

ALEMANYA DAVANT DE LES ELECCIONS

En dos minuts ...

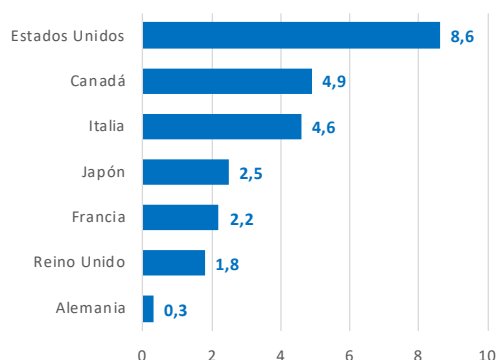
- **Alemanya es troba en una situació econòmica feble marcada per la pèrdua dels factors de competitivitat** que l'havien impulsat a les darreres dècades: l'encariment de l'energia, la competència amb Xina, una inversió reduïda i mal dirigida i una demografia adversa.
- **Les eleccions anticipades del 23 de febrer presenten incògnites importants.** La previsible victòria de la CDU/CSU no garanteix la governabilitat ja que pot necessitar de fins a dos socis addicionals (SPD i Verds) per a la formació de govern. En les darreres setmanes, el creixent focus en la immigració està afavorint l'ascens del partit extremista AfD, que ha rebut el recolzament d'Elon Musk i del vicepresident d'Estat Units, JD Vance. La continuïtat de l'ascens d'AfD suposa un ric social que, de tenir confirmació a les urnes, pot tenir conseqüències als mercats financers.
- **La reforma del fre fiscal és el principal aspecte econòmic-fiscal de la campanya** ja que hauria de permetre un augment de la despesa pública per impulsar l'economia i facilitar l'inici de les necessàries reformes estructurals. En termes financers, quan es realitzi, aquesta reforma suposaria un augment de l'oferta de deute pública alemany i un augment de la seva rendibilitat.

1. Antecedents: Feblesa econòmica

L'economia alemanya s'enfronta a una feblesa estructural. L'economia registra dos anys consecutius de contracció en termes anuals (2023 i 2024) i exhibeix una de les pitjors recuperacions econòmiques post-pandèmia d'entre els grans països desenvolupats (gràfic 1). Així, en termes reals, Alemanya, al contrari que la resta de grans economies europees, no ha pogut recuperar la tendència de creixement pre-pandèmia i només ha pogut recuperar el nivell de PIB vigent al 2019 (gràfic 2).

El model econòmic alemany ha vist qüestionats els seus fonaments i s'enfronta a reptes estructurals. A les darreres dècades, Alemanya s'ha erigit en una gran potència industrial i exportadora a partir de la relativa estabilitat de l'ordre econòmic i comercial global propiciada per un món basat en regles i institucions. No obstant, en els darrers anys, aquest mateix ordre s'està desdibuixant per l'ascens de forces i fenòmens nacionalistes i populistes en un bon nombre de les grans potències (Brexit i Trump, però també Putin i Xi). Addicionalment, el

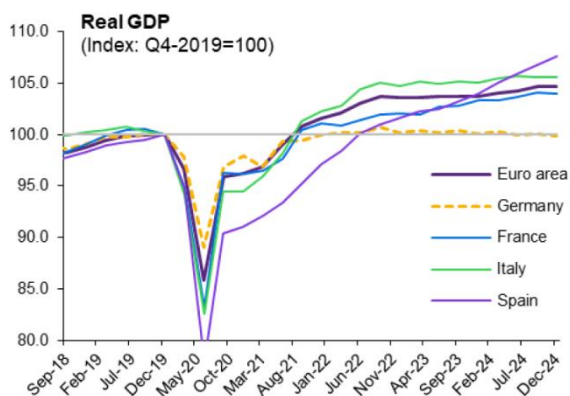
Gràfic 1. G7: PIB al 1T24 comparat amb el 4T19 (%)



Font: Elaboració pròpia a partir d'EIU.

model industrial i exportador alemany havia aprofitat, per una banda, els menors preus de l'energia gràcies al gas i petroli russos i, d'altra banda, l'ascens de Xina com a potència econòmica. Ambdós factors han passat de ser vents de cua a venta de cara per Alemanya.

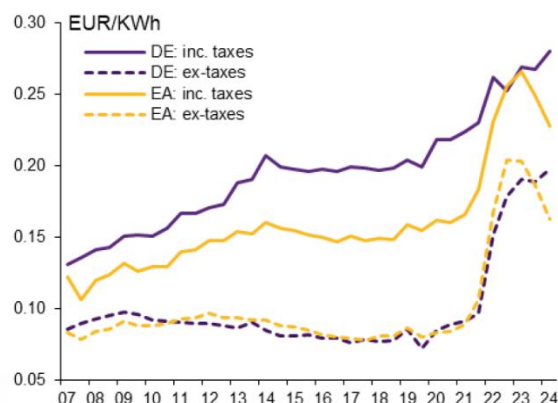
Gráfico 2. Producción industrial (2021=100)



Font: Instituts nacionals de estadística via NatWest.

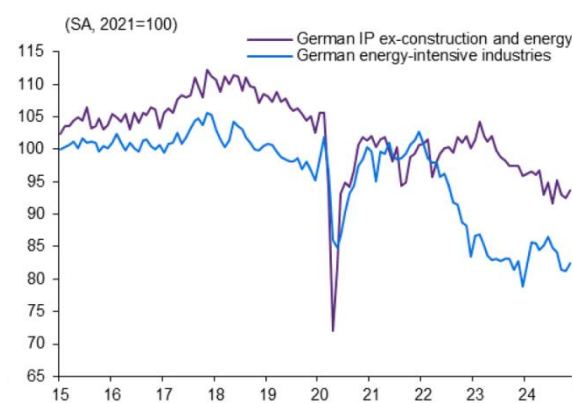
L'energia barata procedent de Rússia, tant el petroli com el gas natural, ha deixant un avantatge per un teixit industrial intensiu en energia. El conflicte a Ucraïna i les sancions imposades per la UE han encarat el preu de l'energia a la UE, però sobre tot a Alemanya, a nivells fins a 3 vegades superiors als vigents al 2021 (gràfic 3). A això cal sumar-hi la decisió adoptada per l'executiu d'Angela Merkel de tancar les centrals nuclears del país (després de l'accident de Fukushima) que ha fet augmentar la dependència energètica exterior i l'ús del combustibles fòssils. Tot plegat ha suposat una pèrdua de competitivitat per la indústria alemanya, especialment la intensiva en energia (gràfic 4).

Gràfic 3. Preu de l'electricitat (EUR/KWh)



Font: Eurostat via NatWest

Gráfico 4. Producción industrial (2021=100)



Font: Destatis via NatWest.

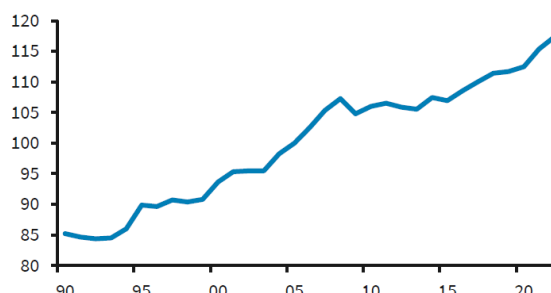
Xina ha passat de ser un gran comprador de les exportacions alemanyes a un competidor molt important en el comerç internacional. Mentre que, anys enrere, el perfil de exportador d'Alemanya, intensiu en béns de capital, resultava molt atractiu per a la demanda xinesa actuant com un element dinamitzador de les exportacions alemanyes (gràfic 5), a mesura que Xina ha avançat en el seu procés d'industrialització i desenvolupament, també ha anat modificant el seu *mix* d'importacions, reduint la seva dependència de les exportacions alemanyes. Alhora, l'ascens de Xina a l'escala de complexitat de les seves exportacions l'ha situada com un competidor per Alemanya en tercers mercats (gràfic 6). Tot això es suma als reptes de la indústria alemanya en termes de competitivitat (pels preus de l'energia i absència de reformes estructurals) i a les notables subvencions de les autoritats xineses al seu sector industrial.

Gràfic 5. Índex de similitud de les exportacions alemanyes i las importacions xineses



Font: Harvard Growth Lab via Barclays Research

Gràfic 6. Índex de similitud de las exportacions xineses i les alemanyes

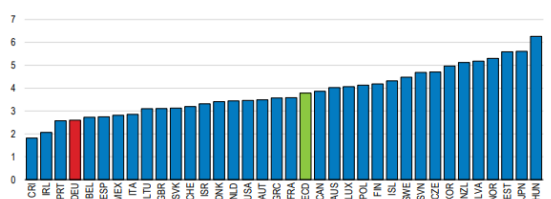


Font: Harvard Growth Lab via Barclays Research

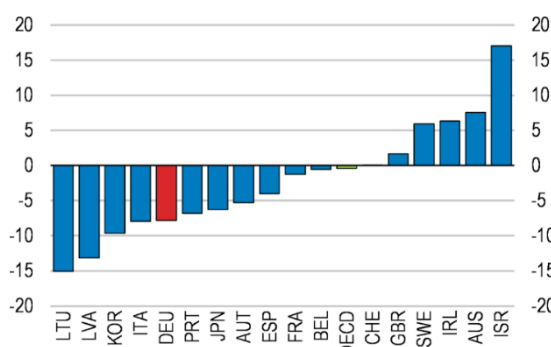
Alemanya ha experimentat dinàmiques adverses en inversió i demografia. En relació amb la inversió, la del sector privat ha estat excessivament centrada en sectors tradicionals como l'automoció i el químic i poc centrada en sectors de serveis i de nova economia, mentre que la pública ha estat limitada pel fre de deute (gràfic 7), conegut en alemany com el *Schuldenbremse*.

Alemanya és un exemple meridià de la situació demogràfica als països desenvolupats pels que, en general, es preveu una caiguda de la població en edat laboral en el propers anys i dècades (gràfic 8) en un context social d'una creixent oposició a la immigració.

Gràfic 7. Inversió pública (% del PIB)



Gràfic 8. Canvi previst en la població en edat laboral entre 2020 i 2030 (%)



Font: OCDE.

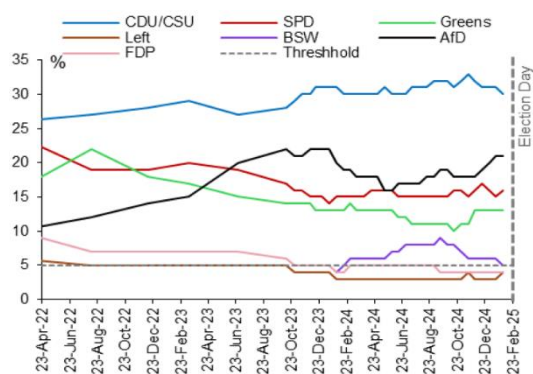
2. Situació política

2.1. Eleccions anticipades del 23 de febrer

El govern de coalició del canceller Olaf Scholz va perdre una moció de confiança el passat 16 de desembre. Aquesta moció es va celebrar després del col·lapse del govern coalició que liderava l'SPD (partit socialdemòcrata) del propi Scholz i que també estava integrat per l'FDP (partit liberal) i els Verds. L'executiu havia estat registrant fortes caigudes en la seva popularitat des de la seva arribada al poder a finals de 2022 i el cessament del ministre de Finances, Christian Lindner de l'FDP, per una disputa amb el canceller Scholz sobre aspectes del pressupost de 2025 va desembocar en la crisi de govern.

Les eleccions anticipades estan previstes pel 23 de febrer de 2025. Segons les enquestes (gràfic 9), cap partit compta amb una perspectiva de vots suficient com per poder governar en solitari pel que un govern de coalició està pràcticament garantit. A dia d'avui, hi ha 7 partits que compte amb opcions d'obtenir representació parlamentària:

Gràfic 9. Situació de les enquestes



Font: Politico Poll of Polls via NatWest.

- CDU/CSU és el partit demòcrata-cristià que havia liderat Angela Merkel (CSU es refereix al seu soci bavarès).
- SPD és el partit socialdemòcrata de l'anterior canceller, Olaf Scholz.
- AfD es refereix a Alternativa per Alemanya, partit d'extrema-dreta.
- Grüne/Greeens és el partit verd, membre de l'anterior govern.
- Die Linke/Left és el partit socialista.
- FDP és el partit liberal, membre de l'anterior govern.
- BSW es el partit de Sahra Wagenknecht, una escissió de Die Linke.

2.2. Complexitat en les perspectives i aritmètica electorals

Una primera font de complexitat es centra en saber quins partits obtindran representació parlamentària. El sistema electoral alemany fixa un mínim del 5% del vot per accedir al parlament i tres partits (Die Linke, BSW i FDP) presenten intencions de vot properes a aquest llindar. Els tres partits que van formar de l'anterior govern de coalició registren un càstig a les enquestes que, en el cas del partit liberal (FDP), podria fins i tot dur-lo a la desaparició de l'arc parlamentari federal. D'altra banda, BSW, l'escissió de Die Linke, genera un risc sobre les possibilitat d'ambdós partits d'accedir al parlament. La incertesa sobre els partits que acabin obtenint representació complica substancialment el càlcul de la potencial distribució d'escons i, per tant, l'aritmètica de les possibles coalicions.

Una segon de complexitat es basa en el paper que tindrà l'extrema dreta d'AfD. La CDU/CSU lidera las enquestes amb més del 30% del vot, mentre que el segon partit en intenció de vot és AfD, amb un 21% del vot. Malgrat que un *sorpasso* sembla altament improbable, aquest marge s'estaria reduint a las enquestes arrel de diversos fets relacionats amb la immigració i que AfD està buscant capitalitzar a cosa d'electorat de la pròpia CDU/CSU:

- (1) Diversos atemptats (Magdeburg¹, Aschaffenburg i Munich) perpetrat por immigrants.
- (2) El recolzament que l'AfD va donar a la CDU/CSU en la aprovació d'una proposició no vinculant que contenia mesures relacionades amb la restricció fronterera i accelerar l'expulsió de demandants d'asil. En aquest sentit, Friedrich Merz, líder de la CDU/CSU, va rebre substancials crítiques, incloses de la excancellera Angela Merkel, per haver trencat el cordó sanitari respecte d'AfD i haver acceptat el seu recolzament.

Una tercer complexitat es centra en la possibilitat de formar l'anomenada "gran coalició" de govern, el nom que rep la coalició formada por la CDU/CSU i l'SPD. Les enquestes més recents assenyalen que esta coalició podria ser suficient, tot i que de forma molt justada, para assolir la majoria necessària per a formar govern. En cas de no assolir aquesta majoria, podria ser necessària l'entrada dels Verds en el govern, augmentant-ne l'heterogeneïtat, el que allargaria les negociacions per a la formació de govern, que ja es preveien llargues, i també dificultaria la seva acció.

¹ L'autor de l'atemptat a un mercat nadalenc a la ciutat de Magdeburg, malgrat ser d'origen saudita, subscribia les tesis de l'extrema dreta alemanya, el que no ha impedit els intents d'aquesta de buscar capitalitzar electoralment l'incident.

Un quart factor de complexitat serà la capacitat d'orquestrar una majoria de dos terços, necessària per a afrontar canvis constitucionals, incloent el del fre de deute. Les enquestes suggereixen que la suma de la CDU/CSU, SPD i els Verds podria, en funció de si els partits més petits acaben assolint representació parlamentària, arribar a aquesta majoria de dos terços.

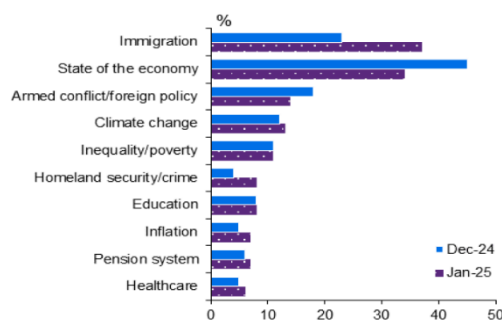
Una darrera incògnita seria la possible ruptura del cordó sanitari existent en relació amb AfD. Malgrat que tots els líders han manifestat la seva oposició a qualsevol pacte post-electoral amb AfD, l'ascens de la formació extremista, junt amb la feblesa de l'SPD i els Verds, pot afavorir que el líder de la CDU/CSU, Merz, pugui contemplar un pacte, ja sigui d'investidura, ja sigui de govern, amb AfD, efectivament trencant el cordó sanitari i validant el partit d'extrema dreta.

3. Claves de las elecciones

La immigració i la situació econòmica del país centren l'atenció dels votants. Per la seva part, les enquestes de clima empresarial assenyalen com a principals preocupacions la burocràcia i els preus energètics.

La CDU/CSU ha adoptat una posició més restrictiva en matèria d'immigració, davant dels temors de l'erosió de la seva base de recolzaments en front del discurs xenòfob defensat per AfD. Els episodis recents de terrorisme protagonitzats per immigrants han donat centralitat al tema de la immigració.

Gráfico 10. Preocupaciones de los votantes (%)



Fuente: ARD-Deutschlandtend via NatWest.

Hi ha un consens sobre la necessitat d'emprar l'ampli espai fiscal del país per afrontar la feblesa econòmica. Alemanya compta amb diversos factors de recolzament que inclouen: un deute públic reduït (2023: 62,9% del PIB), un dèficit fiscal contingut (2023: -2,6% del PIB) i un notable superàvit exterior (2023: 5,9% del PIB).

El debat s'ha traslladat a la reforma del fre fiscal, una regla establerta a la constitució el 2009 que limita la capacitat d'expansió de la despesa pública. La regla estableix que el dèficit estructural del govern federal no pot superar el 0,35% del PIB en condicions econòmiques normals i imposa equilibri pressupostari als *Länder*. La norma contempla excepcions temporals en situacions extraordinàries o de crisi (sempre amb la promesa de retorn a la disciplina fiscal). La definició de situació extraordinària ha portat a repetides tensions entre socis de govern per discrepàncies en la seva interpretació en diferents contextos como, per exemple, l'actual. Una flexibilització del fre fiscal podria alliberar el pressupost necessari per a un augment de la inversió pública per impulsar la debilitada economia i iniciar les reformes estructurals necessàries.

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

Des del punt de vista social, una enquesta recent mostrava que un 55% dels enquestats es mostraven favorables a la seva flexibilització o supressió. Per partits, AfD i el partit liberal (FDP) són els menys partidaris de modificar el fre fiscal, mentre que els Verds i l'SPD són els més favorables a suprimir-lo. La CDU/CSU, per la seva banda, s'ha mostrat oberta a realitzar alguna modificació sobre el mecanisme, però no a la seva supressió.

Diversos organismes, incloent el Consell Alemany d'Experts Econòmics (*German Council of Economic Experts, GCEE*) o el Bundesbank, han mostrat el seu recolzament a la reforma i, fins i tot, han concretat propostes. Així, el GCEE suggereix que el límit de dèficit públic estructural

pugui ser de l'1% del PIB si el deute públic es situa per sota del 60% del PIB, una proposta similar a la que va fer el Bundesbank al 2022, que proposava la mateixa regla, però aplicada de forma progressiva.

La modificació del fre fiscal podria fer-se de tres maneres: (i) modificacions del dèficit permès; (ii) la introducció d'exempcions temporals per certs tipus de despesa com la inversió; i (iii) la creació de fons o mecanismes fora de l'abast del fre fiscal (p.ex. fons per a la transició verda o la modernització de l'economia), tal com es va fer al 2022 amb la creació del Fons de Defensa, dotat amb 100 mM d'euros. Malgrat que el fre fiscal va estar suspès al 2020, durant el Covid, el tribunal constitucional alemany va valorar com inconstitucional el desplaçament de 60 mM d'euros d'un fondo exempt del fre fiscal relacionat amb el Covid a un altre fons destinats a la inversió climàtica i altres

La reforma requereix una modificació constitucional i una majoria de dos terços al parlament, que, tal com s'ha comentat, podria ser complexa d'assolir per part dels tres partits proclius a la modificació del fre fiscal. En tot cas, les negociacions per la seva possible modificació serien complexes i, previsiblement, es prolongarien en el temps i serien sempre després de la formació de govern, que tampoc serà ràpida. Per tot això, aquesta reforma només podrà ser possible a finals de 2025 o principis de 2026.

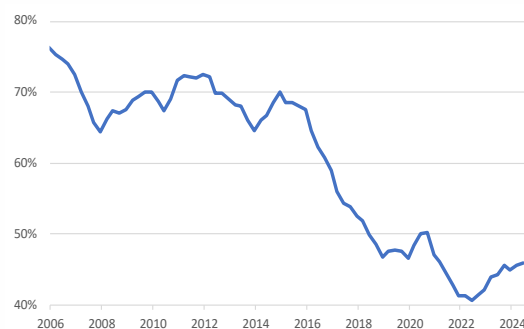
4. Implicacions financeres de les eleccions

A curt termini, la reacció dels mercats financers dependrà dels resultats obtinguts per l'extrema dreta d'AfD.

- Un clar suport dels votants per la CDU, l'SPD o els Verds, que garanteixi la governabilitat del país a través d'una coalició liderada per la CDU/CSU, augmentaria les expectatives d'un govern fort, capaç d'impulsar la despesa i la inversió públiques i de liderar la política europea. La reacció dels mercats de renda variable i l'euro serà positiva.
- En canvi, un important ascens o fins i tot una victòria d'AfD dificultaria molt seriosament la governabilitat d'Alemanya, i indirectament de la UE. Això causaria volatilitat als mercats europeus i, possiblement, un augment de prima de risc de la deuda pública d'Alemanya.

A mig termini, la previsible reforma del fre fiscal hauria de donar lloc a un augment del dèficit fiscal d'Alemanya i un augment de les emissions del país. Actualment, s'estima que més del 50% del deute alemany en circulació està retengut als balanços dels bancs centrals (gràfic 11), el que genera escassetat als mercats financers. La relaxació del fre fiscal implicaria un augment de l'oferta de paper governamental a través de nou endeutament, i un cert empitjorament dels fonaments crediticis del país, que, en cap cas, posarien en risc la seva qualificació de crèdit (de AAA). Tot això, junt amb l'actual programa de *Quantitative Tightening* del BCE, invita a pensar en la persistència a mig termini d'una certa pressió a l'alça sobre la rendibilitat del deute sobirà alemany.

Gràfic 11. Proporció de bons alemanys en mans del sector privat



Fuente: Bloomberg.

Aquest increment dels tipus d'interès podria recolzar un enfortiment de l'euro, recolzat addicionalment pel major dinamisme econòmic fruit de l'increment de la despesa pública, després

d'uns anys en els que la divisa única ha estat molt castigada per la desfavorable evolució de les seves principals economies.

INFORMACIÓ LEGAL

CAIXA ENGINYERS és una entitat de crèdit subjecta a la supervisió del Banc d'Espanya, inscrita en el seu Registre Oficial de Bancs amb el número 3025. Està habilitada per prestar serveis d'inversió a clients a Espanya, sota la supervisió a aquest efecte de la Comissió Nacional del Mercat de Valors.

Els informes del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS s'elaboren amb l'objectiu de proporcionar eines que puguin ajudar en la presa de decisions de diversa índole i estan subjectes a canvis sense previ avís. Tot i que la informació es basa en fonts considerades fiables, CAIXA ENGINYERS no garanteix ni es responsabilitza de la seguretat d'aquestes fonts.

La informació continguda en aquest document pot fer referència a productes, operacions o serveis d'inversió sobre els quals hi ha informació addicional disponible en documentació separada. Es convida els destinataris a sol·licitar aquesta informació addicional, que podrà ser facilitada per CAIXA ENGINYERS durant la prestació dels serveis, operacions o productes. En aquest cas, es recomana que els destinataris d'aquest informe considerin aquesta informació addicional de manera coherent amb el seu contingut.

Pel que fa als preus objectius que es puguin desprendre de l'anàlisi efectuada pel Departament de Research de CAIXA ENGINYERS, aquests queden subjectes a criteris d'anàlisi fonamental i tècnica, ponderant en cada cas els mètodes que, en funció de la seva pròpia opinió, s'adapten millor a cada companyia en particular. Llevat d'indicació expressa en contra, tots els preus objectius es fixen amb un horitzó temporal de 12 mesos des del moment de la publicació dels informes. Els preus objectius no impliquen compromisos de revaloració ni han de ser entesos com a indicacions ni recomanacions d'inversió.

La informació continguda en els informes fa o pot fer referència a resultats futurs d'instruments financers, índexs financers, mesures financeres o serveis d'inversió basats en previsions o expectatives, per la qual cosa no es pot considerar com un indicador fiable de possibles resultats futurs ni com una garantia d'assolir aquests resultats. Així mateix, l'inversor ha de tenir en compte que l'evolució passada dels valors o instruments o els resultats històrics de les inversions no garanteixen l'evolució o els resultats futurs.

Informació sobre conflictes d'interès

El sistema retributiu dels analistes que elaboren els informes es basa en diversos criteris, entre els quals figuren els resultats obtinguts durant l'exercici econòmic pel Grup CAIXA ENGINYERS, però en cap cas la retribució dels analistes està vinculada directament o indirectament a la informació continguda en els informes ni al sentit de les estimacions que s'hi incloguin.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS poden disposar, a títol personal, d'accions de companyies dels sectors d'activitat que s'esmenten en els informes, o d'alguna de les seves filials i/o participades. Així mateix, CAIXA ENGINYERS i/o qualsevol dels seus responsables i/o consellers poden, en cada moment, mantenir una posició o estar directament o indirectament interessats en valors, opcions, drets o *warrants* d'alguna de les companyies dels sectors d'activitat esmentats en els informes.

CAIXA ENGINYERS, en el desenvolupament corrent de les seves activitats financeres de crèdit, dipòsit o de naturalesa similar, pot haver mantingut, mantenir actualment o estar interessada a mantenir, en el futur, relacions comercials amb companyies dels sectors d'activitat als quals es fa referència en els informes, o amb alguna de les seves filials i/o participades.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS assumeixen el compromís explícit i formal d'actuar amb honestedat, imparcialitat i lleialtat, sempre en el millor interès del soci/sòcia i de la transparència del mercat. Sense perjudici del compromís anteriorment esmentat, CAIXA ENGINYERS realitza accions de control per garantir que no es perjudiqui els socis/sòcies ni el mercat de valors, i imposa regles internes en l'operatòria personal dels membres del Departament de Research.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS, així com tots els professionals de l'organització implicats directament o indirectament en la prestació de serveis d'inversió, estan subjectes al Reglament Intern de Conducta en l'àmbit del mercat de valors de CAIXA ENGINYERS.

Queda prohibida la reproducció, duplicació, redistribució i/o comercialització, total o parcial, dels continguts d'aquest document, fins i tot citant-ne les fonts, excepte amb el consentiment previ per escrit de Caixa de Crèdit dels Enginyers - Caja de Crédito de los Ingenieros, S. Coop. de Crédito. Tots els drets reservats.