

THÈME DU MOIS

# Allemagne : sortir de la crise offre des opportunités

RÉDACTEURS

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

## PRINCIPAUX POINTS À RETENIR

La reprise économique à court terme est exposée à certains risques. L'Allemagne connaît une phase de stagnation structurelle après une croissance faible en 2025 et deux années précédentes de récession, avec une industrie et des exportations en crise. Un important pivot budgétaire - un fonds hors budget de 500 milliards d'euros et des emprunts supplémentaires pour la défense - vise à rééquilibrer l'économie et à stimuler la demande à partir de 2026. À plus long terme, nous pensons que les réformes pourraient permettre une expansion plus forte à partir de 2027 si elles sont accélérées de manière décisive.

Nous pensons que les actions allemandes peuvent continuer à générer des rendements attractifs en 2026 et même surperformer les actions européennes. Les marchés devraient commencer à intégrer une amélioration des perspectives de bénéfices, soutenue par la relance budgétaire et l'assouplissement monétaire, l'atténuation des risques liés aux droits de douane et un contexte de taux de change plus favorable. Les secteurs de l'industrie et de la finance (qui sont les plus importants en taille) devraient bénéficier de la hausse des dépenses de défense et d'infrastructure.

L'économie allemande est entrée dans une phase de stagnation structurelle. La croissance est restée faible en 2025, après deux années consécutives de récession. Le secteur des exportations et de manière plus générale l'industrie sont en crise. Le changement de politique budgétaire en début d'année, couplé à l'assouplissement de la règle du frein à la dette, devrait doper la croissance en 2026, mais jusqu'à quel point ? Les analyses des économistes diffèrent, tant au sein des organismes publics (comme la Bundesbank, le gouvernement fédéral et l'OCDE) que dans la sphère privée. Ces analyses opposent ceux qui s'attendent à un impact rapide (via l'effet keynésien classique) à ceux qui soulignent l'importance et la difficulté de surmonter les défis structurels. Nous considérons cette difficulté davantage comme un phénomène temporaire que comme un phénomène général.

## Les défis structurels de l'Allemagne

L'économie allemande stagne depuis six ans. La hausse des coûts de l'énergie dans certains secteurs, notamment l'automobile et la chimie, et l'intensification de la concurrence des produits chinois de haute qualité ont affecté la compétitivité de l'industrie allemande. La spécialisation industrielle de l'Allemagne a eu un impact négatif sur son économie. S'y ajoute le vieillissement rapide de sa population, qui pèse sur la croissance potentielle de l'économie et qui s'opère plus rapidement que dans le reste de la zone euro. Sa liste de problèmes structurels est longue :

- Fatigue du modèle d'exportation ;
- Chômage de longue durée ;
- Bureaucratie excessive ;
- Fiscalité relativement élevée des entreprises ;
- Coûts énergétiques élevés ;
- Pénurie de main-d'œuvre qualifiée ; et
- Dégradation des performances du marché du travail par rapport au reste de l'Europe (taux d'emploi stagnant malgré un niveau de chômage faible).

Le modèle allemand traverse une crise systémique, inédite depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. Il faudra probablement de nombreuses années à l'industrie pour adapter son appareil de production, mais la crise offre des opportunités. Le changement radical de politique budgétaire en ce début d'année 2025 a été provoqué par cette crise. L'investissement public dans les infrastructures a pour but de revitaliser l'offre intérieure et de rééquilibrer un modèle trop dépendant du secteur manufacturier exportateur. Cependant, bien qu'elles soient essentielles pour assurer le succès des mesures de relance, les réformes structurelles sont toujours en attente.

### Un plan de relance budgétaire spectaculaire

Avec l'assouplissement du frein à la dette allemande, le gouvernement fédéral dispose d'une marge de manœuvre budgétaire considérable. Un nouveau fonds hors budget de 500 milliards d'euros (équivalent à 11 % du PIB en 2025) a été adopté au printemps pour financer les investissements en infrastructures et en climat au cours des 12 prochaines années. En outre, le gouvernement peut financer des dépenses de défense et de sécurité supérieures à 1 % du PIB par le biais de nouveaux emprunts. Si l'on exclut les Länder, le gouvernement prévoit un emprunt net cumulé d'environ 850 milliards d'euros sur la période 2025-2029. **Cela signifie que la dette fédérale totale (1 700 milliards d'euros à fin 2024) devrait augmenter de moitié sur cinq ans.**

Nous savons qu'en période de faiblesse économique, les politiques de relance budgétaire ont un impact plus important (les multiplicateurs sont plus élevés en bas de cycle). Cela devrait être d'autant plus évident que le gouvernement a simultanément mis en place des mesures visant à stimuler directement la demande intérieure privée, en augmentant le salaire minimum et en offrant des incitations fiscales à l'investissement. Cela dit, l'offre intérieure doit encore être en mesure de répondre à l'augmentation de la demande. Les efforts en matière de défense et d'infrastructures sont principalement axés sur la revitalisation et la diversification du tissu industriel national. Toutefois, **la pénurie de main-d'œuvre qualifiée dans certains secteurs, notamment les infrastructures, limitera l'effet multiplicateur**, tout comme la lourdeur de la bureaucratie et la lenteur excessive des processus de décision.

### Regain d'inquiétude chez les producteurs manufacturiers

Le dernier rapport de la Fédération des industries allemandes (BDI) fait état d'une faible utilisation des capacités, en particulier dans les secteurs clés de l'industrie allemande que sont la chimie, l'ingénierie mécanique et l'acier. La production du secteur chimique est actuellement à son plus bas niveau en 30 ans, avec des usines fonctionnant à moins de 72 % de capacité, le niveau le plus bas depuis 1991. Depuis le début de l'année, l'Allemagne a importé plus de machines de Chine qu'elle n'en a exporté. Par ailleurs, malgré son expansion rapide, le secteur de la défense en Allemagne reste trop faible pour compenser le déclin de l'industrie automobile. Le manque de diversification de l'industrie entrave la reprise. Il est difficile d'imaginer comment la relance budgétaire pourrait empêcher le déclin de ces secteurs. Dans ce contexte, il n'est pas surprenant que le climat des affaires se soit dégradé depuis le rebond du printemps. Les enquêtes ne révèlent pas de hausse des commandes industrielles et les chefs d'entreprise commencent à s'interroger sur les perspectives de reprise.

### La souscription d'emprunts n'entraîne pas nécessairement des dépenses immédiates.

Sans projets viables dans lesquels investir, ces emprunts se contentent de gonfler les caisses du gouvernement. Lors de son premier mois d'existence en octobre, le fonds spécial hors budget pour les infrastructures et le climat a contracté des prêts pour un montant d'environ 13 milliards d'euros (un tiers de ce qui était prévu pour 2025). Seuls 35 milliards d'euros ont été dépensés sur les 100 milliards, créés en 2022, destinés aux forces armées. Les dépenses de défense en 2025 s'élèvent à 45 milliards d'euros (24 milliards d'euros de moins que l'objectif de l'année). Les achats militaires se sont élevés à 10 milliards d'euros, contre un objectif de 22 milliards d'euros. Enfin, les dépenses d'investissement, quant à elles, n'ont atteint que 44 milliards d'euros (soit 19 milliards d'euros de moins que l'objectif pour 2025).

*« Les efforts en matière de défense et d'infrastructures sont principalement axés sur la revitalisation et la diversification du tissu industriel national. Toutefois, la pénurie de main-d'œuvre qualifiée dans certains secteurs, notamment les infrastructures, limitera l'effet multiplicateur ».*

## 500 Md€

Nouveau fonds hors budget.

## 850 Md€

Emprunts nets cumulés prévus pour la période 2025-29.

## 1 700 Md€

Dette fédérale totale à fin 2024.

## Indice IFO du climat des affaires



« Nous restons optimistes quant à une reprise plus forte à partir de 2027 si les réformes s'accélèrent. »

Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 10 décembre 2025.

Dans ces circonstances, il apparaît de plus en plus clairement que les fonds supplémentaires sont détournés vers les dépenses courantes. Bien que cela puisse avoir un impact sur la croissance l'année prochaine, il convient de noter que l'investissement est nécessaire pour augmenter le PIB potentiel à moyen terme. **Dans l'ensemble, nous pensons que les risques pesant sur la croissance restent orientés à la baisse à court terme.** La reprise attendue de l'activité ne sera pas aussi forte que prévu l'an prochain. **Toutefois, à moyen terme, nous sommes optimistes et prévoyons une reprise plus substantielle à partir de 2027, à condition que le rythme des réformes s'accélère.**

L'augmentation des dépenses de défense et d'infrastructure devrait stimuler modérément la croissance du PIB en 2026. Ces dépenses pourraient ajouter environ 0,3 à 0,5 point de pourcentage à la croissance l'année prochaine, avec d'autres effets positifs en 2027 et au-delà, à mesure que les investissements publics augmentent et que les effets multiplicateurs se concrétisent. L'amélioration des infrastructures renforcera l'efficacité économique, tandis que les dépenses de défense pourraient stimuler l'innovation technologique et la R&D du secteur privé. Toutefois, l'impact initial en 2026 devrait être limité en raison de l'importance des importations. **Dans l'ensemble, malgré les risques à court terme, il existe un potentiel de hausse à l'horizon 2027-28.**

## Notre scénario en un coup d'œil

- **L'économie allemande est proche de la stagnation**, avec une inflation modérée, des déficits et une dette en hausse et nous restons sceptiques quant à la reprise. Parallèlement, les ménages semblent désireux de maintenir un taux d'épargne élevé et la politique budgétaire évolue d'une politique légèrement restrictive en 2025 à une politique beaucoup plus expansionniste à partir de 2026. En conséquence, **l'Allemagne entre dans une phase de stabilisation progressive.**
- **Le PIB réel est quasiment stationnaire en 2025**, après un ralentissement prolongé de l'industrie et une faible demande extérieure.
- **Les dépenses de défense et d'infrastructure augmenteront à partir de l'année prochaine, stimulant la croissance dans les années à venir.** Les principaux risques sont la faiblesse prolongée de l'industrie et des exportations, le durcissement des conditions financières mondiales et l'insuffisance des réformes structurelles, qui pourraient maintenir la croissance à un niveau faible et la dette sur une trajectoire haussière.
- Les prévisionnistes s'attendent à une accélération progressive de la croissance pour atteindre environ 0,7-1,3 % en 2026 et 1,2-1,6 % en 2027, à la faveur des investissements publics et de la consommation des ménages. **Nous sommes beaucoup plus prudents et anticipons une croissance à 0,8 % (2026) et 1,1 % (2027).** Les dernières enquêtes suggèrent que les entreprises restent sceptiques quant à la reprise. Les ménages semblent quant à eux désireux de conserver un taux d'épargne élevé.
- **L'inflation globale est revenue proche de l'objectif**, tandis que l'inflation sous-jacente reste légèrement supérieure, mais tend à décélérer. **Nous tablons sur une inflation globale de 1,9 % en 2026 et 2027, après 2,1 % en 2025.**
- **Le déficit public est de l'ordre de 2,5-3,0 % du PIB ; la dette publique s'établit à 60-65 % du PIB** et est en légère hausse après l'augmentation post-Covid.

## Principaux risques

- **Stagnation industrielle**, notamment dans la chimie, les machines et l'automobile.
- **Transition énergétique** : les prix élevés de l'énergie restent un frein structurel ; l'incertitude politique persiste.
- **Incertitudes budgétaires** : des risques de mise en œuvre subsistent autour des nouveaux fonds spéciaux et des interactions avec la Cour constitutionnelle.
- **Demande extérieure** : Ralentissement chinois et fragmentation des chaînes d'approvisionnement.
- **Démographie** : La baisse de la population active menace la croissance à moyen terme.

THÈME DU MOIS

# Performances attractives attendus pour les actions allemandes en 2026

RÉDACTEURS

**AYUSH TAMBI**STRATÉGISTE ACTIONS  
SENIOR, AMUNDI  
INVESTMENT INSTITUTE**PIERRE BROUSSE**STRATÉGISTE ACTIONS,  
AMUNDI INVESTMENT  
INSTITUTE

Les actions allemandes ont enregistré des performances solides sur l'année (+20 % pour l'indice MSCI Germany Total Return\*) en termes absolus. Toutefois, par rapport à l'indice de référence (MSCI Europe), elles ont stagné et ont même sous-performé au cours des six derniers mois, les investisseurs étant de plus en plus sceptiques quant à la capacité du nouveau gouvernement à mettre en œuvre les mesures de relance budgétaire prévues.

**Nous reconnaissons que le processus prendra du temps, mais nous pensons qu'une dynamique positive est engagée. Par conséquent, les actions allemandes devraient enregistrer des performances attrayantes et surperformer les actions européennes.**

## MSCI Allemagne vs MSCI Europe



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 8 décembre 2025.

L'indice MSCI Germany se négocie actuellement à un PER à 12 mois de 14,5x, ce qui est bien supérieur à sa moyenne sur 15 ans de 12,5x, mais légèrement inférieur à l'indice de référence (14,8x pour le MSCI Europe). À partir de tels niveaux, le gros de la performance du marché devra être porté par les bénéfiques. La croissance des BPA du consensus IBES pour 2026 est de +14 % (+12 % pour le MSCI Europe), ce qui semble un peu trop optimiste. Néanmoins, compte tenu de l'assouplissement budgétaire et monétaire en Allemagne, de la dissipation des craintes liées aux droits de douane et d'un contexte de taux de change plus favorable, **les perspectives de bénéfiques pour l'année prochaine semblent bien meilleures que cette année.**

Sur le marché, les actions allemandes sont exposées à divers thèmes à court et à long terme. Les deux secteurs les plus importants sont l'industrie (28 %) et la finance (22 %, d'après les secteurs GICS de MSCI). Le premier est un secteur diversifié et devrait bénéficier de la hausse des dépenses de défense et d'infrastructures, ainsi que de l'électrification. Les valeurs financières, en particulier les banques, se sont très bien comportées, mais semblent toujours bon marché. Elles ont connu de fortes révisions de leurs bénéfiques et ont généré des rendements élevés pour les actionnaires.

\* Source : Bloomberg, au 11 décembre 2025.

*« Malgré la faiblesse de l'économie à court terme, nous pensons que les actions allemandes devraient générer des rendements attractifs en 2026, en particulier les valeurs industrielles et financières. »*

## CONTRIBUTEURS AII\*

**VALENTINE AINOUZ**

RESPONSABLE DE LA STRATÉGIE OBLIGATAIRE MONDIALE, AII\*

**MICKAEL BELLAICHE**

STRATÉGISTE OBLIGATAIRE, AII\*

**DIDIER BOROWSKI**

RESPONSABLE DE LA RECHERCHE SUR LES POLITIQUES MACROÉCONOMIQUES, AII\*

**PIERRE BROUSSE**

STRATÉGISTE ACTIONS SENIOR, AII\*

**DELPHINE GEORGES**

STRATÉGISTE OBLIGATAIRE SENIOR, AII\*

**GUY STEAR**

RESPONSABLE STRATÉGIE MARCHÉS DÉVELOPPÉS, AII\*

**AYUSH TAMBI**

STRATÉGISTE ACTIONS SENIOR, AII\*

## DIRECTEURS DE LA PUBLICATION

**MONICA DEFEND**

DIRECTRICE D'AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

**VINCENT MORTIER**

CIO GROUPE

## ÉDITEURS

**CLAUDIA BERTINO**

RESPONSABLE AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS AND PUBLISHING, AII\*

**LAURA FIOROT**

RESPONSABLE INVESTMENT INSIGHTS & CLIENT DIVISION, AII\*

## ÉDITEUR ADJOINT

**FRANCESCA PANELLI**

SPÉCIALISTE INVESTMENT INSIGHTS ET CLIENT DIVISION, AII\*

## CONCEPTEUR-RÉDACTEUR

**CHIARA BENETTI**

DIRECTRICE ARTISTIQUE NUMÉRIQUE ET CONCEPTRICE DE STRATÉGIES, AII\*

\* Amundi Investment Institute

## INFORMATIONS IMPORTANTES

Ce document est uniquement destiné à des fins d'information.

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 S.A.S. et datent du 10 décembre 2025. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « en l'état » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à toute utilisation qui pourrait en être 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 S.A.S. 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. Investir comporte des risques, notamment de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, 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, consécutif (y compris, sans limitation, le manque à gagner) ou de tout autre dommage.

Date de première utilisation : 15 décembre 2025.

Identifiant du document : 5064494.

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](http://www.amundi.com)

Crédit photo : ©iStock/Getty Images Plus - Ekaterina Chizhevskaya

# Amundi Investment Institute

Dans un monde de plus en plus complexe et 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 un même chapeau : 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 mises à jour :



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

Retrouvez-nous sur



[Visitez le Centre de recherche](#)

**Amundi**  
Investment Solutions

Trust must be earned