

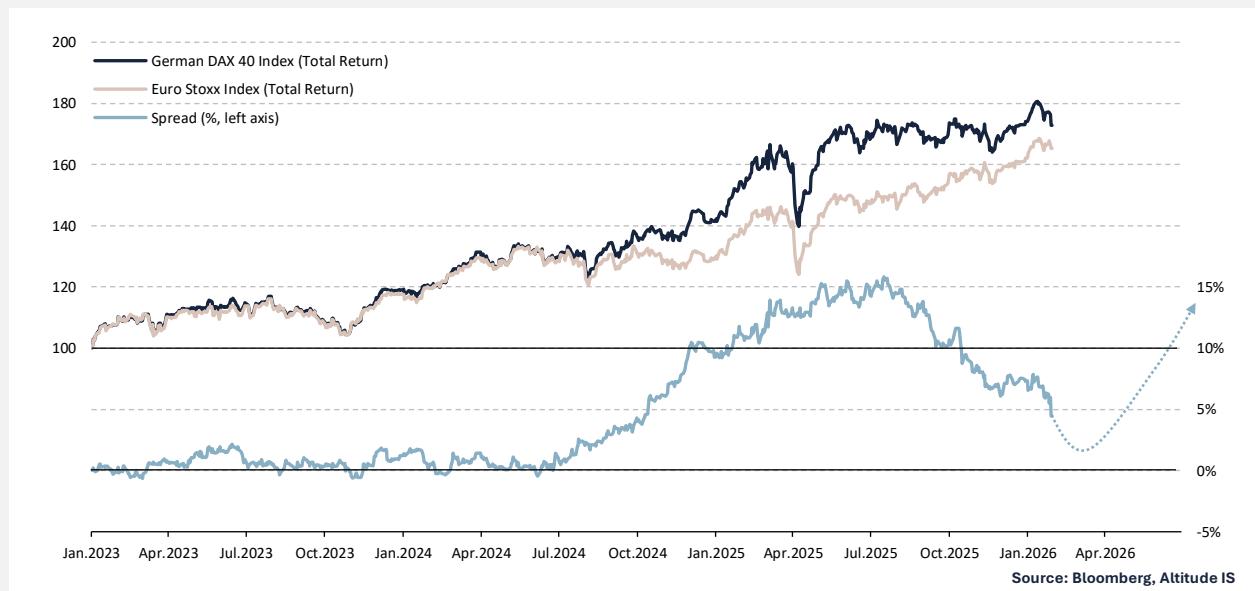
## stratégie & thématiques

Le fleximadaire qui atteint des sommets - publication du 2 février 2026

### "LE RÉVEIL DE BARBEROUSSE"

- L'Allemagne a connu des années difficiles et surmonté de nombreux défis
- Les sociétés ont opéré de profondes mutations, dans l'industrie et dans les services
- Les plans de relance du gouvernement renforcent leur capacité à générer des profits
- Les investisseurs devraient davantage se tourner vers le DAX

### GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Deuxième appel avant la surperformance de l'indice allemand"



### ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

**Et si Barberousse**, l'empereur Frédéric 1<sup>er</sup> de Hohenstaufen, **n'était pas mort** en juin 1190, mais était simplement resté endormi au cœur de la montagne du Kyffhäuser ? La légende raconte que sa barbe rousse a continué de pousser à travers une table de pierre, en attendant l'heure de son réveil destiné à restaurer la prospérité de l'Allemagne. A observer la trajectoire du DAX 40 ces dernières années, il n'est pas impossible que la fiction ait fini par rattraper la réalité et que le géant allemand soit effectivement sorti de son sommeil. Après plusieurs années marquées par une croissance atone (cf. Fig. 2), une austérité budgétaire draconienne, la contrainte de ne plus s'approvisionner en énergie russe, des entreprises et des ménages au moral en berne (cf. Fig. 3), **l'Allemagne est en train d'opérer une mutation aussi profonde que**

**prometteuse.** Comme souvent, les investisseurs sont visionnaires et n'ont pas attendu la confirmation par les faits pour s'exposer au réveil du géant allemand. A Francfort, entre juillet 2024 et juin 2025, les actions ont adopté un rythme de progression supérieur à la moyenne des places de cotation européennes (cf. Graphique de la semaine). Depuis, elles ont marqué le pas, réduisant cet avantage de 15% à 5%. Pour comprendre pourquoi la surperformance du DAX 40 est amenée à se poursuivre, il convient d'analyser les fondations mêmes de l'économie allemande, dont les entreprises profitent de la puissance productrice et exportatrice, mais aussi du soutien tant attendu de son marché domestique.

Fig. 2 – Croissance de l'activité économique



Fig. 3 – Confiance des entreprises et des ménages



Parmi les pays développés, l'Allemagne apparaît comme une anomalie positive. **Son industrie représente 27% de son produit intérieur brut**, contre 18% pour les États-Unis ou la moyenne des pays de la Zone Euro. Cela lui confère une forte sensibilité aux cycles économiques internationaux. Cette singularité s'incarne dans les secteurs de **l'automobile, de la chimie, de la construction mécanique et de l'électrotechnique**, qui forment l'épine dorsale du pays. Ce quatuor a dû faire face au défi de la décarbonation et à la fin des livraisons de pétrole et de gaz russes, mais il se trouve actuellement **dans une phase d'électrification massive et de réinvention technologique qui génèrent des gains de productivité élevés**. Le paysage économique allemand est composé de géants industriels mais également d'une multitude de sociétés familiales, le *Mittelstand*. Ces petits champions, souvent discrets, figurent parmi les leaders mondiaux dans des marchés de niche, souvent très techniques. Représentant 60% des emplois, ils assurent la résilience du marché du travail et irriguent l'ensemble de la chaîne de valeur, non seulement en Allemagne mais dans toute l'Europe.

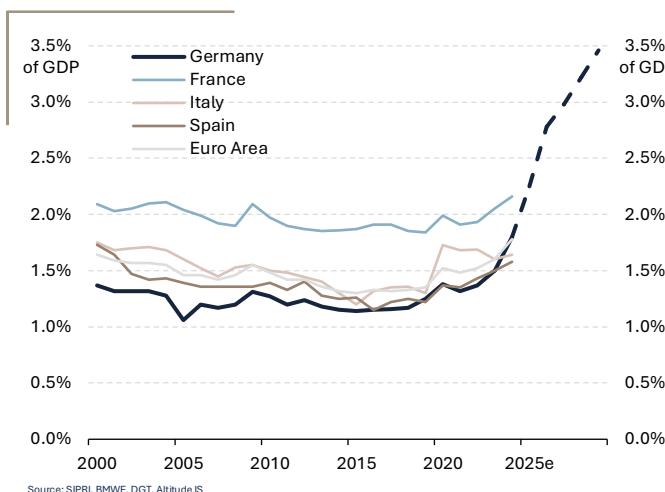
**L'ouverture internationale de l'économie allemande constitue un facteur de croissance important.** Avec des exportations représentant près de 40% de sa richesse nationale, le pays profite d'une exposition directe aux zones de croissance les plus dynamiques de la planète. La reprise économique en Chine ainsi que le développement des infrastructures dans les pays d'Europe de l'Est offrent un puissant relais de croissance aux entreprises allemandes.

**Les services ne sont pas en reste.** Ils contribuent aux deux tiers de la richesse nationale, en s'appuyant sur **la finance de la place de Francfort, les plateformes logistiques et les logiciels informatiques**. Cette tertiarisation de l'économie s'est accélérée sous l'impulsion de la transformation digitale des entreprises.

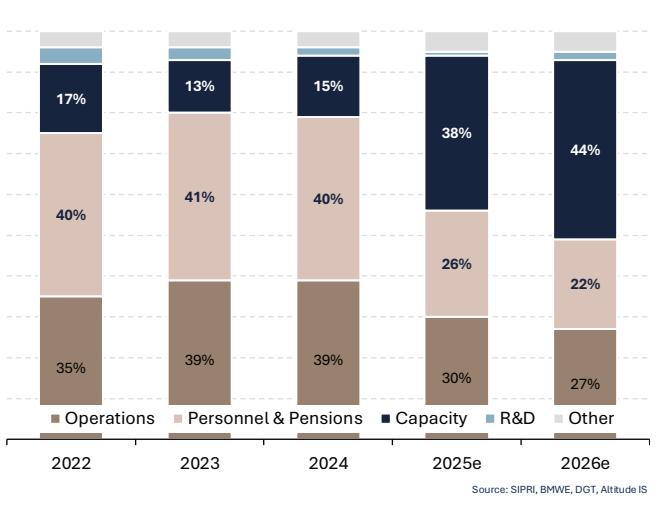
Le secteur de la santé et des biotechnologies complète ce tableau, avec des acteurs qui parviennent à bénéficier du vieillissement démographique et de l'augmentation massive des dépenses de santé. **L'alliance entre une base industrielle puissante et des services à haute valeur ajoutée permet à l'Allemagne de combiner croissance cyclique et prévisibilité des revenus.**

Au vu des derniers bouleversements économiques et géopolitiques mondiaux, **le gouvernement a cherché à projeter l'Allemagne vers l'avenir**. En 2025, il a fait voter des plans de relance massifs, qui s'articulent autour de plusieurs piliers stratégiques. Le premier concerne la modernisation des infrastructures et de l'outil productif. En injectant des centaines de milliards d'euros dans le rail, l'énergie et les technologies numériques, l'Allemagne cherche à rattraper une partie du retard accumulé durant la décennie d'austérité budgétaire. Le deuxième pilier est lié au secteur de la défense, Berlin ayant opéré un changement de paradigme historique en s'engageant à faire croître et à maintenir durablement ses dépenses militaires au-delà des standards de l'OTAN (cf. Fig. 4 & 5).

**Fig. 4 – Dépenses de défense en Europe**



**Fig. 5 – Dépenses de défense en Allemagne**



Le cadre budgétaire pluriannuel garantit une visibilité totale aux industriels du secteur pour la décennie à venir. Ces dépenses de défense additionnelles devraient ruisseler sur les autres compartiments de l'économie et stimuler la croissance du PIB de 0.3% à 0.5% par an. L'impact de ces mesures extraordinaires commence déjà à être visible dans les carnets de commandes des entreprises. **Cette stratégie publique soutient la croissance des bénéfices à court terme, mais elle agira aussi sur le long terme**, en servant de vecteur pour l'innovation technologique. Les entreprises chercheront notamment à adopter des processus novateurs, plus performants et moins gourmands en ressources énergétiques.

**La fiscalité joue un rôle prépondérant dans le renouveau économique de l'Allemagne.** Grâce à l'introduction de dispositifs d'amortissement accéléré, les investissements productifs sont en plein essor. Les entreprises peuvent désormais déduire plus rapidement leurs dépenses en capital de leur résultat imposable. Cet allégement de la charge fiscale libère des liquidités et permet souvent de financer la modernisation des usines. Quant au secteur automobile, pointé du doigt pour ses hésitations face à l'électrique, il profite désormais d'aides pour accélérer la transformation de ses sites de production et maintenir son rang mondial, face à la concurrence américaine et asiatique. Le récent report de l'échéance européenne concernant l'interdiction des moteurs thermiques est venu donner une

bouffée d'oxygène inattendue au secteur. Les constructeurs automobiles devraient ainsi réussir à préserver leurs marges et à sauver une partie des emplois du secteur.

**Les prévisions de croissance** pour l'année 2026 en Allemagne demeurent faibles, en raison du manque de dynamisme de l'économie mondiale, mais elles **sont sous-estimées et donc régulièrement revues à la hausse**. Le PIB devrait croître de 0.5% à 1% en 2026, tandis que l'inflation devrait de nouveau s'installer sous le seuil des 2%. La résilience de la consommation des ménages devrait permettre à la demande intérieure de contribuer autant que la balance commerciale, comme moteur de croissance.

**La question de l'énergie restera centrale dans l'équation économique de l'Allemagne.** Le pays a su se réinventer lors de la rupture avec ses anciens fournisseurs. Le déploiement accéléré des énergies renouvelables et la construction de terminaux de gaz liquéfié ont permis de sécuriser l'approvisionnement depuis la Norvège, les États-Unis et le Qatar. Malgré cela, le coût de l'électricité demeurera une contrainte importante pour la compétitivité du pays. La volonté de développer l'hydrogène vert, notamment via des corridors énergétiques avec l'Afrique du Nord, devra être ferme. C'est ce qui permettra à l'Allemagne de décarboner son industrie et de transformer le handicap du passé en un avantage technologique futur.

Fig. 6 – Valorisation des actions

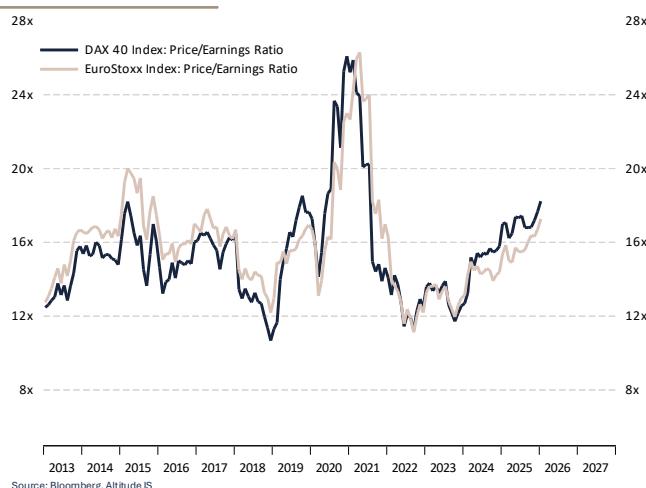
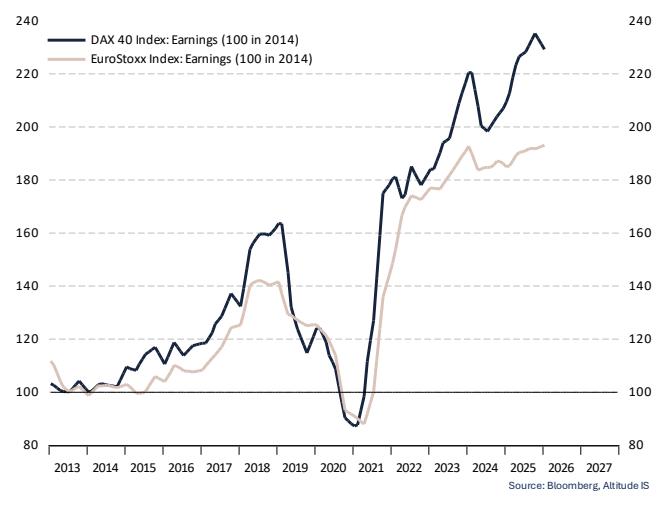


Fig. 7 – Croissance des bénéfices

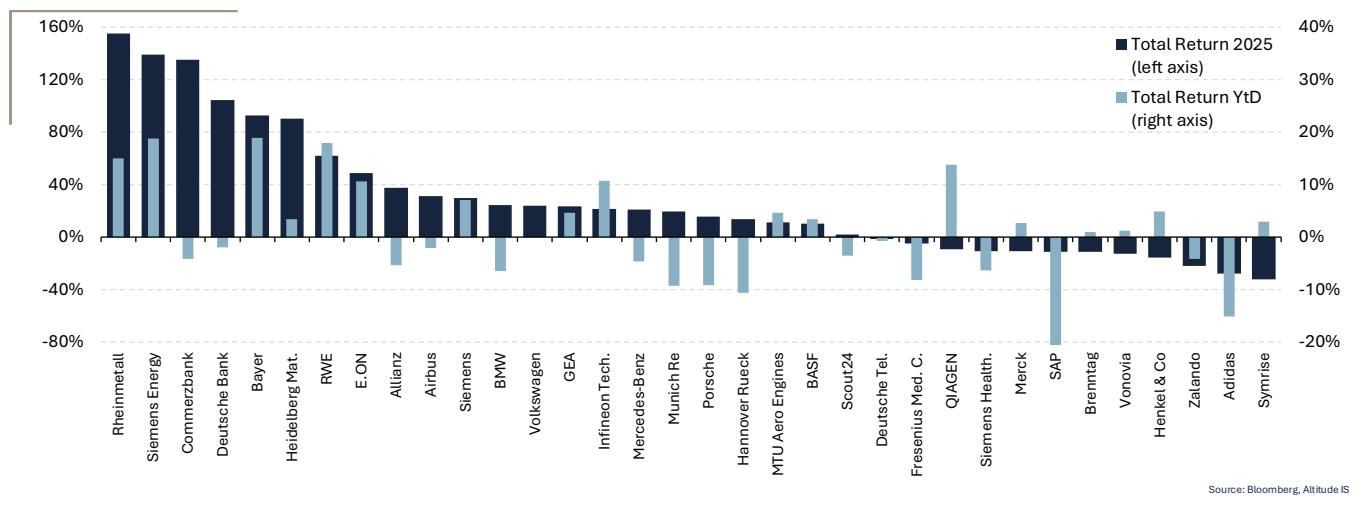


**Le marché boursier allemand reflète cette confiance retrouvée**, et le passage du DAX à 40 valeurs en 2021 a permis de mieux équilibrer l'indice, en intégrant des sociétés défensives aux côtés des cycliques.

**Lors des deux dernières années, le DAX 40 a très bien performé, progressant de 15% de plus que l'indice européen** (cf. Graphique de la semaine). Toutefois, depuis le mois de juillet, l'indice allemand a cessé de progresser, gommant les deux tiers de sa surperformance. Ce tassement s'explique principalement par les inquiétudes sur la vigueur de la demande mondiale, l'appréciation de l'euro qui freine la compétitivité, l'impact des droits de douane américains sur les prix de vente et la hausse des taux d'intérêt qui alourdit le financement des entreprises. Pour toutes ces raisons, la valorisation du DAX, à 17.8x, est demeurée relativement faible (cf. Fig. 6) au vu des bénéfices qui progressent nettement plus vite que ceux de l'Euro Stoxx par exemple (cf. Fig. 7). **Il est temps que les investisseurs redécouvrent la valeur et le potentiel des sociétés allemandes.** La résilience de ces dernières continuera de s'appuyer sur une exposition géographique diversifiée, une demande intérieure revigorée et des bilans financiers solides.

Les leaders de cette nouvelle ère industrielle à l'instar de Rheinmetall pour la défense ou de Siemens Energy pour la transition énergétique, portés par des investissements publics massifs, voient leurs carnets de commandes atteindre des sommets historiques. Ces groupes, ainsi que les incontournables Deutsche Bank, Allianz, Airbus, Infineon, mais aussi Bayer, Heidelberg Materials ou RWE, s'imposent comme les nouveaux moteurs de la croissance du DAX 40 (cf. Fig. 8). Ils parviennent à transformer les défis géopolitiques en opportunités industrielles. Quant aux piliers historiques, tels que SAP, Siemens ou Deutsche Telekom, ils affichent des niveaux de rentabilité proches de leurs sommets malgré les récentes déceptions. **Le fait qu'ils maintiennent une politique de distribution de dividendes généreuse constituera un atout précieux lorsque les marchés boursiers seront secoués.**

Fig. 8 – Performance des titres du DAX 40



### Conclusion :

Comme le voulait la prophétie, les corbeaux de l'immobilisme ont été chassés par un aigle et Barberousse s'est réveillé. L'Allemagne est entrée dans une nouvelle ère, où la puissance publique et l'initiative privée permettront conjointement de restaurer sa suprématie économique. Une fois de plus, le premier pays européen prouve que son déclin est régulièrement annoncé mais que sa force de travail et son génie industriel finissent toujours par être profitables.



## RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2026 Year-to-Date (%)	2025 (%)	2024 (%)
<b>Equities</b>							
World (MSCI)	1 044.3	60.15	0.7%	3.0%	3.0%	22.9%	18.0%
USA (S&P 500)	6 939	53.36	0.3%	1.4%	1.4%	17.9%	25.0%
USA (Dow Jones)	48 892	50.41	-0.4%	1.8%	1.8%	14.9%	15.0%
USA (Nasdaq)	23 462	49.43	-0.2%	1.0%	1.0%	21.2%	29.6%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	629.3	57.34	0.2%	2.9%	2.9%	21.2%	10.2%
UK (FTSE 100)	10 224	65.68	0.8%	3.0%	3.0%	25.7%	9.6%
Switzerland (SMI)	13 188	50.85	0.3%	-0.6%	-0.6%	18.0%	7.5%
Japan (Nikkei)	52 764	57.44	-1.0%	5.9%	5.9%	28.6%	21.3%
Emerging (MSCI)	1 528	69.52	1.8%	8.9%	8.9%	34.3%	8.0%
Brasil (IBOVESPA)	181 364	74.79	1.4%	12.6%	12.6%	34.0%	-10.4%
Mexico (IPC)	67 599	71.20	-0.9%	5.2%	5.2%	35.1%	-11.0%
India (SENSEX)	80 576	29.33	-1.0%	-5.2%	-5.2%	10.5%	9.6%
China (CSI)	4 628	50.98	0.1%	1.8%	1.8%	21.0%	18.2%
Com. Services (MSCI World)	171.4	68.26	3.3%	4.5%	4.5%	33.0%	31.9%
Cons. Discretionary (MSCI World)	460.9	46.26	-1.3%	0.7%	0.7%	9.8%	20.7%
Cons. Staples (MSCI World)	304.1	71.57	1.1%	5.0%	5.0%	9.3%	4.7%
Energy (MSCI World)	295.4	81.54	4.2%	11.7%	11.7%	14.8%	2.9%
Financials (MSCI World)	228.5	56.55	1.5%	1.1%	1.1%	29.5%	25.1%
Health Care (MSCI World)	399.3	49.21	-1.0%	1.2%	1.2%	15.3%	1.5%
Industrials (MSCI World)	501.4	67.98	1.0%	7.4%	7.4%	26.1%	12.8%
Info. Tech. (MSCI World)	975.1	49.23	0.0%	0.9%	0.9%	26.6%	31.9%
Materials (MSCI World)	433.9	60.15	-1.2%	9.8%	9.8%	32.5%	-7.6%
Real Estate (MSCI World)	1 022	63.39	1.2%	3.7%	3.7%	3.6%	-0.4%
Utilities (MSCI World)	201.2	68.68	2.3%	4.1%	4.1%	24.7%	13.0%
<b>Bonds (Bloomberg)</b>							
World (Aggregate)	3.53%	67.72	0.8%	0.9%	0.9%	8.2%	-1.7%
USA (Sovereign)	3.97%	49.48	0.0%	-0.1%	-0.1%	6.3%	0.6%
Euro Area (Sovereign)	2.87%	60.27	0.3%	0.7%	0.7%	0.6%	1.9%
Germany (Sovereign)	2.56%	55.41	0.3%	0.4%	0.4%	-1.6%	0.6%
UK (Sovereign)	4.51%	47.20	-0.1%	0.1%	0.0%	6.1%	-3.0%
Switzerland (Sovereign)	0.43%	66.07	0.7%	0.8%	0.8%	0.3%	5.4%
Japan (Sovereign)	1.95%	42.49	0.2%	-0.7%	-0.7%	-4.6%	-2.1%
Emerging (Sovereign)	5.92%	58.61	-0.2%	0.3%	0.2%	13.1%	7.0%
USA (IG Corp.)	4.84%	52.35	-0.2%	0.4%	0.2%	7.8%	2.1%
Euro Area (IG Corp.)	3.14%	72.32	0.2%	0.9%	0.8%	3.0%	4.7%
Emerging (IG Corp.)	5.96%	79.16	0.1%	0.8%	0.8%	8.1%	7.0%
USA (HY Corp.)	6.58%	60.65	-0.2%	0.5%	0.5%	8.6%	8.2%
Euro Area (HY Corp.)	5.37%	72.85	0.0%	0.7%	0.7%	5.2%	8.2%
Emerging (HY Corp.)	7.21%	74.96	0.1%	1.1%	1.1%	13.9%	14.9%
World (Convertibles)	568.4	59.94	0.2%	5.5%	5.5%	22.4%	9.4%
USA (Convertibles)	732.9	53.55	-0.6%	4.7%	4.7%	16.9%	10.1%
Euro Area (Convertibles)	297.8	75.41	0.5%	2.5%	2.5%	24.8%	14.7%
Switzerland (Convertibles)	293.5	79.90	2.3%	3.7%	3.7%	17.5%	10.5%
Japan (Convertibles)	271.3	65.95	-0.8%	5.2%	5.2%	13.8%	6.4%
<b>Hedge Funds (Bloomberg)</b>							
Hedge Funds Industry	1 807	90.54	n.a.	1.0%	n.a.	12.2%	11.1%
Macro	1 468	81.64	n.a.	1.2%	n.a.	9.4%	7.4%
Equity Long Only	2 460	81.27	n.a.	0.6%	n.a.	11.3%	12.0%
Equity Long/Short	1 969	90.70	n.a.	1.4%	n.a.	17.5%	14.0%
Event Driven	1 913	89.01	n.a.	0.9%	n.a.	10.9%	8.7%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 879	97.22	n.a.	1.9%	n.a.	13.8%	12.4%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 805	85.85	n.a.	0.3%	n.a.	8.5%	9.8%
Credit	1 721	98.83	n.a.	0.8%	n.a.	7.8%	8.5%
Credit Long/Short	1 735	100.00	n.a.	0.6%	n.a.	6.5%	10.0%
Commodity	1 964	83.06	n.a.	-0.8%	n.a.	9.7%	14.7%
Commodity Trading Advisors	1 429	68.97	n.a.	2.4%	n.a.	6.5%	7.9%
<b>Volatility</b>							
VIX	17.44	55.37	8.4%	16.7%	16.7%	-13.8%	39.4%
VSTOXX	19.99	60.70	14.4%	35.8%	35.8%	-13.5%	25.3%
<b>Commodities</b>							
Commodities (CRB)	546.9	n.a.	-0.2%	1.1%	1.3%	0.6%	5.1%
Gold (Troy Ounce)	4 560	n.a.	-9.0%	5.3%	5.6%	64.6%	27.2%
Silver (Troy Ounce)	76.87	n.a.	-25.9%	5.6%	7.3%	148.0%	21.5%
Oil (WTI, Barrel)	65.21	n.a.	6.5%	12.5%	13.6%	-19.9%	0.1%
Oil (Brent, Barrel)	72.72	n.a.	6.8%	16.5%	16.5%	-15.7%	-4.6%
<b>Currencies (vs USD)</b>							
USD (Dollar Index)	97.23	40.80	0.2%	-1.2%	-1.1%	-9.4%	7.1%
EUR	1.1850	56.22	-0.3%	1.1%	0.9%	13.4%	-6.2%
JPY	154.90	55.51	-0.5%	1.3%	1.2%	0.3%	-10.3%
GBP	1.3672	59.49	-0.1%	1.6%	1.5%	7.7%	-1.7%
AUD	0.6925	63.53	0.1%	3.5%	3.8%	7.8%	-9.2%
CAD	1.3661	57.15	0.3%	0.5%	0.5%	4.8%	-7.9%
CHF	0.7731	60.81	0.5%	2.5%	2.5%	14.5%	-7.3%
CNY	6.9535	70.70	0.0%	0.5%	0.5%	4.5%	-2.7%
MXN	17.537	54.85	-1.0%	2.1%	2.7%	15.7%	18.5%
EM (Emerging Index)	1 863.4	64.80	0.5%	0.6%	0.6%	7.2%	-0.7%
XBT	75 490	n.a.	-15.4%	-16.1%	-13.9%	-6.5%	120.5%

Source: Bloomberg, Altitude Investment Solutions

Total Return by asset class (Negative \ Positive Performance)



## AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Altitude Investment Solutions (ci-après "Altitude IS"). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale, et il ne vise pas non plus toute personne ou entité à qui il serait illégal d'adresser un tel document.

Ce document est fourni à titre d'information seulement. Il ne constitue pas une offre ou une recommandation de souscription, d'achat, de vente ou de détention de valeurs mobilières ou d'instruments financiers. Il contient les opinions Altitude IS, à la date d'émission. Ces opinions et l'information contenues dans le présent document ne tiennent pas compte de la situation, des objectifs ou des besoins particuliers d'une personne. Aucune déclaration n'est faite en vue d'indiquer qu'un investissement ou une stratégie est approprié(e) ou adapté(e) aux circonstances individuelles ou qu'un investissement ou une stratégie constitue une recommandation personnelle à quelque investisseur. Chaque investisseur doit prendre ses propres décisions indépendantes concernant les titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. Le traitement fiscal dépend de la situation particulière de chaque client et peut faire l'objet de modifications à l'avenir. Altitude IS ne fournit pas de conseils fiscaux. Par conséquent, vous devez vérifier les informations ci-dessus et tous les autres renseignements fournis dans le document ou les passer en revue avec vos conseillers fiscaux externes.

Les investissements sont soumis à un nombre varié de risques. Avant de conclure une transaction, l'investisseur devrait consulter son conseiller en placements et, au besoin, obtenir des conseils professionnels indépendants sur les risques, ainsi que sur les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les informations et analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, Altitude IS ne garantit ni l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité de l'information contenue dans ce document, et n'accepte aucune responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de son utilisation. Toutes les informations et opinions ainsi que les prix, les évaluations de marché et les calculs indiqués peuvent être modifiés sans préavis. Le rendement passé n'est pas une garantie du rendement actuel ou futur, et l'investisseur peut recevoir un capital inférieur à celui qu'il a investi. Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques difficiles à quantifier et à intégrer dans une évaluation d'investissement. En général, les produits tels que les actions, les obligations, les prêts de titres, les devises ou les instruments du marché monétaire comportent des risques, qui sont plus élevés dans le cas des produits dérivés, structurés et de capital-investissement ; ces produits sont destinés uniquement aux investisseurs qui sont capables de comprendre leur nature et leurs caractéristiques et de supporter les risques qui leur sont associés. Sur demande, Altitude IS se fera un plaisir de fournir aux investisseurs des informations plus détaillées sur les risques associés à des instruments donnés.

La valeur de tout investissement dans une devise autre que la devise de base d'un portefeuille est soumise aux taux de change. Ces taux peuvent fluctuer et avoir une incidence négative sur la valeur du placement lorsqu'il est réalisé et reconvertis dans la devise de base de l'investisseur. La liquidité d'un placement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas avoir un marché secondaire bien établi ou, dans des conditions de marché extrêmes, peuvent être difficiles à évaluer, ce qui entraîne une volatilité des prix et rend difficile l'obtention d'un prix de cession de l'actif. Si des opinions d'analystes financiers sont contenues dans le présent document, ces analystes attestent que toutes les opinions exprimées reflètent fidèlement leurs points de vue personnels sur un instrument donné. Afin d'assurer leur indépendance, il est expressément interdit aux analystes financiers de détenir des titres appartenant à l'univers de recherche qu'ils couvrent. Altitude IS peut détenir des positions sur les titres mentionnés dans le présent document pour et au nom de ses clients et/ou ces titres peuvent être inclus dans les portefeuilles des fonds d'investissement gérés par Altitude IS.

