

Perspectives

N°26/095 – 21 avril 2026

GRÈCE – Croissance solide, vulnérabilités externes

- L'économie grecque conserve une dynamique de croissance solide, portée par l'investissement et une demande interne encore robuste.
- Le marché du travail continue de s'améliorer, avec une progression de l'emploi et une baisse du chômage, dans un contexte de hausse contenue des coûts salariaux.
- La politique budgétaire combine excédents élevés et orientation expansionniste, soutenue par des recettes fiscales dynamiques et les fonds européens.
- Le secteur extérieur montre des signes d'amélioration, notamment grâce au tourisme, bien que des fragilités persistent dans les échanges de biens et le transport maritime.
- Dans l'ensemble, l'économie repose sur des fondamentaux renforcés, mais reste exposée à des déséquilibres structurels et à un environnement international incertain.

Une croissance robuste tirée par l'investissement et la demande interne

L'économie grecque a confirmé en 2025 une phase d'expansion soutenue, avec une croissance du PIB de 2,2%, supérieure à celle de la zone euro. Cette performance s'inscrit dans une dynamique de rattrapage encore en cours, où la mobilisation du capital et la normalisation progressive du cycle domestique jouent un rôle central. L'investissement apparaît comme le principal vecteur de cette expansion (+8,4%, contribution de 1,5 point de PIB). La consommation privée (+2,0%, contribution de 1,4 point) complète ce schéma de croissance, soutenue par l'amélioration des conditions du marché du travail et

par une progression du revenu disponible, bien que partiellement érodée par l'inflation. Dans ce cadre, la contribution positive des exportations nettes (1,2 point) reflète moins un gain de compétitivité qu'un ajustement conjoncturel lié à la contraction des importations (-1,3%).

L'accélération de l'investissement est généralisée, tant dans les équipements (matériel de transport +20,8%, machines +7,8%) que dans la construction (logement +22,4%, autres constructions +8,3%), ce qui suggère aussi bien un renouvellement qu'un élargissement des capacités de production. La hausse de la part de l'investissement dans le PIB (environ 17% en 2025, après 16% en 2024) témoigne de l'intensification de l'accumulation de capital. Ce mouvement est amplifié par l'effet d'entraînement des fonds européens et par des conditions financières encore accommodantes.

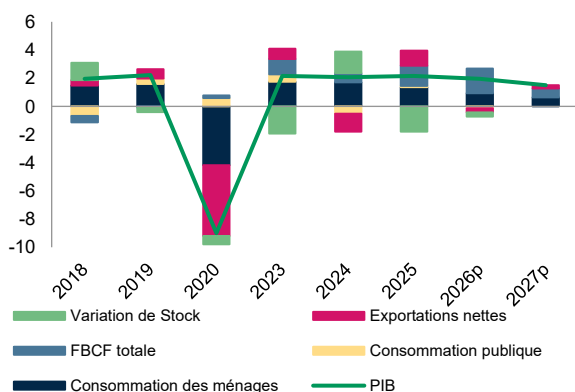
Les données de court terme confirment la solidité de cette trajectoire, tout en suggérant une configuration où la demande reste déterminante. Au quatrième trimestre 2025, le PIB progresse de 2,4% en glissement annuel (0,8% t/t), avec une contribution dominante de la consommation privée et de l'investissement, tandis que la consommation publique et les exportations de services modèrent l'expansion. Cette configuration met en évidence un régime de croissance encore largement tiré par la demande, malgré le renforcement en cours du stock de capital. Du côté de l'offre, la croissance est relativement diffuse entre secteurs.

Les indicateurs conjoncturels récents s'inscrivent dans cette même logique. Les enquêtes de confiance demeurent à des niveaux élevés (ESI à 107,7 en février 2026, au-dessus de sa moyenne de 2024 et 2025), et le PMI manufacturier (54,4) indique une expansion soutenue de l'activité

industrielle. Les données observées confirment cette dynamique : progression des ventes au détail (+2,1% en 2025), de la production industrielle (+5,3% sur un an en janvier 2026) et de l'emploi (+1,7% au T4 2025). L'ensemble suggère une boucle de rétroaction positive entre demande, emploi et investissement, caractéristique des phases de consolidation du cycle.

Cependant, certains signaux invitent à la prudence quant à la soutenabilité de cette dynamique. Au T3 2025, le décalage entre la croissance du revenu disponible (2,9%) et celle de la consommation privée (5,1%) a intensifié le désépargne des ménages, révélant un déséquilibre dans leurs comportements de dépense. La désépargne des ménages a retrouvé son niveau d'avant-crise, à -2,2% du PIB (moyenne 2016-2019). Si cette tendance persiste, elle se heurtera à un plancher du taux d'épargne, au-delà duquel la consommation ne pourra plus soutenir l'activité sans un renforcement de l'investissement ou des exportations. **La croissance grecque repose actuellement sur un équilibre encore dominé par la demande interne**, mais progressivement complétée par un renforcement de l'accumulation de capital productif. Si cette combinaison permet de maintenir un rythme d'expansion supérieur à la moyenne européenne à court terme, elle reste conditionnée par la capacité de l'économie à transformer cette dynamique en gains de productivité durables dans un environnement externe plus incertain.

%, a/a **Contribution à la croissance du PIB**



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A. / ECO

Amélioration de l'emploi et pressions modérées sur les coûts

Le marché du travail grec poursuit son amélioration à court terme, avec une progression de l'emploi observée au T4 2025, notamment dans la construction, le commerce de détail et les services professionnels. Les données les plus récentes confirment la poursuite de cette dynamique début 2026, les enquêtes de population active signalant une nouvelle hausse de l'emploi en

janvier. Parallèlement, le taux de chômage a reculé de 1,2 point sur un an au T4 2025, grâce à une croissance du PIB suffisamment soutenue pour absorber la main-d'œuvre disponible.

Toutefois, **cette amélioration s'accompagne de signes persistants de tension.** Le taux de vacance d'emplois a atteint 1,3% au T4 2025 (contre 1,2% un an plus tôt), avec des niveaux particulièrement élevés dans la construction et certaines activités de services. Malgré un léger relâchement observé depuis fin 2024, ces indicateurs suggèrent que le marché du travail reste relativement tendu. En parallèle, la part du chômage de longue durée a augmenté de 4,5 points en 2025, indiquant que les ajustements restent hétérogènes et que certaines franges de la population continuent de rencontrer des difficultés d'insertion.

Les flux nets d'emplois salariés dans le secteur privé sont restés positifs en 2025 et supérieurs à ceux de 2024. En janvier 2026, le nombre de chômeurs enregistrés a diminué, tant pour les chômeurs de court terme que de long terme, tandis que le nombre de bénéficiaires d'allocations chômage a augmenté, suggérant une amélioration de la couverture sociale.

La dynamique des rémunérations est plus modérée que celle de l'emploi. La rémunération moyenne par salarié a progressé de 1,9% en glissement annuel au T4 2025, dans un contexte où le nombre de salariés augmentait de 3,2%. En termes réels, la rémunération par salarié a reculé de 0,8%, sous l'effet d'un déflateur de la consommation privée plus élevé (+2,8%). Sur une base annuelle, le salaire moyen mensuel s'est établi à 1 362 euros en 2025, en hausse de 1,5% par rapport à 2024. Cette progression contenue des salaires suggère que l'ajustement du marché du travail passe davantage par les quantités (emploi) que par les prix (salaires), ce qui limite les risques de tensions inflationnistes à court terme.

La structure des rémunérations évolue néanmoins sensiblement. La part des salariés percevant moins de 1 000 euros bruts par mois a fortement reculé, passant de 46,3% en 2024 à 36,5% en 2025, tandis que le nombre de salariés dans la tranche 1 001-1 200 euros a augmenté de 29,2%. Cette recomposition reflète en grande partie la hausse du salaire minimum, porté à 880 euros en avril 2025 (+6,0%), après plusieurs augmentations successives depuis 2019 (+50,2% cumulés). Ces ajustements soutiennent les bas revenus et contribuent à la progression de la masse salariale, avec des effets positifs sur la consommation.

Du point de vue des coûts, les tensions restent contenues. Les coûts unitaires du travail ont

continué d'augmenter au T4 2025, mais à un rythme plus modéré que lors des trimestres précédents, en raison d'un ralentissement des salaires nominaux et d'une amélioration de la productivité. Par ailleurs, la progression des dépenses de rémunération dans le secteur public (+3,5% en 2025, contre +6,0% en 2024) indique une certaine modération du côté budgétaire.

En définitive, le marché du travail grec se caractérise par une combinaison favorable à court terme : **une création d'emplois dynamique, une baisse du chômage et une progression des coûts encore maîtrisée**. Cette configuration soutient la demande interne *via* l'emploi, tout en évitant une dérive excessive des coûts. Néanmoins, la persistance de tensions sectorielles et la faiblesse des gains réels de salaire suggèrent que cet équilibre reste fragile et dépendra de l'évolution conjointe de la productivité et des conditions macroéconomiques dans les prochains trimestres.

Politique budgétaire : marges de manœuvre et soutien conjoncturel

La position budgétaire de la Grèce s'est nettement améliorée récemment, offrant un point d'appui favorable pour la conduite de la politique économique. En 2024, le solde des administrations publiques a dégagé un excédent de 1,2% du PIB, supérieur aux niveaux pré-pandémiques, tandis que l'excédent primaire a atteint 4,7% du PIB. Cette performance repose principalement sur une dynamique de recettes fiscales plus robuste que prévu et sur une maîtrise des dépenses primaires. Parallèlement, la dette publique a diminué de 4,1 milliards d'euros et le ratio dette/PIB a reculé de 10,1 points (à 145,3% du PIB), marquant à la fois son niveau le plus bas depuis 2010 et la plus forte baisse observée dans l'Union européenne.

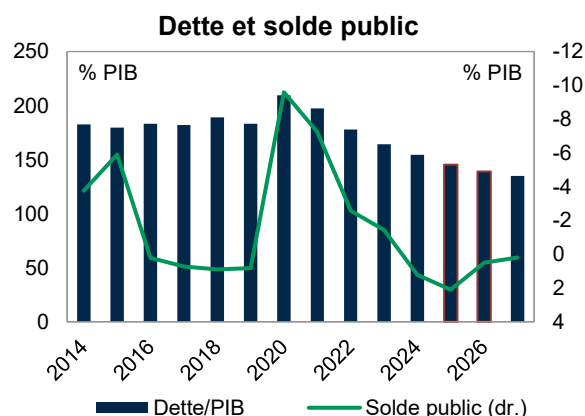
Dans ce contexte, la surperformance des recettes en 2025 – liée notamment aux réformes de lutte contre l'évasion fiscale – a permis de dégager des marges budgétaires mobilisées à des fins expansionnistes. Le solde primaire est ainsi estimé à 3,7% du PIB en 2025, nettement au-dessus des objectifs initiaux (2,4%), avant de se modérer à 2,8% en 2026, tout en restant supérieur aux cibles de moyen terme. À horizon 2027-2029, les projections tablent sur des excédents primaires stabilisés autour de 2,7% du PIB, assurant une trajectoire compatible avec une réduction progressive du ratio de dette.

L'orientation budgétaire pour 2025-2026 est ainsi clairement expansionniste, malgré le maintien d'excédents élevés. Cette configuration s'explique par l'augmentation des dépenses, en particulier d'investissement, et par la mise en œuvre de mesures permanentes représentant un coût total

de 1,2% du PIB en 2025 et 2,3% en 2026. Parmi celles-ci, figurent des transferts ciblés (subventions au logement et soutien aux retraités modestes), des baisses d'impôts sur le revenu (coût estimé à 1,2 Md€ en 2026 et 1,6 Md€ en 2027), ainsi qu'une hausse de l'investissement public (0,5 Md€) et des dépenses salariales et sociales (0,3 Md€ pour les forces armées et 0,2 Md€ de dépenses de retraite supplémentaires). Ce calibrage traduit une volonté de soutenir la demande interne tout en préservant la crédibilité budgétaire.

Un rôle central est joué par les fonds européens, en particulier ceux de la Facilité de reprise et de résilience. La Grèce a reçu à ce stade 23,4 Mds€, soit 65% de l'enveloppe totale de 36 Mds€, un taux supérieur à la moyenne européenne (59%). Toutefois, l'exécution des projets reste décalée dans le temps. Sur les 18,2 Mds€ de subventions prévues, 12 Mds€ ont été perçus, mais seulement 7,3 Mds€ avaient été effectivement versés aux bénéficiaires fin 2025. Du côté des prêts, 11,4 Mds€ ont été reçus sur un total de 17,7 Mds€, dont 5,6 Mds€ effectivement décaissés. Cette dynamique reflète des contraintes administratives, mais suggère également un potentiel d'accélération de l'investissement à court terme.

La politique budgétaire combine donc deux logiques complémentaires. D'une part, elle maintient des excédents primaires élevés, garantissant une trajectoire crédible de réduction de la dette à moyen terme. D'autre part, elle mobilise activement les marges disponibles pour soutenir l'activité *via* l'investissement public et les transferts, notamment dans un contexte de dépendance accrue à la demande interne. Cette articulation permet de concilier soutien conjoncturel et soutenabilité, dans un environnement où les règles budgétaires européennes offrent une certaine flexibilité, notamment *via* la prise en compte des dépenses de défense.



Amélioration du solde courant dans un contexte de recomposition des flux

Le secteur extérieur grec a montré des signes d'amélioration en 2025, avec une réduction notable du déficit courant (7,2% du PIB en 2024 contre 5,7% en 2025). Cette évolution reflète une contribution positive de l'ensemble des sous-composantes, et en particulier du solde des biens. En termes réels, les exportations de biens hors énergie ont progressé, portées notamment par les secteurs de l'alimentation, des boissons et du tabac, ainsi que, dans une moindre mesure, par les produits chimiques et les métaux de base. À l'inverse, les exportations de produits énergétiques ont reculé, traduisant des effets de prix et de volumes moins favorables.

Du côté des importations, la dynamique reste soutenue, en ligne avec la vigueur de la demande interne. Les importations de biens hors énergie ont augmenté, tirées principalement par les biens de consommation non durables et les équipements de transport, tandis que les importations d'énergie ont diminué. Cette évolution suggère que l'amélioration du solde commercial repose davantage sur des facteurs spécifiques (notamment énergétiques) que sur un ajustement généralisé de la demande externe nette, dans un contexte où la croissance domestique continue d'exercer une pression à la hausse sur les importations.

Le solde des services demeure largement excédentaire et constitue un pilier central de l'équilibre extérieur, bien que son amélioration soit restée limitée en 2025. Le tourisme continue de jouer un rôle déterminant : les arrivées de non-résidents ont augmenté de 5,6% en 2025, tandis que les recettes associées ont progressé de 9,4%. Cette performance reflète à la fois un effet prix et une montée en gamme de l'offre touristique.

Les flux d'investissements directs étrangers (IDE) confirment, par ailleurs, l'attractivité accrue de l'économie grecque. En 2025, les entrées d'IDE ont atteint environ 12 milliards d'euros (4,8% du PIB), bien qu'une partie de ce montant reflète des opérations exceptionnelles. Corrigées de ces effets, elles s'établissent autour de 3,1% du PIB, contre 2,6% en 2024, traduisant une amélioration des fondamentaux macroéconomiques et du climat des affaires. Les investissements se concentrent principalement dans les opérations de fusions-acquisitions, les prises de participation et l'immobilier, avec une diversification sectorielle vers la construction et le commerce, en complément des secteurs plus traditionnels comme l'énergie, les services financiers ou les télécommunications.

Les données à plus haute fréquence de fin d'année suggèrent néanmoins une certaine volatilité. En décembre 2025, le déficit courant s'est creusé en glissement annuel, sous l'effet d'une détérioration du solde des biens (les importations ayant progressé plus rapidement que les exportations) ainsi que, dans une moindre mesure, des services et des revenus secondaires.

Des prévisions face à un choc inflationniste importé et à des risques géopolitiques accrus

La guerre en Iran nous a contraints à réviser nos prévisions pour la Grèce. Le changement essentiel concerne l'inflation, principal canal par lequel le conflit affecte l'économie. Nous projetons désormais une inflation à 3,7% en 2026 et 2,3% en 2027. La majeure partie de ces ajustements provient des prix de l'énergie.

Nous anticipons désormais une croissance du PIB de 1,9% en 2026, principalement en raison de la dégradation des perspectives de consommation privée. Nous pensons cependant que le choc ne conduira pas à une récession technique, la dynamique pré-crise restant robuste. Si l'investissement devrait conserver sa résilience à court terme, des facteurs défavorables se dessinent néanmoins, particulièrement pour les secteurs exposés aux variations des taux d'intérêt, selon nos nouveaux scénarios de politique monétaire prévoyant trois relèvements de 25 points de base du taux directeur de la BCE d'ici le mois de juillet. Un élément plus favorable est l'amélioration probable du solde des services, liée en partie à une redirection partielle des flux touristiques en provenance du Moyen-Orient. La demande intérieure devrait rester le principal moteur de croissance. La consommation privée (1,3% en 2026 et 0,9% en 2027) devrait continuer à progresser de manière soutenue, mais à un rythme plus modéré qu'attendu précédemment, le dynamisme du marché du travail soutenant partiellement le revenu réel disponible face à l'inflation. Les exportations nettes devraient constituer un frein important en 2026, avec une contribution négative de 0,3 point de PIB, bien que moins marquée qu'en 2022.

En 2027, la fin du fonds *Next Generation EU* pèsera négativement sur les perspectives d'investissement, tout comme les difficultés du gouvernement à atteindre ses propres objectifs d'investissement. Ainsi, l'investissement devrait contribuer à hauteur de 1,7 point à la croissance en 2026 et de 0,6 point en 2027.

Dans ce contexte, les risques spécifiques pour la Grèce, liés au conflit au Moyen-Orient et à une déstabilisation plus large du Golfe, restent principalement indirects mais non négligeables.

Selon les analyses de l'Agence internationale de l'énergie (AIE), les chocs sur les flux pétroliers transitant par le détroit d'Ormuz peuvent provoquer des tensions significatives sur les prix mondiaux du brut et du gaz naturel liquéfié, avec des effets amplifiés pour les pays d'Europe du Sud, plus sensibles aux importations énergétiques. La Grèce, bien qu'ayant réduit sa dépendance directe au pétrole du Moyen-Orient, reste exposée *via* les prix de marché européens de l'énergie, notamment l'électricité et le gaz importé.

Un second canal de transmission concerne le secteur maritime, qui constitue un pilier de l'économie grecque. Les perturbations des routes commerciales dans le Moyen-Orient peuvent accroître les coûts de transport et les primes d'assurance pour les armateurs grecs,

particulièrement actifs dans le transport de pétrole brut et de produits raffinés. À court terme, cela peut soutenir les revenus du shipping *via* la hausse des taux de fret, mais au prix d'une volatilité accrue et de risques opérationnels plus élevés.

Enfin, **le canal touristique doit également être pris en compte.** Une réallocation des flux touristiques régionaux, déjà observée dans certains épisodes de tensions géopolitiques au Moyen-Orient, pourrait bénéficier marginalement à la Grèce, perçue comme destination alternative sûre en Méditerranée orientale, même si cet effet reste incertain et dépend fortement de l'évolution de l'aversion au risque globale.

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



Monde – Scénario macro-économique 2026-2027 – Avril 2026

[À consommer de préférence... rapidement](#)

Date	Titre	Thème
20/04/2026	<u>BTP France – Situation et perspectives : bas de cycle en 2025 et reprise ralentie par le conflit en Iran en 2026</u>	France, immobilier, BTP
17/04/2026	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
17/04/2026	<u>Union européenne – Des dépendances énergétiques à géométrie variable</u>	UE, énergie
16/04/2026	<u>France – Immobilier résidentiel : reprise confirmée dans l'ancien, réservations en berne dans le neuf promoteur</u>	France, immobilier
13/04/2026	<u>Immobilier commercial en France – Situation et perspectives au quatrième trimestre 2025</u>	France, immobilier
10/04/2026	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
10/04/2026	<u>Des revenus moins dynamiques, mais une consommation soutenue par l'épargne en 2025</u>	Allemagne
09/04/2026	<u>Royaume-Uni – Guerre au Moyen-Orient : premiers impacts sur la confiance</u>	Royaume-Uni
08/04/2026	<u>Technologies – Record triennal dans la cybersécurité</u>	Tech-média-télécom
07/04/2026	<u>Stablecoins ou le retour des chats sauvages</u>	Fintech
03/04/2026	<u>Monde – Scénario 2026-2027 : à consommer de préférence... Rapidement</u>	Monde
02/04/2026	<u>Scénario 2026-2027 – Italie : Prise en tenaille dans un contexte géopolitique volatil</u>	Italie
02/04/2026	<u>Scénario 2026-2027 – Espagne : entre ralentissement global et soutien domestique</u>	Espagne
02/04/2026	<u>Scénario 2026-2027 – France : la croissance affaiblie par la hausse des prix de l'énergie et le regain d'incertitude</u>	France
01/04/2026	<u>Binance, l'affaire du bout du monde</u>	Fintech
01/04/2026	<u>Panorama macro-bancaire du quatrième trimestre 2025</u>	Banque, europe

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

Rédacteurs en chef : Paola MONPERRUS-VERONI, Tania SOLLOGOUB, Armelle SARDA

Zone euro : Alberto ALEDO, Ticiano BRUNELLO, Marianne PICARD, Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS, Grégoire GLORIEUX

États-Unis, Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves : Slavena NAZAROVA

Europe centrale et orientale, Asie centrale, géo-économie :

Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Nathan QUENTRIC

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LBOUGRE (coordination scénario), Jorge APARICIO LOPEZ

Afrique du Nord, Moyen-Orient, Afrique sub-saharienne : Laure DE NERVO

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : Datalab ECO

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Sophie GAUBERT

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

Application Etudes ECO disponible sur l'[App store](#) & sur [Google Play](#)

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.