

ACTIONS

Réformes allemandes : implications pour les actions européennes

RÉDACTEURS

Federico Cesarini
Responsable actions
des MD, devises et
actifs numériques,
Amundi Investment
Institute

Ce train de mesures de réforme et de relance budgétaire est véritablement ambitieux et pourrait marquer un changement de régime, mais il ne constitue pas encore un signal sans réserve d'« achat de l'Allemagne/de l'Europe ». Le principal risque à la hausse réside dans un cycle d'investissements privés porté par la confiance. Le principal risque à la baisse tient aux défaillances de mise en œuvre et à la hausse des rendements obligataires, qui pourraient transformer un programme d'investissement productif en une expansion budgétaire moins favorable aux actions. La baisse de confiance, l'effet de levier des réformes et les vents favorables limités sur le marché des changes plaident néanmoins en faveur de gagnants et de perdants relatifs clairement identifiables. Nous privilégions la chaîne de fournisseurs liée à la réindustrialisation européenne plutôt que les groupes exportateurs orientés vers la Chine et les exportateurs défensifs ; la chaîne d'approvisionnement liée à la réindustrialisation européenne par rapport aux groupes d'exportateurs orientés vers la Chine et aux exportateurs défensifs ; enfin nous nous attendons à ce que la dynamique périphérique se poursuive. La complication à court terme, à savoir un choc énergétique lié à l'Iran et au détroit d'Ormuz qui pousserait la BCE à relever ses taux plutôt qu'à les baisser, pourrait militer contre une réévaluation plus large du marché, mais ne modifie pas encore le cadre relatif.

Le plan allemand et les facteurs favorables aux actions

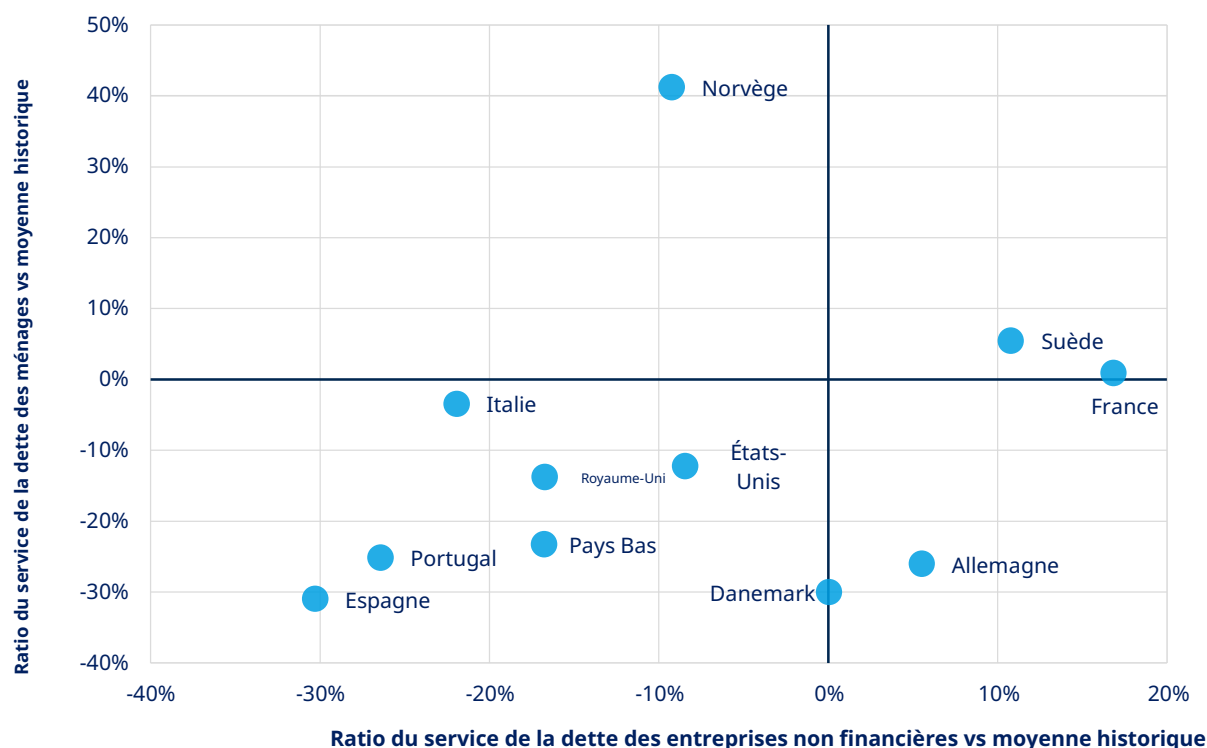
L'Allemagne s'éloigne progressivement de la rigueur budgétaire et de la dépendance vis-à-vis de l'extérieur pour s'orienter vers un modèle économique axé sur l'investissement. Les réformes sont susceptibles d'améliorer à la fois le niveau et la qualité de la croissance. L'interaction public-privé rend ce train de mesures plus pertinent pour les marchés actions qu'un stimulus budgétaire classique, car il agit simultanément sur la demande et sur l'offre et dispose ainsi du potentiel d'attirer des investissements privés en capital plutôt que de se limiter à un simple effet multiplicateur temporaire. Il convient de souligner que les dépenses d'infrastructure et de défense ne constituent pas une mesure de relance ponctuelle traditionnelle ; elles modifient la trajectoire d'endettement de l'État ainsi que la visibilité de la demande industrielle. Les réformes de l'« Agenda 2030 » apportent, quant à elles, des vents favorables à une base déjà en place.

La capacité de crédit et la capacité bilancielle jouent également un rôle. La BRI mesure la part des revenus des ménages et des entreprises (le secteur privé) consacrée au paiement des intérêts et du capital. Dans le cas de l'Allemagne (ainsi que des pays de la périphérie européenne et du Royaume-Uni), la hausse limitée du ratio de service de la dette du secteur privé par rapport à son niveau historique se traduit par une capacité à se réendetter. Cette capacité est latente et soumise à des contraintes (la principale est l'appétit pour le risque des banques, et ce qui pourrait la débloquer est une détente sur le marché de l'énergie et la fin du resserrement monétaire de la BCE), mais elle pourrait élargir davantage le cycle de crédit, prolongeant ainsi la croissance au-delà des hypothèses actuelles.

Les résultats à plus long terme restent incertains : ils dépendent de la décision des entreprises de modifier ou non leur comportement en matière d'investissement, de salaires et d'allocation des capitaux, de la volonté des banques d'accroître leurs prêts, ainsi que de l'attractivité des rendements des investissements. Pour l'heure, c'est le canal de la confiance qui a le potentiel de devenir le véritable levier de transmission ; et une modification de l'ampleur de la confiance constitue un déclencheur plus puissant que son seul niveau. La confiance des entreprises et des consommateurs se situant à des niveaux historiquement bas et commençant tout juste à se redresser (la guerre en Iran et la hausse des prix de l'énergie ont eu un impact), les réformes ne se reflètent pas encore sur le moral des acteurs économiques. Tout rebond de la confiance, bien que dépendant de la situation géopolitique, constitue la véritable source d'opportunités.

*« L'Allemagne
s'éloigne
progressivement de la
rigueur budgétaire et
de la dépendance vis-
à-vis de l'extérieur
pour s'orienter vers
un modèle
économique axé sur
l'investissement. »*

Le faible service de la dette souligne la capacité à se réendetter



Source : Amundi Investment Institute, BRI. Dernières données disponibles au T4 2025. L'ensemble de données relatif aux ratios de service de la dette reflète la part des revenus consacrée au service de la dette pour les ménages, les sociétés non financières et l'ensemble du secteur privé non financier.

Les mécanismes : les bénéfices et les primes de risque actions comme moteurs

D'une manière générale, les rendements boursiers sont déterminés par l'évolution des anticipations de bénéfices et celle des valorisations, généralement exprimées par le ratio cours/bénéfice (PER). Le PER évolue généralement de manière inverse au taux sans risque et à la prime de risque des actions (ERP)*, tout en bénéficiant des révisions à la hausse des hypothèses de croissance à long terme.

En Allemagne, la combinaison des réformes axées sur l'offre et du plan de relance budgétaire favorise les entreprises dont les révisions de bénéfices interviennent tôt, plutôt que les actions à durée longue qui reposent presque exclusivement sur une expansion des multiples de valorisation.

Voici pourquoi :

- 1. Les révisions de bénéfices constituent le facteur le plus fiable.** Ce plan devrait permettre d'augmenter les revenus et l'effet de levier opérationnel, tout en stimulant la productivité. Les actions allemandes présentent un effet de levier opérationnel élevé ; ainsi, une hausse donnée du PIB peut se traduire par une augmentation disproportionnée du BPA pour les valeurs cycliques nationales. La barre est haute pour un BPA supérieur aux attentes en 2026 (les prévisions sont élevées et l'Agenda 2030 n'affectera pas la saison de publication des résultats), mais (1) la croissance des BPA hors énergie reste faible à un chiffre et (2) l'ampleur des révisions du consensus pour 2027 parmi les actions domestiques fait encore défaut. La réforme devrait donc favoriser les valeurs domestiques.
- 2. L'impact sur les multiples (PER) est plus mitigé.** Toute nouvelle réévaluation à partir de ce niveau devra provenir d'une compression de l'ERP, nette d'une baisse limitée du taux sans risque, ce qui rend le contexte légèrement moins favorable qu'en 2024/2025.
- 3. Volet ERP :** la crédibilité des réformes, la stabilité politique et la réduction du risque extrême peuvent toutes contribuer à réduire la prime exigée par les investisseurs. C'est là que le « regain de confiance après une période de morosité » entre en jeu : il s'agit d'une option qui n'est pas encore prise en compte dans les cours.

Volet sans risque : le récent choc énergétique a fait basculer le discours de la BCE, qui est passé d'une politique de baisse des taux à une politique de hausse, ce qui limite l'expansion des PER. Bien que nous estimions que la BCE ne se conformera pas aux anticipations du marché, toute surprise à la hausse en matière de croissance devrait empêcher des baisses agressives plus tard en 2027.

*ERP = rendement attendu des actions - taux sans risque.

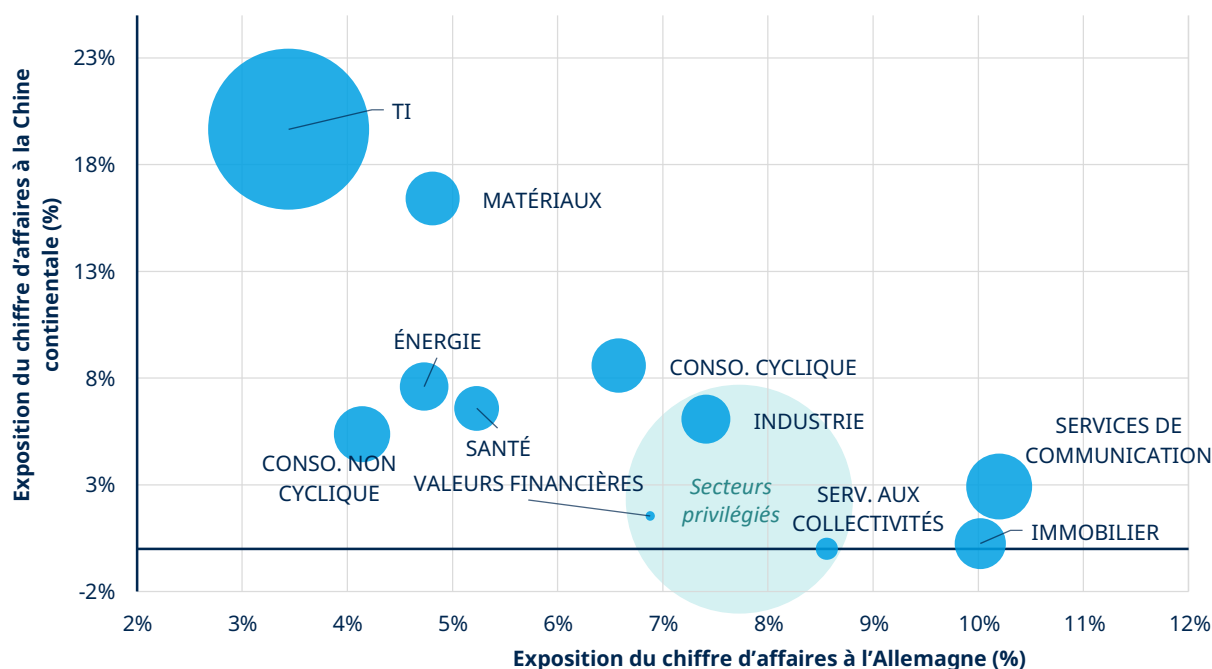
Implications en matière d'investissement : comment se positionner en Allemagne et en Europe ?

Selon nous, l'exposition de premier ordre la plus intéressante combine une forte dépendance vis-à-vis de l'Allemagne en termes de chiffre d'affaires, une faible dépendance relative vis-à-vis de l'ancien modèle allemand/européen (entreprises orientées vers l'exportation et dépendantes d'une énergie bon marché, de la demande chinoise et d'un taux de change faible), ainsi que de solides avantages en termes de diversification en cas de développement décevant de l'IA.

- **Nous nous attendons à ce que les petites et moyennes capitalisations allemandes, qui affichent un chiffre d'affaires domestique élevé et des bilans solides, surperforment les grandes multinationales.** Les actions des petites et moyennes capitalisations bénéficient de l'effet de levier budgétaire le plus direct ; elles tirent profit (ou du moins ne souffrent pas) de la vigueur de l'euro, et présentent le bêta de confiance le plus élevé à partir d'un niveau de référence déprimé.
- **Les dépenses publiques continuent de soutenir la chaîne d'approvisionnement liée à la réindustrialisation de l'Europe.** Nous continuons à privilégier les biens d'équipement, les réseaux électriques et les équipements énergétiques, ainsi que les fournisseurs d'infrastructures (y compris les chaînes d'approvisionnement liées à la sécurité).
- **Les banques restent une conviction majeure en Europe.** Elles sont les principaux bénéficiaires de second ordre si le train de réformes déclenche un cycle national d'investissements et de crédit.
- **Nous estimons qu'il est trop tôt pour s'exposer aux valeurs de consommation, qui restent de piètres indicateurs de la dynamique de réforme allemande.** Pour que ce segment devienne attractif, il faut que les consommateurs perçoivent les réformes comme crédibles (baisse de l'épargne de précaution) et que les vents contraires pesant sur le secteur automobile (concurrence des véhicules électriques chinois, droits de douane) se dissipent.
- **La concentration sectorielle (dans les valeurs financières et les valeurs cycliques nationales) ainsi que le contexte macroéconomique et politique suggèrent que l'Italie et l'Espagne pourraient continuer à refléter le thème de la reflation allemande mieux que d'autres marchés.**

Exposition du chiffre d'affaires des secteurs européens à la Chine, à l'Allemagne et au développement de l'IA

*La taille de la bulle reflète le pourcentage du chiffre d'affaires généré par la construction d'usines dédiées à l'IA à Taiwan,



Source : Amundi Investment Institute, FactSet, GeoRev. Données au 15 juillet 2026.

Contributeurs AII*

Didier Borowski

Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques, AII*

Federico Cesarini

Responsable Actions des MD, devises et actifs numériques, AII*

Responsables en chef de l'édition

Monica Defend

Directrice d'Amundi Investment Institute

Vincent Mortier

CIO Groupe

Responsables de l'édition

Claudia Bertino

Responsable Amundi Investment Insights and Publishing, AII*

Laura Fiorot

Responsable Investment Insights & Client Division, AII*

Responsable adjoint de l'édition

Cy Crosby Tremmel

Investment Insights, AII*

Responsable de la conception

Chiara Benetti

Directeur artistique numérique et Designer senior, AII*

Alice Girondeau

Spécialiste junior de l'édition numérique, 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 30 juillet 2026. 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 : 30 juillet 2026.

Identifiant du document : 5486604

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 : Rhenizara S @Getty Images Plus

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

Revenez-nous sur



Visitez le Centre de recherche

Amundi
Investment Solutions

Trust must be earned