

THÈME DU MOIS

Perspectives allemandes

RÉDACTEUR

**DIDIER
BOROWSKI**RESPONSABLE DE LA
RECHERCHE SUR LES
POLITIQUES
MACROÉCONOMIQUES,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

POINTS À RETENIR

L'économie allemande a pris du retard par rapport aux autres pays de la zone euro en raison de changements structurels de son modèle économique et du commerce mondial. Un effort d'investissement considérable serait nécessaire pour la relancer. Les économistes recommandent dix ans d'investissements massifs dans les infrastructures pour rattraper le retard.

En amont des élections de février, de nombreux partis proposent de réformer la règle du frein à l'endettement. Un plan de relance budgétaire d'envergure n'est pas attendu pour l'année prochaine, mais des réformes même modestes pourraient influencer positivement la confiance des investisseurs, en particulier si elles sont associées à un nouveau fonds hors budget pour les dépenses de défense.

L'arrêt de la Cour constitutionnelle de novembre 2023 n'exclut pas la possibilité de créer de nouveaux fonds hors budget en Allemagne. La Cour a insisté sur le fait que les fonds spéciaux doivent servir l'objectif pour lequel ils ont été créés, mais le succès du fonds de défense de 100 milliards d'euros mis en place après l'invasion de l'Ukraine laisse supposer que des initiatives similaires pourraient être prises pour répondre à certains besoins urgents.

En Allemagne, les mauvaises performances économiques des deux dernières années ont occupé le devant de la scène.

Aucune composante de la demande ne semble en mesure de soutenir l'économie à court terme

La hausse des salaires enregistrée au troisième trimestre est importante (8,8 % en variation annuelle), mais elle résulte principalement de primes ponctuelles destinées à compenser l'inflation passée. Une plus grande modération salariale est déjà perceptible dans des secteurs clés tels que la métallurgie et le marché du travail a commencé à s'affaiblir. L'export, la production industrielle et le secteur de la construction pèsent sur l'activité économique. **Les élections fédérales étant programmées pour le 23 février 2025, l'incertitude politique devrait peser sur les dépenses des ménages et les investissements des entreprises en début d'année**, d'autant plus que les conditions de crédit restent restrictives. La Bundesbank anticipe un grand nombre de faillites d'entreprises en 2025.

Une faiblesse qui n'est pas passagère

Le PIB réel allemand stagne depuis cinq ans (il n'a augmenté que de 0,1 % depuis 2019). L'économie allemande sous-performe les autres économies de la zone euro en raison de changements structurels. Son secteur automobile est en crise et le commerce mondial ne soutient plus autant ses exportations que par le passé. **L'Allemagne est confrontée simultanément à plusieurs difficultés : la compétitivité industrielle souffre de la hausse des coûts de l'énergie et de la concurrence croissante des produits de haute qualité en provenance de Chine** ; le vieillissement rapide de sa population – plus rapide que dans le reste de la zone euro – érode également la croissance potentielle de son économie, estimée à 0,8 %.

La menace Trump sur l'industrie allemande

Selon la Bundesbank, si les droits de douane sont appliqués, ils pourraient coûter 0,6 point de croissance à l'économie allemande. **Le désaccord sur les mesures budgétaires à prendre pour faire face aux menaces et aux défis est en grande partie responsable de l'éclatement de la coalition au pouvoir.** Le gouvernement allemand prévoit un rebond du PIB réel de 1,1 % en 2025 (après une baisse d'environ 0,1 % en 2024), grâce à l'évolution favorable du revenu disponible réel des ménages. Toutefois, les risques baissiers se sont aggravés. La Commission européenne est plus prudente, avec une croissance attendue de 0,7 % en 2025. Le 13 décembre, la Bundesbank a révisé ses propres prévisions de croissance du PIB de 1,1 % à 0,2 % pour 2025 et de 1,4 % à 0,8 % pour 2026. Cette forte révision vise à encourager une politique budgétaire expansionniste.

Un gigantesque déficit d'investissement public

Plusieurs instituts allemands ont estimé que le déficit d'investissement s'élève à 600 milliards d'euros, soit 14 % du PIB en 2024, sans tenir compte des besoins en dépenses de défense, qui sont estimés à 30 milliards d'euros par an (0,7 % du PIB). Ce manque d'investissement est de nature à menacer l'avenir de l'Allemagne. Les économistes recommandent un rattrapage dans les dix ans en investissant massivement dans les infrastructures.

Pour atteindre cet objectif, le gouvernement devrait stimuler son économie à hauteur de 1,5 % du PIB chaque année, ce qui est actuellement impossible en raison de la règle du frein à l'endettement. Mais le problème du sous-investissement n'est pas seulement lié au manque de fonds disponibles ; l'excès de bureaucratie est également considéré comme largement responsable du retard des investissements publics.

Une règle budgétaire de plus en plus contestée

L'Allemagne se trouve actuellement dans une impasse budgétaire. Inscrite dans la Constitution allemande en 2009, la règle du frein à l'endettement limite le déficit budgétaire structurel (c'est-à-dire corrigé des variations conjoncturelles) à 0,35 % du PIB par an. Suspendue depuis 2020 en raison de la crise sanitaire, cette règle a été rétablie dans le budget 2024. Face à la stagnation de l'économie, il apparaît nécessaire de réformer cette règle. Plusieurs propositions de réforme, plus ou moins ambitieuses, ont été présentées. Avec une dette publique représentant 63 % du PIB en 2024 (contre environ 110 % en France), l'Allemagne dispose d'une grande marge budgétaire lui permettant d'augmenter ses investissements sans mettre sa dette publique sur une trajectoire insoutenable.

L'idée de réformer le frein à l'endettement pour soutenir les dépenses d'investissement est soutenue par de nombreux partis, à l'exception notable du FDP. La CDU, le SPD et les Verts, partenaires probables de la future coalition selon des sondages récents, sont favorables à cette réforme (voir l'article à la page suivante). Aucun plan de relance budgétaire d'envergure n'est prévu pour l'année prochaine, mais les assouplissements budgétaires proposés pourraient débloquer des fonds représentant 0,5 % à 1,0 % du PIB par an, à partir de 2026. Cela dit, **même des réformes modestes pourraient avoir une incidence favorable sur la confiance des investisseurs en 2025, en particulier si elles sont associées à un nouveau fonds hors budget dédié aux dépenses de défense.**

Pour faire face à son déficit d'investissement, l'Allemagne doit stimuler son économie dans les années à venir. Une éventuelle réforme de la règle budgétaire et la création d'un fonds hors budget pour les dépenses de défense seraient des mesures positives susceptibles d'améliorer la confiance des investisseurs.

Vers de nouveaux fonds spéciaux ?

Dans les années 2020, l'utilisation de fonds hors budget a considérablement augmenté. Selon la Bundesbank, le total des déficits potentiels (pluriannuels) en 2022 s'élevait à 400 milliards d'euros, soit environ 10 % du PIB en 2023. À titre de comparaison, la limite imposée par le frein à l'endettement n'aurait permis d'emprunter que 13 milliards d'euros en 2023. Dans la législation budgétaire fédérale, un fonds hors budget (« fonds spécial » ou « Sondervermögen ») est un budget supplémentaire indépendant (budget parallèle) destiné à remplir une fonction spécifique. À l'instar du budget, ces fonds spéciaux doivent être approuvés par une majorité de députés et sont soumis au contrôle du Parlement.

Ces fonds « hors budget » ont été utilisés pour contourner les règles budgétaires, en particulier le frein à l'endettement. En 2022, le transfert de 60 milliards d'euros de fonds destinés à faire face aux conséquences de la crise de Covid-19 vers un fonds spécial pour le climat et la transition a été contesté devant la Cour constitutionnelle fédérale. En novembre 2023, la Cour a déclaré anticonstitutionnelle cette réaffectation, au motif qu'il doit y avoir un lien de causalité direct entre la situation d'urgence exceptionnelle identifiée et le dépassement des limites d'emprunt. On notera, en revanche, que la Cour constitutionnelle n'a pas interdit l'utilisation de ces véhicules à usage spécifique. Elle s'est seulement prononcée contre le principe de la réaffectation. En bref, pour la Cour constitutionnelle, les fonds spéciaux ne peuvent être utilisés que dans le but spécifique pour lequel ils ont été prévus.

Notons également que le fonds spécial de 100 milliards d'euros mis en place après l'invasion de l'Ukraine en 2022 pour renforcer les capacités de défense de l'Allemagne n'a pas été affecté par cette décision de la Cour constitutionnelle en novembre 2023. Cela laisse supposer qu'un nouveau fonds du même type pourrait être créé, pour les dépenses de défense ou même pour financer d'autres besoins.

GÉOPOLITIQUE

RÉDACTEUR

Focus sur les élections allemandes

Les élections anticipées du 23 février présentent des avantages et des inconvénients pour l'Allemagne et l'Europe. Côté positif, un changement de gouvernement pourrait doter l'Allemagne d'un gouvernement plus stable, capable de mettre en œuvre des réformes économiques et budgétaires – comme la réforme de la règle du frein à l'endettement, qui définit des limites strictes aux emprunts de l'État (voir l'article précédent) – et d'assurer un leadership plus fort au sein de l'Union européenne. Côté négatif, cela signifie que l'Allemagne sera confrontée à une plus grande incertitude au moment où elle doit se préparer à l'impact de l'arrivée de la nouvelle administration américaine. Autre risque, cette élection anticipée pourrait également donner naissance à une nouvelle coalition tripartite, faible par nature, face à une opposition forte capable de bloquer les réformes constitutionnelles.

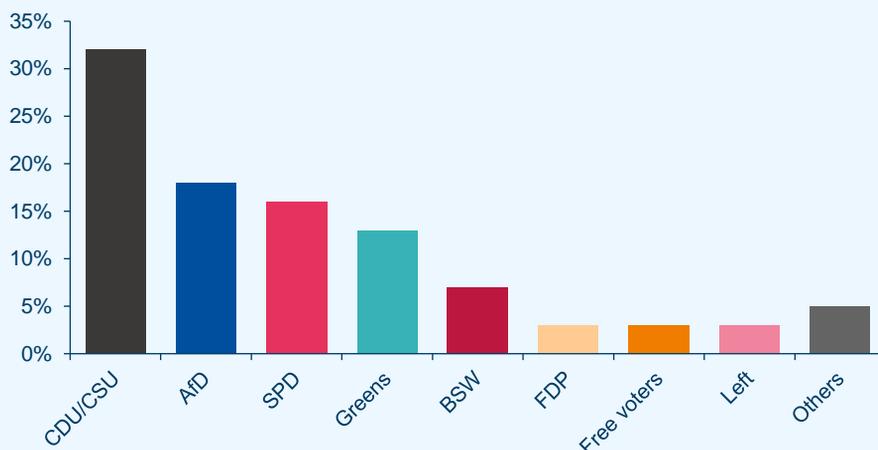
Malgré ces risques, il est fort probable que le résultat de l'élection soit bien accueilli par les marchés. Si la CDU/CSU entre dans une coalition avec le centre gauche (SPD) ou les Verts, un compromis sur la réforme budgétaire devra être trouvé à leur arrivée au pouvoir, celui-ci conditionnant le soutien des partis de gauche à cette coalition. Le leader de la CDU et probable chancelier, Friedrich Merz, accepterait probablement un tel compromis. Il convient de noter que l'ancienne chancelière de la CDU, Angela Merkel, a publiquement exprimé son soutien à la réforme du frein à l'endettement. Si les élections débouchent sur une grande coalition CDU/SPD, une réforme du frein à l'endettement ou un autre mécanisme créatif permettant d'injecter des stimulants budgétaires dans l'économie semblent de plus en plus probables. Ceci pourrait conduire à un paquet de réformes prévoyant une plus grande marge de manœuvre pour les investissements publics, les dépenses de défense, une réduction des dépenses sociales et des réductions de l'impôt sur les sociétés.

Cependant, il existe également plusieurs scénarios sans réforme budgétaire et l'Allemagne pourrait se retrouver dans la même situation sous Merz que celle dans laquelle elle se trouve actuellement avec le Chancelier Scholz. Par exemple, il se peut que la CDU doive entrer dans une autre coalition à trois incluant le parti libéral FDP où ce dernier resterait aussi déterminé qu'aujourd'hui à empêcher la réforme du frein à l'endettement. Il est également possible que les partis d'extrême droite et d'extrême gauche obtiennent plus d'un tiers des sièges au parlement, ce qui leur permettrait de bloquer la modification constitutionnelle nécessaire à la réforme du frein à l'endettement.

Le parti d'extrême droite AfD sortira probablement renforcé de ces élections, mais il est peu probable qu'il se retrouve au gouvernement, compte tenu du passé historique de l'Allemagne.

Le parti d'extrême droite AfD sortira probablement renforcé de ces élections, mais il est peu probable qu'il se retrouve au gouvernement, compte tenu du passé historique de l'Allemagne.

GRAPHIQUE : Élections au Bundestag, sondages les plus récents



Source : Amundi Investment Institute, DAWUM, IPSOS. Données au 5 décembre 2024.

MARCHÉ ACTIONS

Actions allemandes : l'étoile montante de l'Europe

RÉDACTEURS

ERIC MIJOT
RESPONSABLE DE LA
STRATÉGIE ACTIONS,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

En 2024, l'indice allemand DAX a été très performant dans le paysage des actions européennes, affichant une hausse notable de 21 % en cumul annuel au 16 décembre 2024. Cette performance est en net contraste avec l'Eurostoxx 50, qui a progressé de 13 % (performance totale) et avec le Stoxx 600, plus large, qui a enregistré un gain plus modeste de 11 % (performance totale).

Au-delà de son profil international (82 % de chiffre d'affaires réalisé en dehors de l'Allemagne), l'un des facteurs clés contribuant au succès du DAX est sa composition sectorielle. L'indice comporte une part importante de valeurs industrielles (25 % de sa pondération) et technologiques (19 %). Cette répartition a permis au DAX de bénéficier de thèmes à long terme tels que la défense, le changement climatique et la transformation numérique en cours.

En outre, la part significative (20 %) du secteur financier dans le DAX a également contribué à sa performance. Le secteur financier a enregistré des gains importants dans toute l'Europe cette année, un dynamisme dont le DAX a bien profité. En ce qui concerne l'avenir, les prévisions de bénéfices pour le DAX sont prometteuses, avec une croissance prévue de 11 % au cours des 12 prochains mois, ce qui est bien supérieur à la croissance prévue pour le marché européen plus large, qui, d'après Ibes, devrait être de l'ordre de 7 %.

Notre cartographie des indices nationaux européens place l'Allemagne dans une position privilégiée. En effet, ce marché international cyclique bénéficie d'une évolution favorable et d'une dynamique relative positive en matière de BPA par rapport au reste de l'Europe. Bien qu'il soit suracheté à court terme, son positionnement favorable, combiné à une composition sectorielle attractive, devrait continuer à attiser l'appétit des investisseurs à l'horizon 2025. Le principal risque est la forte concentration de l'indice, puisque quatre titres seulement représentent 41 % de sa capitalisation boursière.

La part importante des secteurs industriel, technologique et financier dans le DAX, combinée à des perspectives de bénéfices favorables, en fait un marché séduisant pour les investisseurs.

GRAPHIQUE : Performance du DAX vs Eurostoxx 50 et STOXX600



Source : Amundi Investment Institute à partir de données Bloomberg. Données au 16 décembre 2024. Indices de performance totale en devises locales.

CONTRIBUTEURS AII*

SERGIO BERTONCINI

STRATÉGISTE SENIOR TAUX

POL CARULLA

SPÉCIALISTE DE L'ÉDITION & DES DIVISIONS CLIENT

UJJWAL DHINGRA

SPÉCIALISTE DE L'ÉDITION & DES DIVISIONS CLIENT

SILVIA DI SILVIO

MACROSTRATÉGISTE SENIOR, CROSS ASSET

PATRYK DROZDIK

STRATÉGISTE SENIOR, MARCHÉS ÉMERGENTS

DELPHINE GEORGES

STRATÉGISTE SENIOR OBLIGATIONS

KARINE HERVÉ

MACROSTRATÉGISTE SENIOR, MARCHÉS ÉMERGENTS

SOSI VARTANESYAN

ANALYSTE SOUVERAINS SENIOR

DIRECTEURS DE LA PUBLICATION

MONICA DEFEND

DIRECTRICE D'AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

VINCENT MORTIER

CIO GROUPE

RÉDACTRICES EN CHEF

CLAUDIA BERTINO

RESPONSABLE ÉDITION ET PUBLICATION, AII*

LAURA FIOROT

RESPONSABLE ÉDITION & DIVISIONS CLIENT, AII*

RÉDACTEURS EN CHEF ADJOINTS

FRANCESCA PANELLI

SPÉCIALISTE DE L'ÉDITION & DES DIVISIONS CLIENT

CONCEPTION ET VISUALISATION DES DONNÉES

CHIARA BENETTI

DIRECTRICE ARTISTIQUE NUMÉRIQUE ET CONCEPTRICE DE STRATÉGIES, AII*

VINCENT FLASSEUR

RESPONSABLE GRAPHISME ET VISUALISATION DES DONNÉES, AII*

* Amundi Investment Institute

INFORMATIONS IMPORTANTES

Le présent document est communiqué à titre purement informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'offre d'achat, ni une recommandation d'un quelconque titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services cités en référence peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et sont susceptibles de ne pas être agréés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans le présent document sont réservées à votre usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante d'un quelconque instrument ou produit financier ou indice.

En outre, aucun élément du présent document n'est destiné à fournir un conseil fiscal, juridique ou d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations figurant dans le présent document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et datent du 16 décembre 2024. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Les informations contenues dans le présent document sont indiquées « en l'état » et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. Les données historiques et les analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie concernant toute analyse, prévision ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées au sujet des tendances du marché et de l'économie sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres, et aucune assurance ne peut être donnée quant au fait que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, une recommandation à l'égard d'un titre ou une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Tout investissement comporte des risques, notamment de marché, politiques, de liquidité et de change.

De plus, toute personne impliquée dans la production de ce document ne saurait en aucun cas être tenue responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif ou consécutif (y compris, à titre non exhaustif, en cas de manque à gagner) ou de tout autre dommage.

Date de première utilisation : 17 décembre 2024

Réf. du document : 4105132.

Document publié par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée (SAS) au capital de 1 143 615 555 € – Société de gestion de portefeuille régie par l'AMF sous le numéro GP04000036 – Siège social : 90-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com.

Crédits photo : ©iStock/Getty Images Plus – pawel.gaul

Amundi Investment Institute

Dans un monde en mutation, les investisseurs ont un besoin essentiel de mieux comprendre leur environnement et l'évolution des pratiques d'investissement pour définir leur allocation d'actifs et construire leurs portefeuilles.

Cet environnement intègre les dimensions économique, financière, géopolitique, sociétale et environnementale. Pour répondre à ce besoin, Amundi a créé l'Amundi Investment Institute. Cette plateforme de recherche indépendante regroupe ses activités de recherche, de stratégie de marché, d'analyse thématique et de conseil en allocation d'actifs sous une même entité : l'Amundi Investment Institute. Son objectif est de produire et de diffuser des travaux de recherche et de réflexion qui anticipent et innovent au profit des équipes de gestion et des clients.

Consultez les dernières informations sur :



- Géopolitique
- Économie et marchés
- Stratégie de portefeuille
- Analyses ESG
- Hypothèses du marché des capitaux
- Recherche Cross Asset

[Visitez notre Centre de recherche](#)

Retrouvez-nous sur



Amundi
Investment Solutions

Trust must be earned