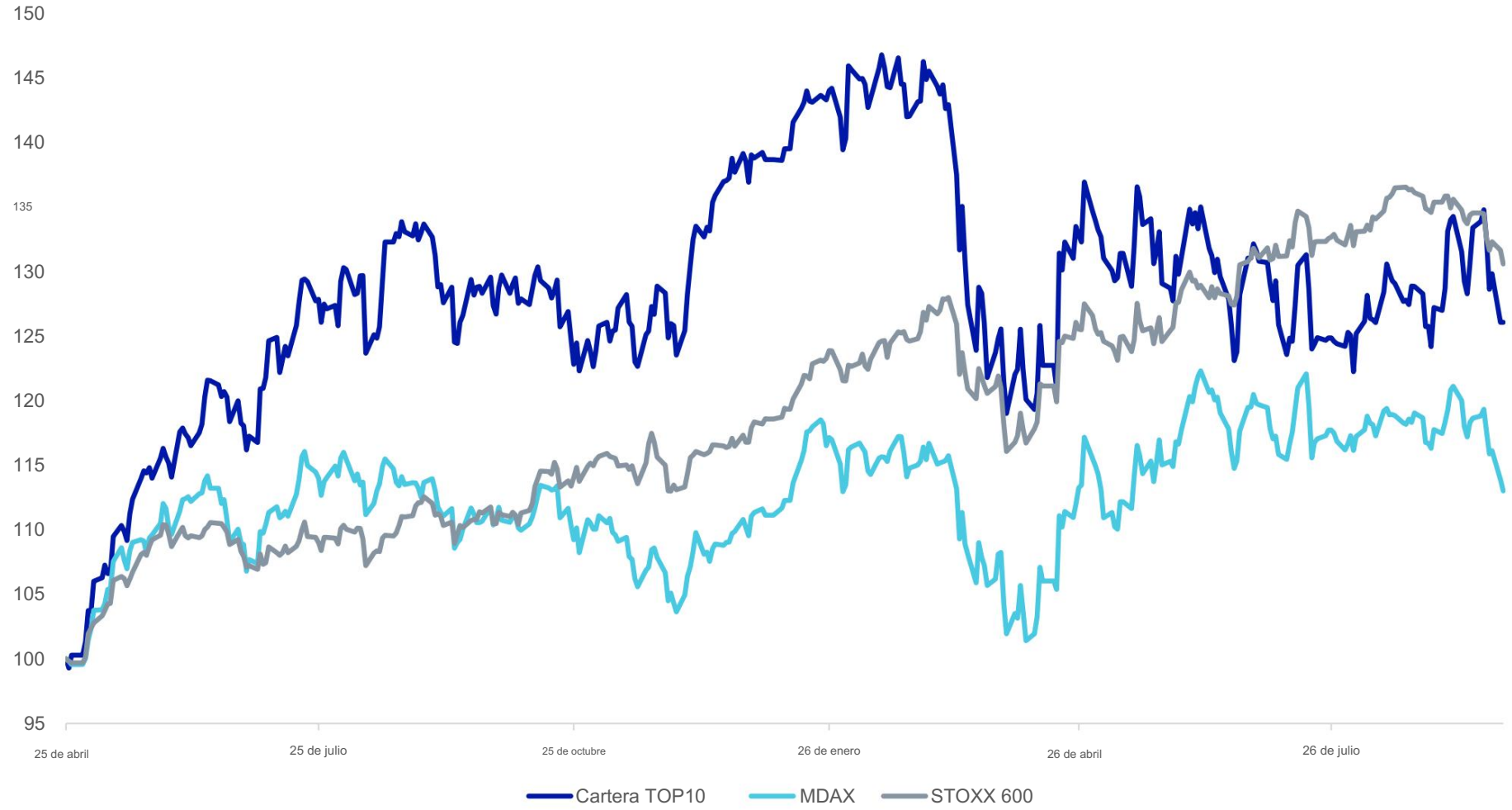
Periodo de tiempo: agosto de 2016 - actualidad.

Fuente: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research, 15/09/2026

Machine Translated by Google

TOP10 cestas de valores alemanas

Rentabilidad total desde su inicio



Nota: La cartera de valores alemanes más destacados se creó el 15/04/2025. Fuente: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research, 15/09/2026.

Machine Translated by Google

Agenda de reformas

Machine Translated by Google

Alemania: La reforma avanza a toda máquina.

Área	Medidas detalladas	Estado
Económico Crecimiento	– "Impulsor del crecimiento": – Depreciación acelerada del 30% en maquinaria y equipo, 75% en vehículos eléctricos – Reducción gradual del impuesto de sociedades del 15% al 10% y ampliación del crédito fiscal para I+D.	– En su lugar – Jul '25 - Dic '27 para depreciación – 2028-2032 para la reducción del impuesto de sociedades
Energía Precios	– Precio de la energía industrial: el precio de la electricidad para las empresas se reduce a 5 céntimos/kWh. – Abolición anticipada del impuesto sobre el almacenamiento de gas – Tarifas de red más bajas – Recortes en los impuestos a la electricidad al nivel mínimo de la UE es extendido indefinidamente – Reducción del impuesto sobre la energía en la gasolina y el diésel en 17 céntimos/litro durante dos meses.	– En su lugar – Precio de la energía industrial hasta diciembre de 2028 – Impuesto energético reducido solo durante Mayo + junio de 2026
Privado Pensión Sistema	– "Altersvorsorgedepot" (cuenta de previsión para la vejez): cuenta de ahorro para la jubilación con ventajas fiscales, que permite invertir en productos sin garantías (por ejemplo, ETF).	– Aprobado, entrará en vigor el 1 de enero de 2027.
Específico del sector	– Ley "turbo de la construcción" para acelerar los procedimientos de planificación y aprobación. – Reducción del impuesto sobre los billetes de avión de hasta ~11 € por pasajero. – Automóviles: Subvenciones para vehículos eléctricos de hasta 6.000 € compradores, extensión de la exención del impuesto de circulación para Vehículos eléctricos (hasta 10 años)	– Impulso a la construcción hasta 2030 – Impuesto sobre billetes de avión: desde el 1 de julio – Subvención para vehículos eléctricos hasta '29, exención de impuestos para vehículos eléctricos hasta los 35 años
Público Obtención	– Ley para procesos de contratación pública más rápidos y sencillos – No es necesario iniciar un proceso de adjudicación de contratos para contratos públicos federales de hasta 50.000 euros.	– En vigor desde el 1 Julio
Mano de obra Mercado	– Los jubilados pueden ganar hasta 2.000 €/mes libres de impuestos cuando trabajan estando jubilados.	– En vigor desde enero '26
Infra-estructura Acelerar o Actuar	– Prioriza el proceso de aprobación para infraestructuras críticas (por ejemplo, ferrocarriles, carreteras). – Digitalización de los procesos de aprobación – Flexibilización de los controles ambientales	– Pasó por Bundestag en 26 de junio

Área	Medidas detalladas	Estado
Salud Cuidado Sistema	– Restringir el seguro familiar gratuito – Mayores contribuciones de las personas con mayores ingresos – Mayores copagos por parte de los pacientes y menos beneficios (aparatos de ortodoncia, dentaduras postizas, homeopatía). – Límites de precios para hospitales/farmacéuticas	– Aprobado en el parlamento en julio, – Vigente a partir de 2027/2028
Privado Pensión Sistema	– "Frühstart-Rente" (pensión por inicio anticipado): Subvención pública mensual de 10 €/niño (de 6 a 10 años) 18), para ser invertido en productos del mercado de capitales, libre de impuestos hasta la fase de pago. Los retiros generalmente se permiten a partir de los 65 años.	– Aprobado por el Cabañado en Agosto, Pendiente de aprobación parlamentaria
Estatutario Pensión Sistema	– Aumento gradual de la edad de jubilación a 67,5 años. – Limitar los programas de jubilación anticipada – Edad para el trabajo a tiempo parcial en la tercera edad hasta los 58 años. – Aumentar el número de contribuyentes, por ejemplo, trabajadores autónomos, diputados, gerentes – Introducción de financiación obligatoria Componente: Contribución adicional del 2% al fondo centralizado de pensiones.	– Aprobado por el comité de la coalición , Pendiente de aprobación parlamentaria
Mano de obra Mercado	– Mayor facilidad para prorrogar contratos de duración determinada. – Protección de despido más flexible para los empleados mejor pagados – Tratamiento fiscal preferencial si se acepta un nuevo trabajo rápidamente – Certificado médico del primer día de enfermedad	– Aprobado por el comité de la coalición, Pendiente de aprobación parlamentaria
Ingreso Impuesto	– Aumento de la deducción básica libre de impuestos – Mayores deducciones para familias y empleados – Reducción del tipo impositivo para las personas de bajos ingresos – Aumento del "impuesto a los ricos" al 45% sobre la renta imponible. ingresos >250.000€ (47% para ingresos >280.000€)	– Aprobado por el Gabinete en Septiembre, Pendiente de aprobación parlamentaria
Burocracia	– Eliminación de algunas obligaciones de presentación de informes – Reducción de la necesidad de representantes de las empresas – Las solicitudes (por ejemplo, para proyectos de construcción) se aprobarán automáticamente después de 3 meses – Objetivo de reducir el personal de los ministerios federales en un 8 %	– Aprobado por el comité de la coalición. – La Ley de Reducción de la Burocracia fue aprobada en mayo de 2026.

Fuente: Ministerio Federal de Finanzas, Gobierno Federal, Bundesregierung,

Investigación del Deutsche Bank 15/09/2026

Machine Translated by Google

Alemania: reforma de las pensiones

La reforma de las pensiones podría generar entradas anuales adicionales de entre 10.000 y 15.000 millones de euros en las acciones europeas durante los próximos años.

Conclusiones clave

– La reforma prevista del sistema de pensiones alemán podría generar importantes flujos de capital hacia las acciones europeas al desviar los ahorros para la jubilación hacia los mercados de capitales.

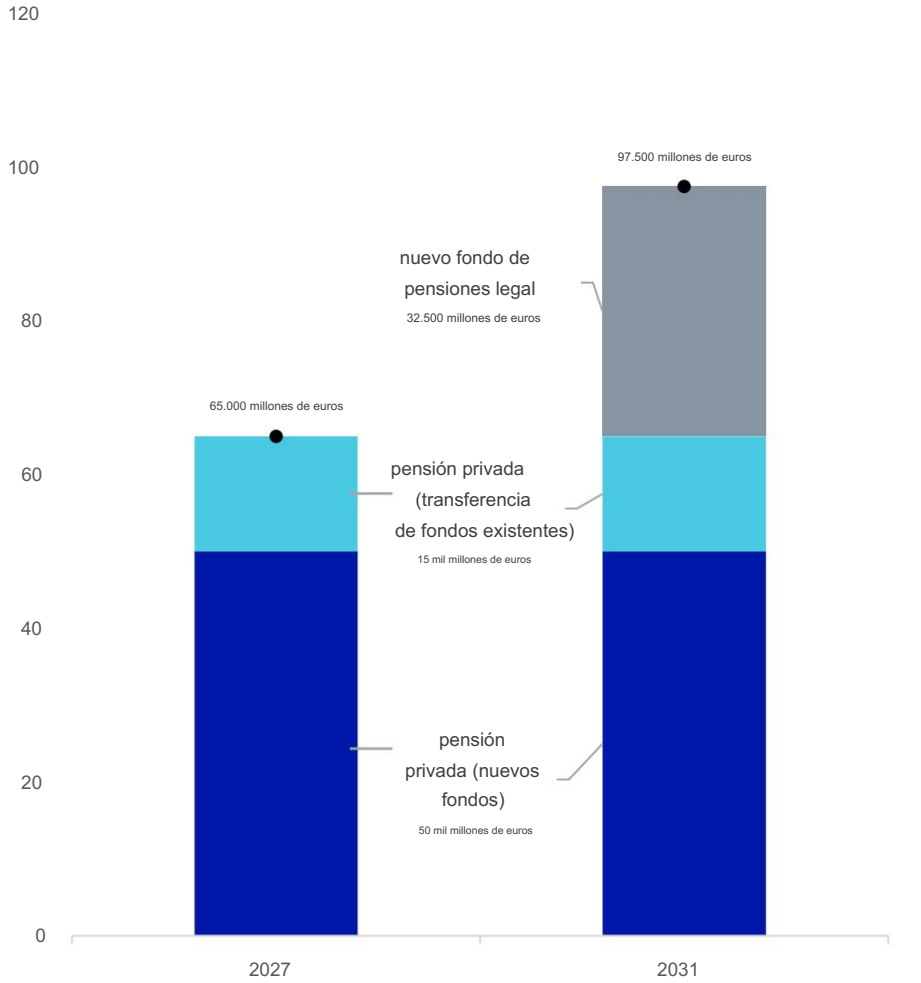
– En lo que respecta a las pensiones privadas, la nueva “disposición para la vejez” La cuenta «Incentiva el ahorro» anima a los ahorradores a trasladar fondos de depósitos de baja rentabilidad y productos de seguros a inversiones de mayor rendimiento. Si la mitad de la población elegible invierte la cantidad anual necesaria para recibir el beneficio fiscal completo (2300 €), las entradas de capital podrían alcanzar los 50 000 millones de euros anuales.

– También prevemos que los activos migren del sistema actual de Riester. Con un total estimado de activos de Riester de 150.000 millones de euros, una reasignación anual del 10 % generaría otros 15.000 millones de euros en entradas de capital.

– Paralelamente, el gobierno planea introducir un programa financiado Componente del sistema de pensiones obligatorio, equivalente a 2 pp del salario bruto, que se invertirá a través de un fondo público central de pensiones. Según nuestros economistas, las contribuciones están previstas para aumentar de 0,5 pp en 2028 a 2 pp en 2031, lo que implica ingresos anuales de 8.000 millones de euros inicialmente y de entre 30.000 y 35.000 millones de euros en 2031.

– En general, estimamos que estas reformas podrían generar 60- Se prevén entradas adicionales de capital anual de 100.000 millones de euros, de los cuales entre 10.000 y 15.000 millones (el 15%) podrían destinarse a la renta variable europea. Para ponerlo en perspectiva: los 50 ETF europeos más grandes registraron entradas de capital de aproximadamente 40.000 millones de euros en 2025.

Entradas proyectadas a los mercados de capitales



Fuente: BMAS, Deutsche Bank Research 15/09/2026

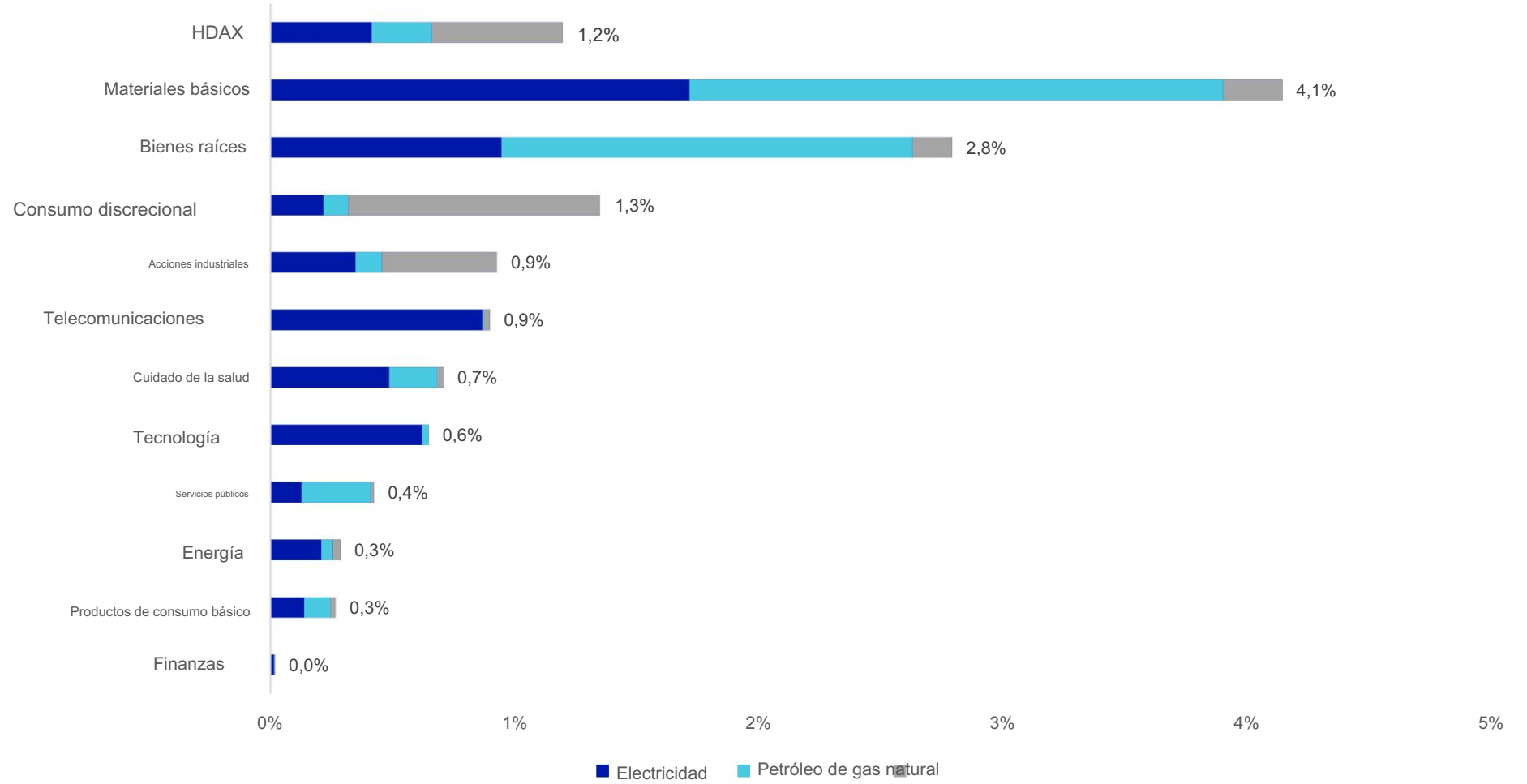
Machine Translated by Google

Apéndice

Machine Translated by Google

Los costes energéticos representan solo el 1,2% de los ingresos de HDAX.

Costo de energía HDAX como % de las ventas*



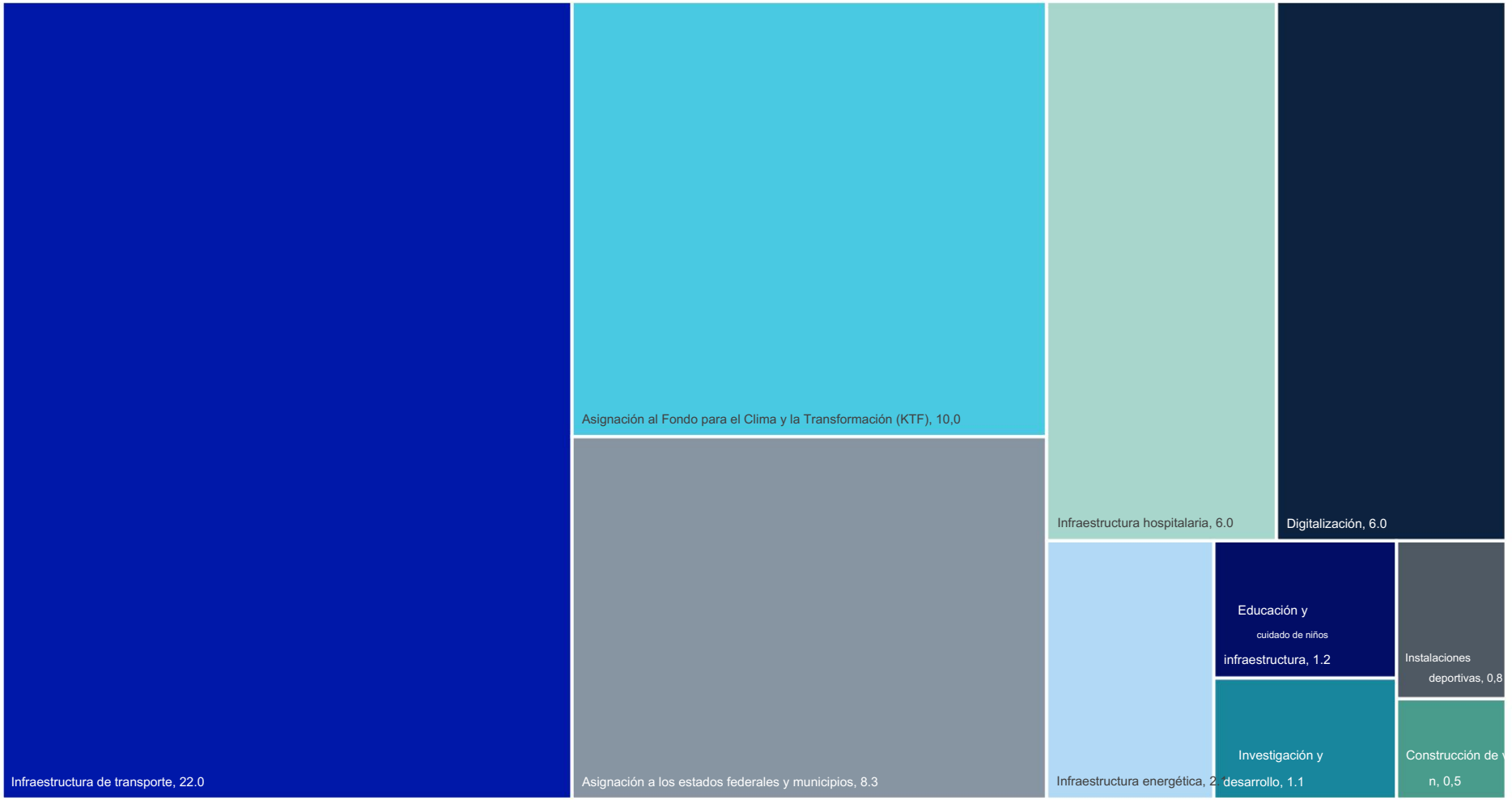
*N=50, basado en los precios promedio de la electricidad en Alemania durante 3 años, el gas natural TTF y el petróleo Brent. Fuente: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research 09/11/2026

Machine Translated by Google

¿Dónde invertir?

La mayor parte del aumento del gasto se destina a Defensa e Infraestructura. El sector de Defensa ya ha experimentado una recuperación. Prevemos que los sectores que reciben pedidos derivados del gasto en Infraestructura serán los que más se beneficien.

Inversiones previstas del fondo especial para Infraestructura y Neutralidad Climática, 2026, millones de euros.

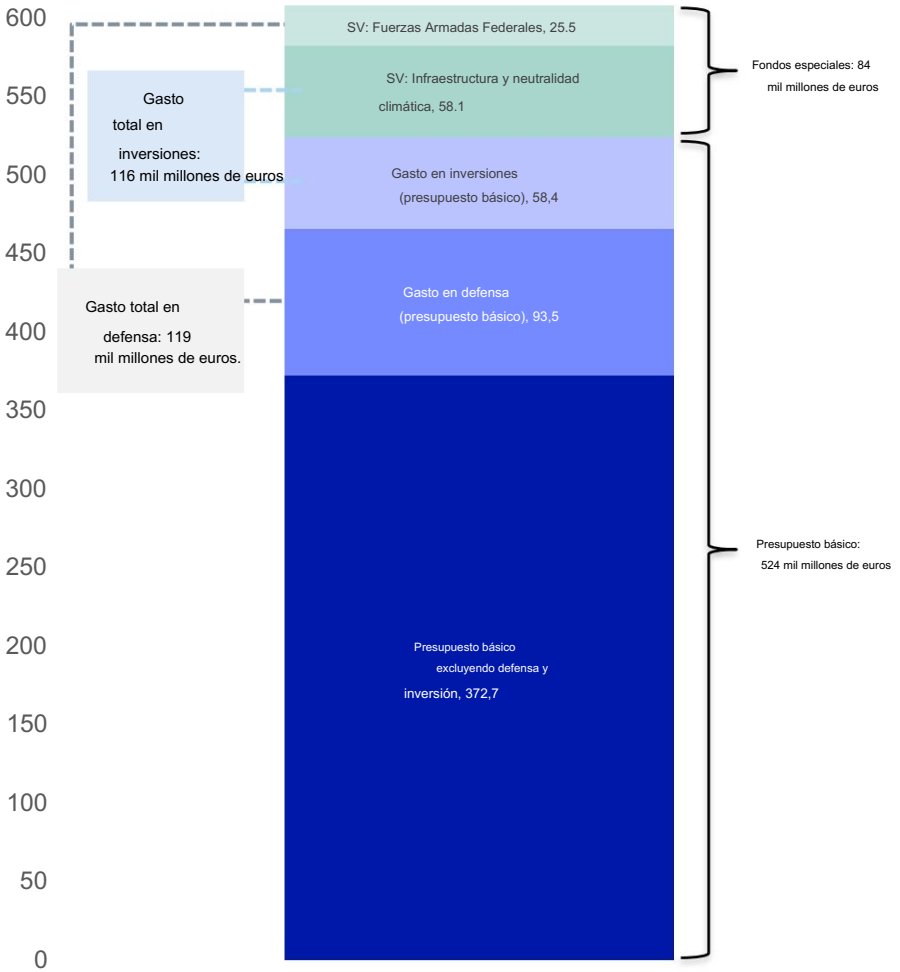


Fuente: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research 15/09/2026

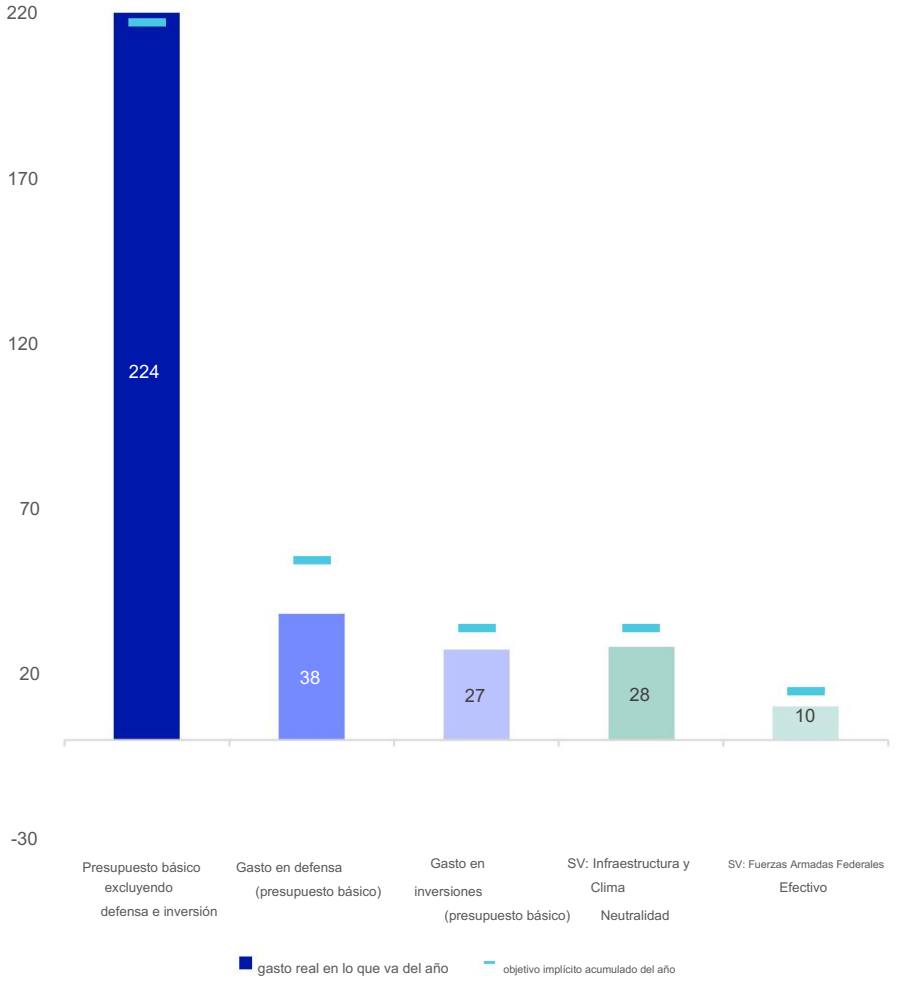
Machine Translated by Google

Alemania: la expansión fiscal está en marcha, con margen para acelerar el gasto.

Gasto fiscal previsto para 2026



El gasto sigue estando por debajo del objetivo en lo que va del año.

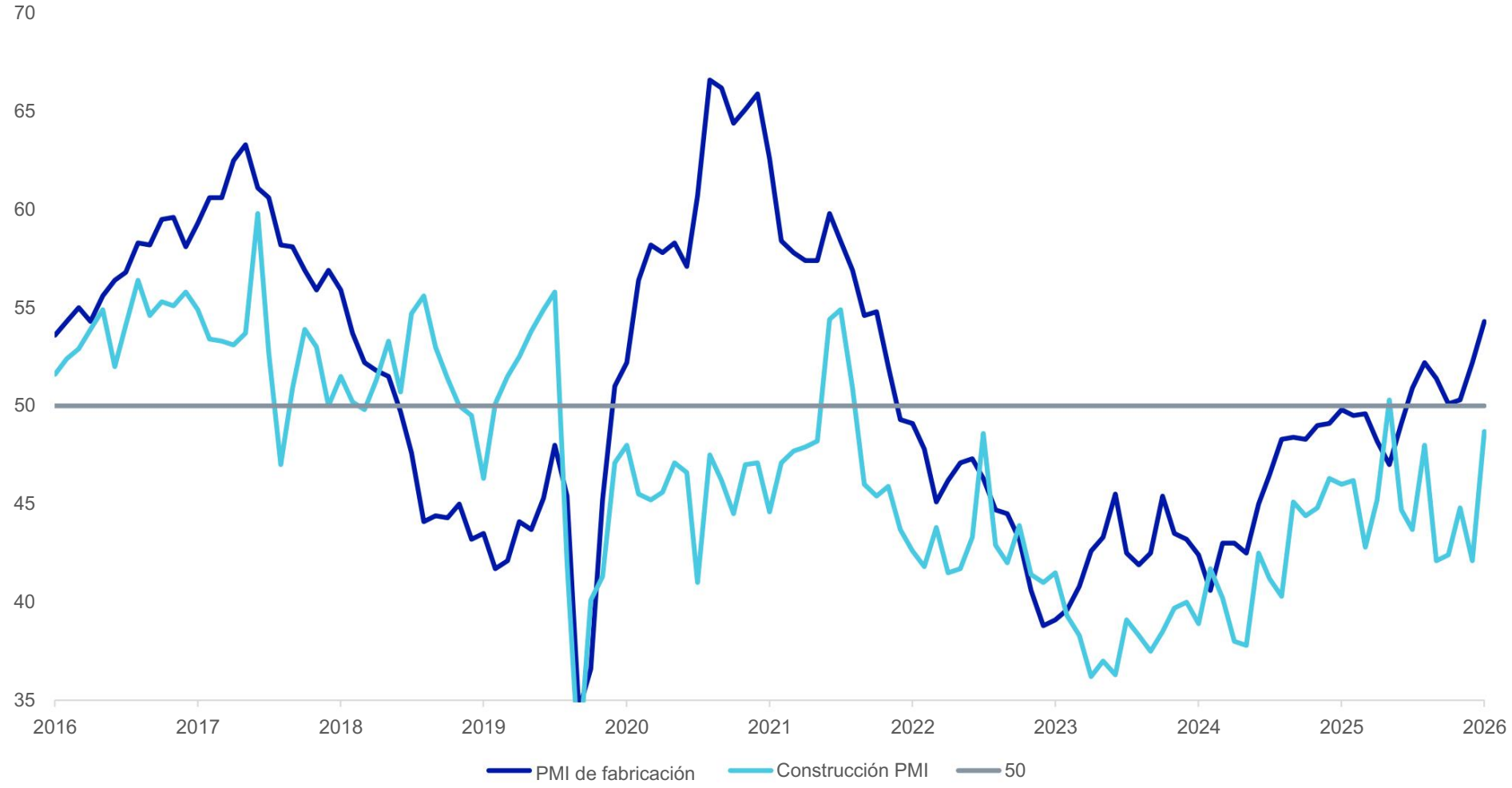


Todas las cifras en miles de millones de euros. Datos de gasto real a finales de julio. Fuente: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research 07/09/2026

Machine Translated by Google

El PMI manufacturero alcanzó su nivel más alto en más de 4 años, mientras que el PMI de la construcción se está acercando.

PMI de fabricación de Alemania



Fuente: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research, 15/09/2026

Machine Translated by Google

Reformas alemanas: un ejemplo del pasado

Ley de Energía Eólica Terrestre y Marina

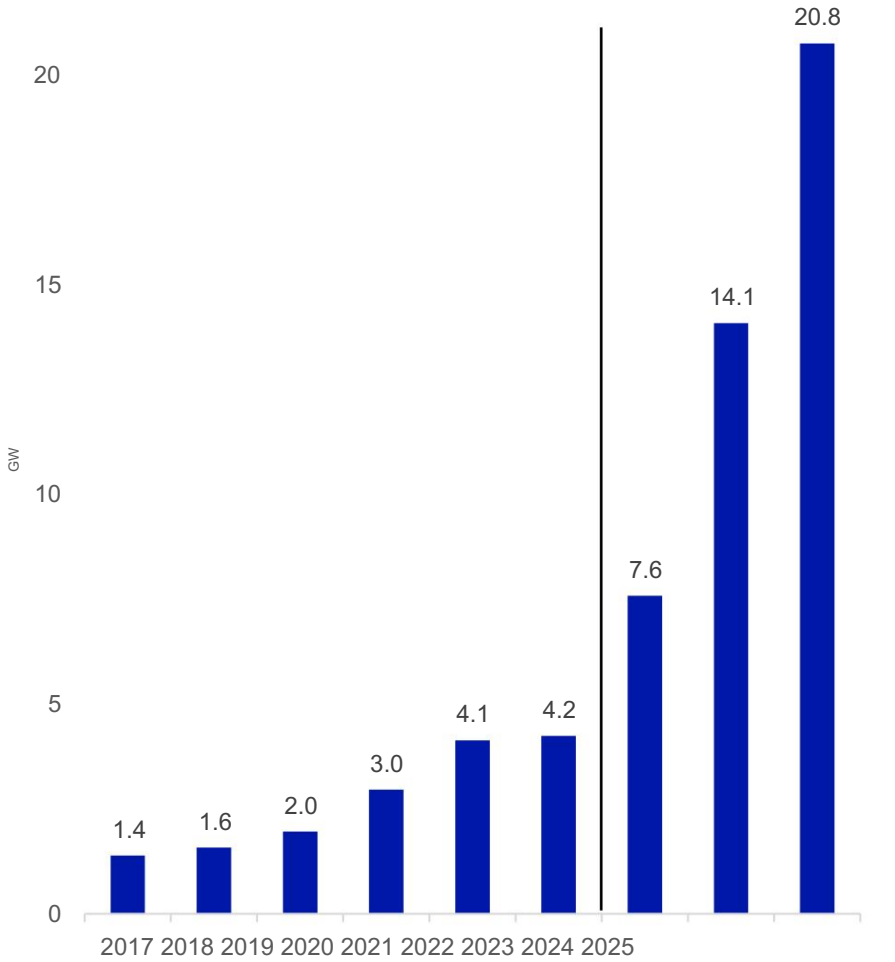
Conclusiones clave

– En 2023, Alemania introdujo la Ley de Energía Eólica Terrestre y revisó la Ley de Energía Eólica Marina para acelerar la transición energética y agilizar el desarrollo de las energías renovables.

– Por primera vez, los estados federales se enfrentan a problemas legales Requisitos vinculantes para la asignación de terrenos para la energía eólica. La proporción de terrenos alemanes destinados a la energía eólica terrestre aumentará al 1,4 % en 2027 y al 2,0 % en 2032.

– Las reformas políticas ya están dando resultados. En el primer semestre de 2025, Alemania aprobó 20,8 GW de nueva capacidad eólica terrestre, casi cuatro veces más que en 2022, lo que supone un ritmo de expansión récord.

Capacidad de energía eólica terrestre recientemente aprobada



Fuente: SMARD, Statista, Deutsche Bank Research 15/09/2026

Machine Translated by Google

Reformas alemanas: un ejemplo del pasado

Agenda 2010

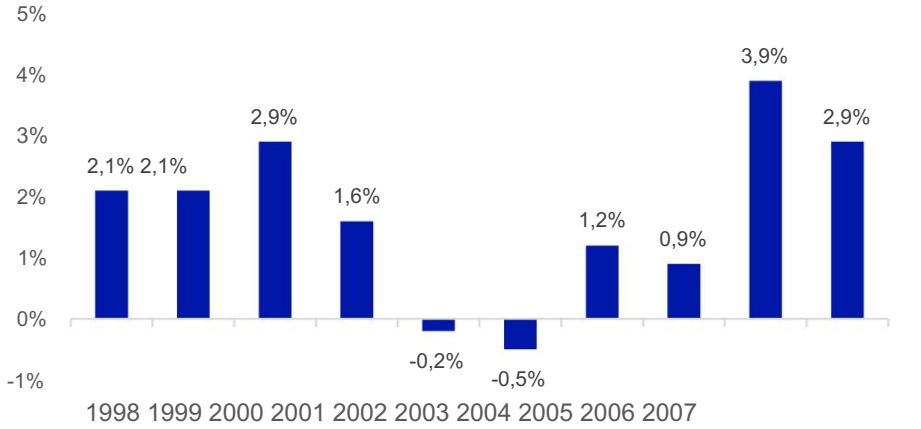
Conclusiones clave

Ante el estancamiento del crecimiento y el aumento del desempleo, Alemania puso en marcha una serie de reformas del mercado laboral entre 2002 y 2005, que comenzaron con la Comisión Hartz y culminaron con la Agenda 2010.

– El paquete de reformas endureció las prestaciones por desempleo, Ampliar la flexibilidad del mercado laboral, mejorar la colocación laboral y reducir los impuestos sobre la renta y las empresas para reforzar los incentivos al trabajo y la inversión.

– Si bien inicialmente fueron controvertidas, las reformas ayudaron a restaurar Confianza: El crecimiento del PIB se tornó positivo en 2004, la confianza del consumidor mejoró y los mercados de valores se recuperaron.

Crecimiento anual del PIB de Alemania



Confianza del consumidor



DAX



Fuente: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research, 15/09/2026

Machine Translated by Google

Apéndice 1



Este material ha sido elaborado por el Instituto de Investigación de Deutsche Bank y se le proporciona únicamente con fines informativos generales. El Instituto aprovecha las opiniones, análisis e investigaciones de Deutsche Bank Research, economistas, estrategas y analistas. Por lo tanto, debe asumir que el contenido de este documento se basa en información previamente publicada o facilitada a clientes de Deutsche Bank que ya hayan realizado operaciones bursátiles con base en ella.

Las opiniones y estimaciones expresadas en este material reflejan las opiniones actuales del autor o autores y pueden diferir de las opiniones y estimaciones de Deutsche Bank AG, sus filiales, otros empleados de Deutsche Bank y otros materiales publicados por Deutsche Bank. El contenido de este material es válido a partir de la fecha que figura en la primera página y puede estar sujeto a cambios sin previo aviso. Deutsche Bank no tiene obligación de actualizar ni modificar la información aquí contenida.

Este material no debe utilizarse como base para operar con valores u otros productos financieros, ni debe considerarse una recomendación o asesoramiento de inversión individual para ninguna persona en particular. No constituye una oferta, solicitud ni invitación por parte de Deutsche Bank a ninguna persona para comprar o vender ningún valor o instrumento financiero. Nada de lo contenido en este material constituye asesoramiento en materia de inversión, legal, contable o fiscal. Deutsche Bank realiza transacciones con valores, incluso por cuenta propia, y puede hacerlo de manera incompatible con las opiniones o la información expresadas en este material.

Si bien la información contenida en este material se ha obtenido de fuentes que se consideran fiables, ni Deutsche Bank AG ni ninguna de sus filiales ofrecen garantía alguna, expresa o implícita, sobre la exactitud o integridad de las declaraciones o la información que contiene, por lo que se declina expresamente cualquier responsabilidad al respecto. Este material se proporciona sin obligación alguna, ya sea contractual o de otro tipo. La información relativa a transacciones o resultados pasados no es indicativa de resultados futuros.

En EE. UU., este informe es aprobado y/o distribuido por Deutsche Bank Securities Inc., miembro de FINRA. En Alemania, esta información es aprobada y/o comunicada por Deutsche Bank AG Frankfurt, autorizada para realizar actividades bancarias y prestar servicios financieros bajo la supervisión del Banco Central Europeo (BCE) y la Autoridad Federal de Supervisión Financiera de Alemania (BaFin). En el Reino Unido, esta información es aprobada y/o comunicada por Deutsche Bank AG, sucursal de Londres, miembro de la Bolsa de Valores de Londres, autorizada por la Autoridad de Regulación Prudencial (PRA) del Reino Unido y sujeta a una regulación limitada por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA) del Reino Unido (con el número 150018) y por la PRA. Esta información es distribuida en Hong Kong por Deutsche Bank AG, sucursal de Hong Kong; en Corea por Deutsche Securities Korea Co.; y en Singapur por Deutsche Bank AG, sucursal de Singapur. En Japón, esta información es aprobada y/o distribuida por Deutsche Securities Limited, sucursal de Tokio. En Australia, los clientes minoristas deben obtener una copia del Documento de Información del Producto (PDS, por sus siglas en inglés) relativo a cualquier producto financiero mencionado en este informe y tener en cuenta el PDS antes de tomar cualquier decisión sobre si adquirir o no dicho producto.

Al acceder a este material, usted acepta que su contenido no podrá ser reproducido, distribuido ni publicado por ninguna persona, ni total ni parcialmente, para ningún fin, sin el consentimiento previo por escrito de Deutsche Bank. Asimismo, acepta no extraer, descargar, cargar, vender ni ofrecer a la venta ningún contenido de este material, y se compromete a no utilizar ni permitir que se utilice ningún programa, mecanismo, herramienta o proceso informático, manual o automatizado, incluyendo robots de extracción de datos, para acceder, extraer, descargar, recopilar, minar datos, mostrar, transmitir o publicar ningún contenido de este material.