

Německo, volby

# Aktuální téma

## O dalším osudu Německa rozhodne dluhová brzda



**Jana Steckerová**  
(420) 222 008 524  
jana\_steckerova@kb.cz

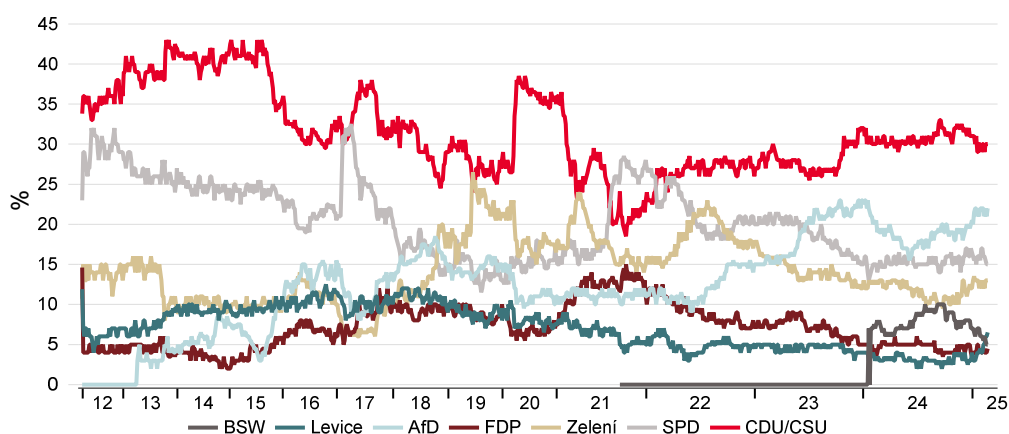


**Anatoli Annenkov**  
+44 20 7676 7625  
anatoli.annenkov@sgcib.com

Německo čekají v neděli parlamentní volby. Z těch by dle aktuálních průzkumů měla vyjít vítězně konzervativní unie CDU/CSU se zhruba 209 mandáty. Jejím koaličním partnerem by se podle našeho názoru stala SPD, která by nyní získala 113 křesel. To by dohromady znamenalo 322 mandátů, tedy ve srovnání s 316 potřebnými po sestavení vlády jen těsnou většinu. Pro prosazení změn spojených s dluhovou brzdou či ke schválení mimorozpočtových fondů, což bude pro další směřování Německa klíčové, je navíc třeba dvoutřetinová většina. Jako další koaliční partner by tak přicházeli v úvahu Zelení, kteří nyní v Německu představují čtvrtou nejsilnější stranu a s SPD se na řadě věcí shodnou. K těm patří i potřeba uvolnit dluhovou brzdu, která nyní omezuje roční strukturální rozpočtové schodky na 0,35 % HDP a od roku 2020 navíc zavazuje regionální vlády k vyrovnaným rozpočtům. CDU/CSU se zatím těmto krokům brání. Nicméně vzhledem k tomu, že plánuje značné daňové škrt, u nichž není jasné, z čeho by byly financovány, bude muset pravděpodobně i ona nakonec svůj postoj přehodnotit. K uvolnění pravidel ji bude tlačit i rostoucí potřeba vojenských výdajů a investic v oblasti infrastruktury. Celkově by podle našich odhadů Německo potřebovalo ročně investovat 1,5-3 % HDP, což by vzhledem k výrazně nižšímu podílu dluhu na HDP ve srovnání s průměrem EU neměl být problém. Ke změně pravidel tak podle našeho názoru nakonec dojde, jednání však mohou být zdoluhavá a protáhnout se až do roku 2026.

Podle posledního průzkumu agentury INSA by ve volbách zvítězila konzervativní unie CDU/CSU s 30 % hlasů, následovaná krajně pravicovou Alternativou pro Německo (AfD) s 22 %, za ní by skončila SPD s 15 %, strana Zelených by získala 13 %. Nové levicové populistické Spojenectví Sahry Wagenknechtové (BSW) by získalo 5 %, přičemž FDP se pohybuje mírně pod 5% hranicí, která je nutná pro vstup do parlamentu.

### Volební preference



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Příčinou pádu stávající koalice byly rozpory mezi jejími lídry, slábnoucí podpora, výsledky regionálních voleb a mimo jiné i postoj k dluhové brzdě. Ta byla schválena

v období globální finanční krize, kdy německý veřejný dluh stoupl na 70 % HDP. V platnost vešla v roce 2010, kdy dluh dosáhl 80 % HDP. Dluhová brzda omezuje roční strukturální rozpočtové schodky na 0,35 % HDP a od roku 2020 navíc zavazuje regionální vlády k vyrovnaným rozpočtům. Současný stav německé ekonomiky, její strukturální problémy a klesající konkurenceschopnost však naznačují, že beze změn v nastavení dluhové brzdy nebude německá ekonomika schopná hospodářský růst udržitelněji nastartovat.

Dvoubarevnou vládu se nemusí podařit sestavit.

**I když by CDU/CSU vyšla z voleb jako vítězná, majoritu s největší pravděpodobností nezíská a bude si muset hledat silného koaličního partnera.** Tím by se zřejmě stala SPD. Ani tak ale není jisté, zda se těmito dvěma stranám podaří získat 316 mandátů, které majoritu představují. Podle přepočtených hlasů by CDU/CSU nyní získala 209 křesel a SPD 113 křesel, tedy dohromady 322 mandátů, což by znamenalo jen těsnou většinu. Pro prosazení změn spojených s dluhovou brzdou či ke schválení dalšího mimorozpočtového fondu (v roce 2021 byl schválen fond ve výši 100 mld. EUR na plnění cíle vojenských výdajů ve výši 2 % HDP, který bude vyčerpán v letech 2026-27) je navíc třeba dvoutřetinová většina. Pro její získání tak bude CDU/CSU s SPD potřebovat podporu ještě další strany.

Dalším koaličním partnerem by byli zřejmě Zelení.

**Dle volebních průzkumů je druhou nejsilnější stranou AfD** (nyní by na ní připadlo 143 křesel). Její volební program (opustit euro, rozšířit těžbu uhlí, vrátit se k ruskému plynu, opustit NATO, postavit hraniční kontroly a zastavit příliv migrantů) je však od programu CDU/CSU i SPD natolik odlišný, že jako koaliční partner nepřipadá v úvahu. Strana FDP je zodpovědná za rozpad stávající vlády. Navíc zatím není jisté, zda se do parlamentu vůbec dostane. Druhým nejpravděpodobnějším koaličním partnerem se tak zdají být Zelení, kteří se navíc v mnoha otázkách s SPD shodnou. Na ty by v tuto chvíli připadlo 96 křesel. Celou situaci výrazně ovlivní to, zda se do parlamentu nakonec dostanou malé strany jako je FDP, Levice a BSW, jejichž podpora osciluje kolem 5 %. Pokud ano, může být získání 2/3 majority komplikované a sestavování nové vlády se může protáhnout až do Q2.

Bez rozvolnění dluhové brzdy to nepůjde.

**Klíčové bude, jak se povolební koalice postaví k dluhové brzdě.** Strana Zelených by změnu zákona o dluhové brzdě, kterou navrhuje SPD, s největší pravděpodobností podpořila. Na druhou stranu CDU/CSU se zatím těmito krokům brání. Zároveň se ale domníváme, že vzhledem k tomu, že sama CDU/CSU plánuje značné daňové škrtů u nichž není jasné, z čeho by byly financovány (2 % HDP, 80 mld. EUR ročně), bude muset i ona nakonec svůj postoj přehodnotit. K uvolnění pravidel ji bude tlačit i budoucí značná potřeba vojenských výdajů ve výši zhruba 40 mld. EUR ročně (1 % HDP) a výdajů v oblasti infrastruktury (podle našeho odhadu 20 mld. EUR ročně). Celkově by podle našich odhadů Německo potřebovalo ročně investovat 1,5-3 % HDP. Ke změně pravidel tak podle našeho názoru nakonec dojde, jednání však mohou být zdlouhavá a protáhnout se až do roku 2026.

Volby by mohly pomoci německému průmyslu.

**Významnými strukturálními problémy trpí především německý průmysl.** Ten doplácí na svou vysokou energetickou náročnost, nákladný přechod k zelenějším energiím i klesající konkurenceschopnost. Z volebních plánů by mu mohla pomoci snaha CDU o zrušení zákazu používání benzinových a naftových automobilů v roce 2035, dále opětovné využívání jaderné energie, včetně podpory výzkumu malých reaktorů a jaderné fúze, popřípadě postupné snižování daně z příjmu právnických osob, a to z 30 % na 25 %. SPD pak navrhuje zřízení „německého fondu“ ve výši 100 mld. EUR ze soukromých i veřejných prostředků, který by poskytoval půjčky na přechod k zelené energetice, investice do technologií a bydlení, dále investiční prémii ve výši 10 % pro investice v Německu a snížení cen průmyslové elektřiny. Podobnou investiční podporu, jakou navrhuje SPD („německý fond“), upřednostňující obnovitelné zdroje energie, dobíjecí stanice, železnice a kapitálovou podporu nových průmyslových kapacit, navrhuje i strana Zelených.

Zadlužení Německa je výrazně pod evropským průměrem.

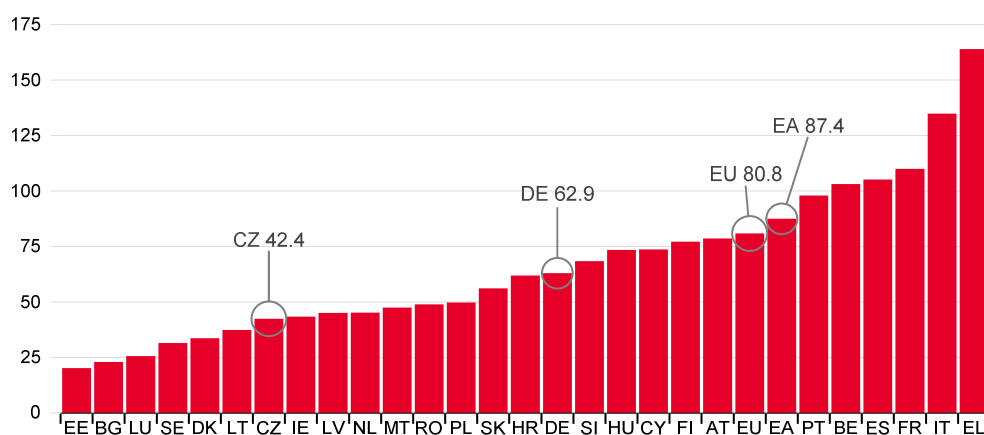
**Pozastavení některých investičních aktivit, ke kterému došlo v důsledku rozpadu vládní koalice, by mohlo vytvořit prostor pro vyšší výdaje, jakmile se nová vláda ujme moci.**

Tento fiskální stimul by mohl dosáhnout zhruba 10-15 mld. EUR, což by mohlo alespoň dočasně zlepšit spotřebitelskou a podnikatelskou důvěru. Pokud by Německo navýšilo od roku 2027 své výdaje o 1,5 % ročně, znamenalo by to růst veřejného dluhu směrem k 70 % v roce 2029, což je stále výrazně pod průměrem evropské unie. Ve Francii se pohybuje dokonce poblíž 110 %. V tomto ohledu má tedy Německo (v případě, že se mu podaří dosáhnout dohody týkající se dluhové brzdy) prostor pro navýšení investičních výdajů značný. Je sice pravda, že rychlý nárůst v čistých výdajích by mohla napadnout Evropská komise. Bylo by ale absurdní, pokud by se snažila penalizovat zemi s takto nízkými deficity. Zároveň je velmi pravděpodobné, že fiskální pravidla EU, i vzhledem k nutnosti navýšit vojenské výdaje, doznají v nejbližším období změny.

Recesi v Německu nečekáme, bez strukturálních reforem se ale ekonomika neobejde.

**Pokud odhlédneme od výsledků voleb, pozitivní zprávou je, že německé domácnosti stále disponují nahromaděnými úsporami z období pandemie, přičemž v relativně dobré finanční kondici se nacházejí i firmy.** Přestože německá ekonomika již dva roky vykazuje pokles (-0,3 % v roce 2023, -0,2 % v roce 2024), recesi v letošním roce neočekáváme. Bez zásadních strukturálních reforem se ale ekonomika již neobejde.

Podíl dluhu na HDP (v %)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Macrobond

## Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a nezkreslený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

Komerční banka, a.s. a společnosti, které s ní tvoří jeden koncern, se mohou příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat poradenství či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji nebo od nich odvozených derivátů, které byly emitovány osobami zmíněnými v tomto dokumentu.

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu. To neplatí v případech, kdy informace uvedené v tomto dokumentu představují šíření investičního doporučení již dříve vydaného třetí stranou v souladu s kapitolou III nařízení (EU) 2016/958. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

Komerční banka, a.s. nepřebírá nad rámec stanovený právními předpisy odpovědnost za škodu způsobenou použitím tohoto dokumentu nebo informací v něm obsažených. Tento dokument je určen primárně pro profesionální a kvalifikované investory. Pokud kopii tohoto dokumentu obdrží jiná než výše uvedená osoba, neměla by své investiční rozhodnutí založit výhradně na tomto dokumentu, ale měla by si zároveň vyhledat nezávislého poradce. Každý investor je povinen přijmout vlastní informované rozhodnutí o vhodnosti investice, protože investiční nástroj uvedený v tomto dokumentu nemusí být vhodný pro všechny investory.

Minulá výkonnost investičních nástrojů nezaručuje výkonnost budoucí. Očekávaná budoucí výkonnost je založena na předpokladech, které nemusí nastat. S investičními nástroji a investicemi jsou spojena různá investiční rizika, přičemž hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní investované částky. Investiční nástroje denominované v jiné měně jsou navíc vystaveny riziku vyplývajícimu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá doзору České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě tohoto dokumentu a jiných investičních doporučení, a to zavedením odpovídajícího vnitřního členění zahrnujícího informační bariery mezi jednotlivými útvary Komerční banky, a.s. v souladu s požadavky kladenými příslušnými právními předpisy. Zaměstnanci Komerční banky, a.s. postupují v souladu s vnitřními předpisy upravujícími střet zájmů.

Žádné hodnocení zaměstnanců, kteří se podílejí na tvorbě tohoto dokumentu, není podmíněno nebo závislé na objemu nebo zisku z obchodování Komerční banky, a.s. s investičními nástroji zmíněnými v tomto dokumentu nebo na jejím obchodování s emitenty těchto investičních nástrojů. Hodnocení autorů tohoto dokumentu ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Informace uvedené v tomto dokumentu jsou určeny veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. nezasílá informace uvedené v tomto dokumentu jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

Tento dokument ani jeho obsah není určen osobám trvale bydlícím či sídlícím ve Spojených státech amerických a osobám splňujícím statut „amerického subjektu“, jak je definován v nařízení S podle zákona Spojených států amerických o cenných papírech z roku 1933, ve znění pozdějších předpisů.

Tento dokument není investičním doporučením dle nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, o zneužívání trhu, ani nepředstavuje investiční poradenství dle zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <http://www.trading.kb.cz>.

## KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu



**Jan Vejmelek, Ph.D., CFA**  
(420) 222 008 568  
jan\_vejmelek@kb.cz

### Ekonomové



**Martin Gürtler**  
(420) 222 008 509  
martin\_gurtler@kb.cz



**Jana Steckerová**  
(420) 222 008 524  
jana\_steckerova@kb.cz



**Kevin Tran Nguyen**  
(420) 222 008 569  
kevin\_tran@kb.cz



**Finanční trhy**  
**Jaromír Gec**  
(420) 222 008 598  
jaromir\_gec@kb.cz

### Akciový analytik



**Bohumil Trampota**  
(420) 222 008 560  
bohumil\_trampota@kb.cz

## SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky



**Klaus Baader**  
(44) 20 7762 4714  
klaus.baader@sgcib.com

### Eurozóna



**Michel Martinez**  
(33) 1 4213 3421  
michel.martinez@sgcib.com

### Velká Británie



**Sam Cartwright**  
(44) 20 7762 4506  
sam.cartwright@sgcib.com

### Čína



**Wei Yao**  
(33) 1 5729 6960  
wei.yao@sgcib.com

### Německo/ECB



**Anatoli Annenkov**  
(44) 20 7762 4676  
anatoli.annenkov@sgcib.com

### Severní Amerika



**Stephen Gallagher**  
(1) 212 278 4496  
stephen.gallagher@sgcib.com

### Čína a okolí



**Michelle Lam**  
(85) 2 2166 5721  
michelle.lam@sgcib.com

### Francie/ESG



**Fabien Bossy**  
(33) 1 5898 2873  
fabien.bossy@sgcib.com

### Indie



**Kunal Kumar Kundu**  
(91) 80 6716 8266  
kunal.kundu@sgcib.cz

### Japonsko



**Jin Kenzaki**  
(81) 3 6777 8032  
jin.kenzaki@sgcib.com

### Korea



**Suktae Oh**  
(82) 2195 7430  
suktae.oh@sgcib.com

### Latinská Amerika



**Dev Ashish**  
(91) 80 2802 4381  
dev.ashish@socgen.com

## SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV – DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu,  
cross-asset a kvantitativního  
výzkumu



**Kokou Agbo Bloua**  
(44) 20 7762 5433  
kokou.agbo-bloua@sgcib.com

Vedoucí FIC a komoditního výzkumu



**Dr Mike Haigh**  
(44) 20 7762 4694  
michael.haigh@sgcib.com

### Vedoucí strategie sazeb



**Adam Kurpiel**  
(33) 1 4213 6342  
adam.kurpiel@sgcib.com



**Jorge Garayo**  
(44) 20 7676 7404  
jorge.garayo@sgcib.com



**Anamika Misra**  
(91) 8067310385  
anamika.misra@sgcib.com

### Vedoucí strategie sazeb pro USA



**Subadra Rajappa**  
(1) 212 278 5241  
subadra.rajappa@sgcib.com



**Sean Kou**  
(44) 20 7550 2053  
sean.kou@sgcib.com



**Stephen Spratt**  
(852) 2166 4108  
stephen.spratt@sgcib.com



**Shakeeb Hulikatti**  
(91) 80 2802 4380  
shakeeb.hulikatti@sgcib.com



**Mathias Kpade**  
(33) 157294393  
mathias.kpade@socgen.com



**Ninon Bachet**  
(33) 1 58 98 30 26  
ninon.bachet@sgcib.com



**Theodore Kalambokidis**  
(1) 212 278 4504  
theodore.kalambokidis@sgcib.com

### Vedoucí strategie pro měnové kurzy



**Kit Juckes**  
(44) 20 7676 7972  
kit.juckes@sgcib.com



**Měnové deriváty**  
**Olivier Korber**  
(33) 1 42 13 32 88  
olivier.korber@sgcib.com

### Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů



**Phoenix Kalen**  
(44) 20 7676 7305  
phoenix.kalen@sgcib.com



**Gergely Urmossy**  
(44) 20 7762 4815  
gergely.urmossy@sgcib.com



**Kiyong Seong**  
(852) 2166 4658  
kiyong.seong@sgcib.com



**Bertrand Delgado**  
(1) 212 278 6918  
bertrand.delgado-calderon@sgcib.com



**Marek Drímal**  
(44) 20 7550 2395  
marek.drimal@sgcib.com