



ESPAGNE

SCÉNARIO 2026-2027

Trimestriel – Avril 2026



Espagne – Entre ralentissement global et soutien domestique

La croissance de l'économie espagnole reste solide à l'entrée de 2026, bien qu'elle montre des signes de modération dans un environnement international plus incertain. La demande intérieure — soutenue par la consommation privée et l'investissement — demeure le principal moteur de l'activité, portée par un marché du travail encore dynamique et par l'impulsion des politiques publiques. En parallèle, le secteur extérieur affiche une contribution plus limitée, dans un contexte de faiblesse du commerce mondial, malgré la résilience des services. La combinaison de coûts salariaux en hausse modérée, d'une productivité atone et d'un soutien budgétaire ciblé permet de stabiliser la croissance à court terme, tout en laissant apparaître des fragilités potentielles. L'économie aborde ainsi les prochains trimestres avec des fondamentaux robustes, mais une dépendance accrue aux dynamiques internes et une plus forte vulnérabilité aux évolutions du contexte géopolitique.

Un point de départ solide face à un environnement plus incertain

L'économie espagnole a clôturé l'année 2025 sur une performance robuste, avec une croissance du PIB de 2,8%, nettement supérieure à celle de la zone euro. Cette dynamique s'est prolongée au début de 2026, avec des indicateurs d'activité encore solides, bien que légèrement en retrait par rapport à l'année précédente. Ce point de départ relativement favorable permet à l'économie d'aborder dans de meilleures conditions le choc géopolitique lié au conflit au Moyen-Orient. Toutefois, l'ampleur de son impact reste hautement incertaine et dépendra principalement de sa durée, de ses effets sur les prix de l'énergie, sur la praticabilité des routes commerciales et, *in fine*, sur les conditions financières globales et la confiance des agents. À ce stade, les risques pesant sur le scénario sont clairement orientés à la baisse.

La composition de la croissance en 2025 confirme un rééquilibrage des moteurs de l'activité. La demande intérieure a pris le relais comme principal vecteur d'expansion, avec une contribution significative de la consommation privée et de l'investissement, tandis que la demande extérieure nette a exercé une contribution négative pour la première fois depuis plusieurs années. Ce recul ne traduit pas une perte de compétitivité, mais plutôt un environnement externe moins porteur, marqué par le ralentissement des principaux partenaires commerciaux, un durcissement des politiques commerciales américaines et une progression soutenue des importations, en lien avec la vigueur de l'investissement domestique.

Les données du quatrième trimestre 2025 confirment cette dynamique. Le PIB a progressé de 0,8% en variation trimestrielle, à un rythme supérieur aux prévisions initiales (0,6%), porté principalement par la consommation privée (+1,0%) et une formation brute de capital fixe particulièrement dynamique (+2,2%). Cette dernière a bénéficié d'une progression généralisée de ses composantes. Parallèlement, la demande extérieure a surpris positivement, avec une

hausse des exportations de 0,8% sur le trimestre, soutenue essentiellement par les services (+2,3% t/t), tant touristiques que non touristiques. Cette amélioration de la dynamique récente du PIB intervient malgré la faiblesse persistante des exportations de biens et le recul de la consommation publique, et contribue à renforcer le point de départ conjoncturel pour 2026.

“L'économie espagnole aborde 2026 avec des fondamentaux conjoncturels solides, mais dans un environnement externe plus incertain”

Au-delà de ces éléments de court terme, plusieurs facteurs continuent de soutenir le potentiel de croissance. La population a augmenté de 1,0% en 2025, un rythme nettement supérieur à celui observé avant la pandémie (0,4% en moyenne entre 2014 et 2019), principalement sous l'effet des flux migratoires. Cette dynamique démographique, même en cas de modération, devrait continuer à alimenter l'expansion de la population active. Le marché du travail a, jusqu'à présent, absorbé cette hausse sans signes de déséquilibre : le taux d'emploi a progressé de 52,1% en 2024 à 52,8% en 2025. Dans ce contexte, l'absence de tensions significatives suggère que cette tendance

	2024	2025	2026	2027
PIB (a/a, %)	3,5	2,8	2,0	1,6
Demande intérieure (contribution au PIB, pp)	3,0	3,4	2,6	1,8
Variation des stocks (contribution au PIB, pp)	0,3	0,0	0,0	0,0
Exportations nettes (contribution au PIB, pp)	0,2	-0,8	-0,5	0,0
Consommation des ménages (a/a, %)	3,1	3,4	2,6	1,6
Investissement (a/a, %)	3,6	6,3	4,1	2,1
Inflation (a/a, %)	2,9	2,7	3,5	2,7
Taux de chômage (%)	11,4	10,5	9,6	9,2
Solde budgétaire (% du PIB)	-3,2	-2,8	-2,7	-2,7

Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO



pourrait se prolonger à court terme, contribuant ainsi à soutenir la demande et l'activité.

En somme, l'économie espagnole aborde 2026 avec des fondamentaux conjoncturels solides, mais dans un environnement externe plus incertain. La résilience récente repose essentiellement sur la vigueur de la demande intérieure et sur des facteurs démographiques favorables, tandis que l'évolution du contexte international constitue désormais le principal facteur de risque à court terme.

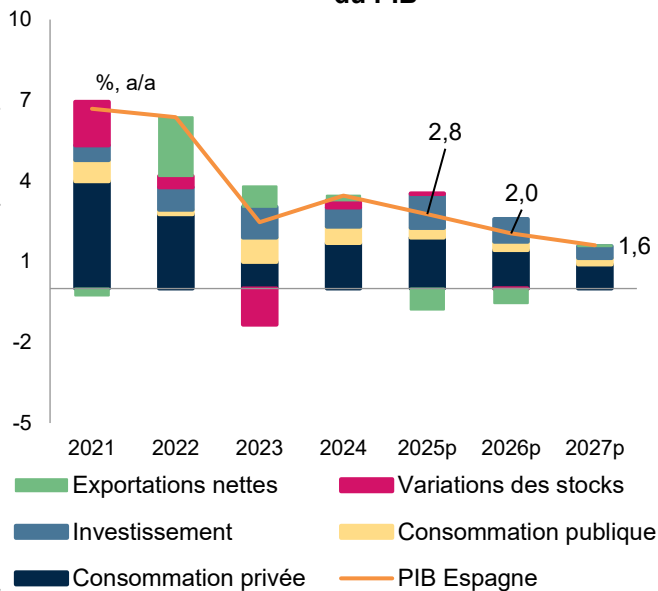
Une activité encore solide, mais en perte de dynamisme

Les données les plus récentes indiquent une croissance du PIB de 0,5% en variation trimestrielle au T1 2026. Néanmoins, le risque associé à cette prévision est orienté à la baisse. D'une part, le marché du travail montre des signes d'essoufflement : l'affiliation à la sécurité sociale a progressé de 0,5%.

environ de 25% inférieurs au niveau de 2007, ce qui suggère une marge de rattrapage dans un contexte de déficit structurel de logements.

Enfin, le secteur extérieur continue de jouer un rôle d'amortisseur conjoncturel. En 2025, le solde courant a enregistré un excédent de 2,9% du PIB, légèrement inférieur au 3,2% de 2024, mais supérieur à la moyenne de 2,3% observée entre 2014 et 2019. Cette performance masque des dynamiques divergentes : la balance commerciale s'est détériorée, sous l'effet du durcissement des politiques commerciales et du ralentissement des échanges avec les États-Unis, tandis que l'excédent des services s'est renforcé, atteignant 7,1% du PIB. Ce dernier est soutenu par le dynamisme des services non touristiques, alors que le solde touristique montre des signes de modération. Dans l'ensemble, ces éléments confirment un scénario de ralentissement progressif de l'activité, sans rupture brutale à ce stade.

Espagne : contributions a la croissance du PIB



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

globalement stagnante. Le secteur des services, principal moteur de l'économie, montre également des signes de modération : le PMI s'élève à 51,9 points en février, avec une moyenne trimestrielle de 52,7 points, en recul par rapport aux niveaux de fin 2025.

Le marché immobilier reflète une dynamique similaire. Le niveau d'activité reste historiquement élevé, avec 714 237 transactions en 2025, bien au-dessus de la moyenne annuelle de 428 000 observée entre 2014 et 2019. Toutefois, le rythme de croissance ralentit nettement : les transactions ont progressé en moyenne de 20,9% en glissement annuel au premier semestre 2025, contre 4,5% au second. Malgré cette décélération, les tensions sur les prix persistent, en raison d'une offre insuffisante. Le prix de l'immobilier résidentiel a augmenté de 13,1% en glissement annuel au T4 2025, soit la hausse la plus élevée du cycle actuel. En termes réels, les prix restent toutefois

Productivité et coûts salariaux : des tensions contenues mais persistantes

L'évolution récente du marché du travail en Espagne met en évidence une dissociation persistante entre la dynamique de l'emploi et celle de la productivité. Si la création d'emplois reste soutenue, avec une progression de l'emploi de 2,3% en 2025 et des perspectives similaires à court terme, la productivité apparente par tête continue de montrer des signes de stagnation, voire de légère contraction. Cette configuration reflète une croissance extensive, davantage tirée par l'augmentation du facteur travail que par des gains d'efficacité, ce qui limite le potentiel de croissance à moyen terme.

Dans ce contexte, la dynamique salariale demeure relativement robuste, bien qu'hétérogène. La rémunération par salarié progresse à un rythme proche de 2,9% en glissement annuel en février, supérieur à l'inflation (2,5%), ce qui permet un léger gain de pouvoir d'achat réel. Toutefois, en l'absence d'amélioration significative de la productivité, cette hausse des salaires se traduit mécaniquement par une augmentation des coûts salariaux unitaires, estimée à environ 3,2%. Cette évolution reste, à ce stade, compatible avec la stabilité des prix, mais elle réduit les marges d'ajustement des entreprises, en particulier dans les secteurs exposés à la concurrence internationale.

La composition sectorielle de l'emploi contribue également à cette dynamique. Une part significative des créations d'emplois se concentre dans les services, notamment à faible productivité, ce qui pèse sur la productivité agrégée. Parallèlement, les secteurs à plus forte intensité technologique, tels que les services aux entreprises ou les activités liées aux technologies de l'information, continuent de se développer, mais à un rythme encore insuffisant pour



compenser pleinement cet effet de composition. Cette dualité structurelle limite les gains d'efficacité globaux.

À court terme, l'absence de tensions marquées sur le marché du travail suggère que cette configuration pourrait perdurer. Le taux d'emploi continue de progresser (52,8% en 2025), sans signes évidents de surchauffe, tandis que la croissance des salaires reste modérée en termes historiques. Néanmoins, plusieurs facteurs pourraient modifier cet équilibre : une éventuelle réduction de la durée du travail, une accélération des salaires nominaux ou un ralentissement de la création d'emplois dans un contexte extérieur plus incertain. Dans ce contexte, le taux de chômage a continué de baisser au dernier trimestre 2025, pour atteindre 10,2% en données corrigées des variations saisonnières, et l'offre de travail a continué de croître grâce à une hausse du taux d'activité. Cette hausse est restée principalement tirée par l'immigration et le taux d'activité plus élevé des nationaux de plus de 45 ans, même si, ces derniers trimestres, la progression du taux d'activité des natifs âgés de 25 à 44 ans a également été notable.

En définitive, la dynamique actuelle repose sur un compromis relativement stable entre emploi et salaires, mais au prix d'une productivité atone. Si cette configuration permet de soutenir la demande à court terme, elle constitue un point de vigilance pour la compétitivité et le potentiel de croissance à moyen terme, en particulier dans un environnement où les marges des entreprises pourraient être mises sous pression.

Un choc de prix global face à une vulnérabilité reconfigurée

Le conflit en Iran réactive un choc énergétique d'une forte ampleur, mais dont la nature diffère sensiblement des épisodes précédents, notamment en raison des transformations intervenues dans la structure d'approvisionnement européenne depuis 2022. Dans le cas espagnol, l'exposition directe aux flux énergétiques transitant par le détroit d'Ormuz reste limitée, représentant environ 5% des importations de pétrole et moins de 2% de celles de gaz. Cela réduit significativement le risque de rupture physique d'approvisionnement. Cette faible dépendance directe contraste avec la sensibilité indirecte aux prix du pétrole et du gaz sur les marchés internationaux, qui ont rapidement réagi aux tensions géopolitiques. Le choc actuel se caractérise ainsi moins par une contrainte de volumes que par une revalorisation généralisée du coût marginal de l'énergie, affectant l'ensemble des économies importatrices.

Dans ce cadre, la structure du système énergétique espagnol constitue un facteur-clé d'atténuation. Le pays bénéficie d'un degré de diversification important de ses approvisionnements, combinant des flux par gazoduc (principalement en provenance d'Algérie) et

d'une capacité d'importation de gaz naturel liquéfié (GNL) sans équivalent en Europe, avec six terminaux de regazéification représentant environ un tiers de la capacité totale de l'Union européenne. Cette infrastructure permet une flexibilité dans l'allocation des flux, facilitant le recours à des fournisseurs alternatifs tels que les États-Unis, qui représentent désormais environ 35% des importations de gaz espagnoles, tandis que le GNL dans son ensemble dépasse 60% de l'approvisionnement total. Cette diversification limite fortement les risques de dépendance bilatérale et confère à l'Espagne une capacité d'ajustement rapide en cas de perturbation des flux internationaux.

Parallèlement, l'évolution du mix énergétique contribue à réduire la transmission des chocs aux prix domestiques. La part croissante des énergies renouvelables atténue la dépendance au gaz dans la formation du prix de gros de l'électricité. Cette transformation structurelle explique en partie la moindre volatilité relative des prix électriques en Espagne par rapport à d'autres économies européennes plus dépendantes du gaz comme source marginale de production. Néanmoins, cette atténuation reste partielle : le gaz continue de jouer un rôle déterminant dans certains segments, notamment pour l'industrie et lors des périodes de faible production renouvelable, ce qui maintient un canal de transmission actif entre les marchés internationaux et les coûts domestiques.

Une croissance encore portée par la demande interne, sous incertitude externe

Le scénario central pour 2026 repose sur la prolongation des dynamiques observées en 2025, avec une croissance du PIB attendue à 2% en 2026 puis 1,6% en 2027, après 2,8% en 2025. Cette trajectoire demeure toutefois conditionnée à l'évolution du conflit au Moyen-Orient, dont les effets potentiels sur les prix de l'énergie, les flux commerciaux et les conditions financières constituent le principal facteur d'incertitude. Dans ce contexte, la demande intérieure resterait le principal moteur de l'activité, tandis que la contribution du secteur extérieur deviendrait négative, sous l'effet combiné d'exportations plus modérées et d'importations dynamiques liées à la vigueur domestique.

La consommation privée continuerait de bénéficier de fondamentaux solides. Elle progresserait de 2,6% en 2026 et 1,6% en 2027. Ce rythme, supérieur à la moyenne des 25 dernières années (+0,5 pp), porterait le revenu réel à près de 15% au-dessus de son niveau de 2019. Cette dynamique repose principalement sur la création d'emplois, avec plus d'un million de postes attendus sur deux ans (546 000 en 2026 et 507 000 en 2027). La progression des salaires, bien que plus modérée, reste supérieure à l'inflation. Par ailleurs, la valorisation des actifs immobiliers agit à ce stade



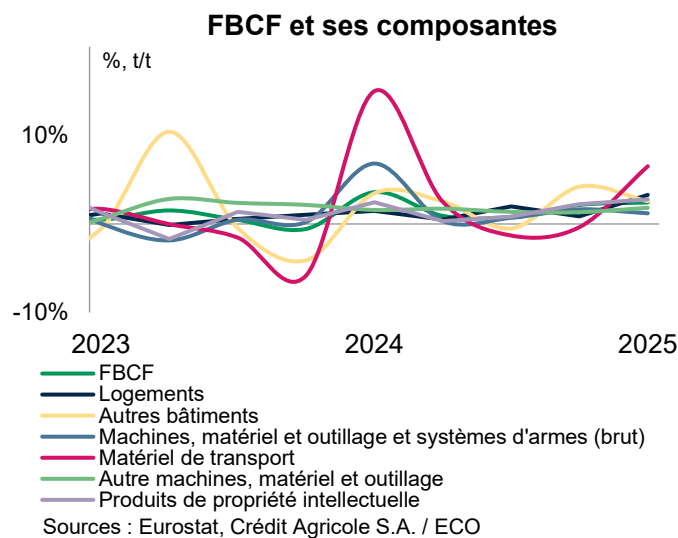
comme un facteur de soutien à la consommation, en renforçant la richesse perçue des ménages propriétaires. La valorisation des actifs financiers, malgré la volatilité, contribue également à cet effet. Enfin, le maintien d'un taux d'épargne élevé laisse entrevoir un potentiel de consommation supplémentaire en cas de normalisation progressive.

L'investissement devrait également rester dynamique, soutenu par l'accélération de l'exécution des fonds européens et par l'augmentation des dépenses publiques, notamment en matière de défense. La fin de l'année 2026 constitue un point d'inflexion, dans la mesure où elle marque la dernière échéance pour l'utilisation des fonds du programme européen. Le scénario retenu suppose une intensification du rythme d'exécution, avec environ 16 milliards d'euros mobilisés en 2026, contre une moyenne annuelle de 15 milliards entre 2023 et 2025. L'objectif d'épuiser les ressources disponibles d'ici août 2026 impliquerait une forte accélération des décaissements, susceptible de stimuler l'investissement en construction non résidentielle (+7,4% en 2026, soit plus de 2 points au-dessus de 2025).

Du côté du secteur extérieur, la contribution resterait contrastée. La consommation des non-résidents continuerait de progresser (4,5% en 2026 et 2,5% en 2027), soutenue par la résilience du tourisme et par des effets de substitution géographique liés aux tensions au Moyen-Orient. Des épisodes passés ont montré que des chocs dans certaines zones touristiques peuvent rediriger les flux vers l'Espagne. Parallèlement, les exportations de services non touristiques devraient continuer à croître à un rythme soutenu (4,9% en 2026 et 4,4% en 2027), prolongeant une tendance robuste (+12,8% en moyenne annuelle entre 2022 et 2025). Cette dynamique repose sur des segments à plus forte valeur ajoutée (services aux entreprises, technologies de l'information, ingénierie) et sur une demande concentrée en Europe (plus de 60% de la croissance récente) et aux États-Unis. Malgré ces éléments positifs, la faiblesse attendue du commerce mondial limiterait la contribution globale du secteur extérieur.

Le marché du travail resterait globalement bien orienté à court terme. L'emploi progresserait de 2,3% en 2026, permettant une baisse du taux de chômage à 9,6%. Néanmoins, ce scénario demeure sensible à l'évolution du contexte international. Une hausse durable des prix de l'énergie, une dégradation du commerce mondial ou un durcissement des conditions financières pourraient rapidement affecter les décisions d'embauche.

En définitive, l'économie espagnole dispose en 2026 de leviers internes suffisants pour soutenir la croissance, principalement via la consommation et l'investissement. Toutefois, l'environnement externe, en particulier les développements géopolitiques, introduit un degré élevé d'incertitude, rendant les perspectives fortement dépendantes de facteurs exogènes au cours des prochains trimestres.





PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES & FINANCIÈRES

SCÉNARIO MACRO-ÉCONOMIQUE

Hypothèses internationales

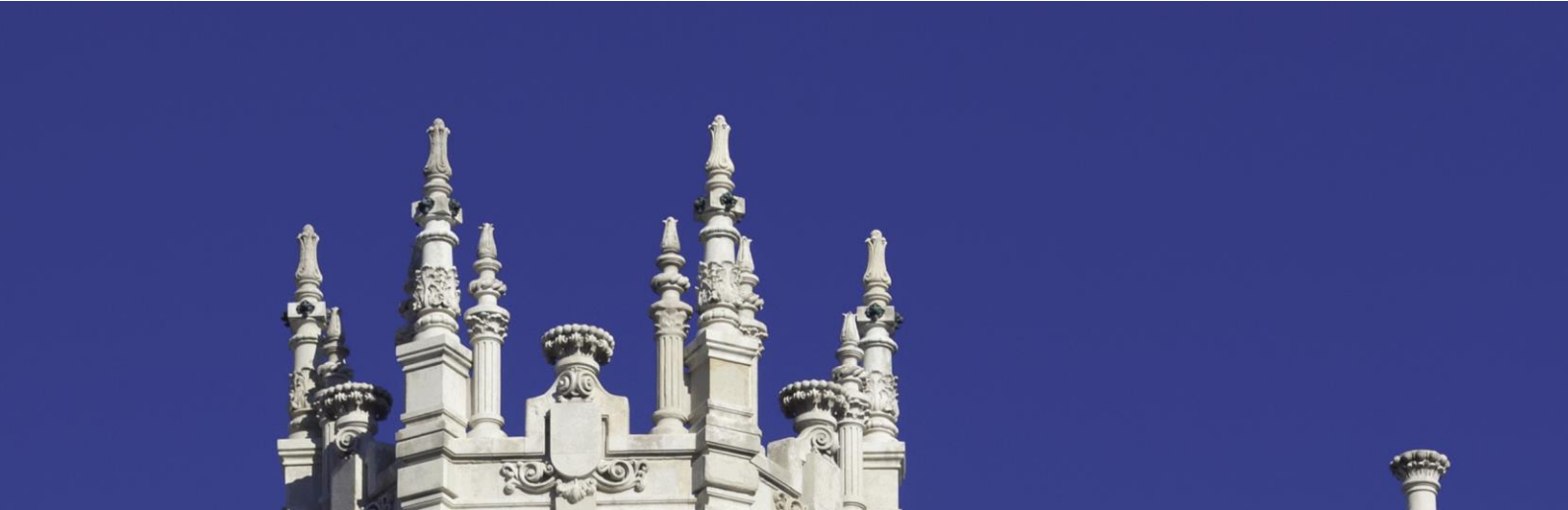
	2024	2025	2026	2027	2025				2026				2027			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB zone euro (a/a, t/t, %)	0,9	1,5	0,8	1,1	0,6	0,1	0,3	0,2	0,2	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4
PIB États-Unis (a/a, t/t, annualisé, %)	2,8	2,1	2,4	2,0	-0,6	3,8	4,4	0,7	3,0	1,8	2,1	2,1	2,0	2,1	1,9	1,8
PIB Chine (a/a, t/t, %)	5,0	5,0	4,7	4,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Taux de dépôt BCE (fin de période, %)	3,00	2,00	2,75	2,50	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,50	2,75	2,75	2,75	2,50	2,50
Taux des fonds Réserve fédérale (fin de période, %)	4,50	3,75	3,75	3,50	4,50	4,50	4,25	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50
Taux de change (moyenne, EUR/USD)	1,08	1,13	1,14	1,15	1,05	1,13	1,17	1,16	1,16	1,14	1,12	1,13	1,13	1,14	1,16	1,17
Brent (moyenne, USD/baril)	81,2	69,3	96,0	85,0	76,0	68,0	69,0	64,0	89,0	110,0	100,0	85,0	85,0	85,0	85,0	85,0

Croissance du PIB

	2024	2025	2026	2027	2024				2025				2026				2027			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB (a/a, t/t, %)	3,5	2,8	2,0	1,6	1,1	0,9	0,8	0,8	0,5	0,7	0,6	0,8	0,5	0,3	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Demande intérieure (contribution au PIB, pp)	3,0	3,5	2,6	1,6	0,7	0,8	0,9	1,2	0,5	0,7	1,3	1,0	0,5	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Consommation des ménages (a/a, t/t, %)	3,1	3,4	2,6	1,6	0,5	1,2	1,2	0,9	0,4	0,9	1,0	1,0	0,6	0,3	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Consommation publique (a/a, t/t, %)	2,9	1,8	1,5	1,2	0,6	0,0	1,6	0,1	0,2	0,0	1,3	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Investissement (a/a, t/t, %)	3,6	6,3	4,1	2,1	1,5	0,5	-0,6	3,6	1,3	0,9	2,2	2,2	0,4	0,4	0,4	0,5	0,6	0,5	0,5	0,6
Variation des stocks (contribution au PIB, pp)	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations nettes (contribution au PIB, pp)	0,2	-0,8	-0,5	0,0	0,3	0,0	-0,2	-0,4	0,1	-0,2	-0,7	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations (a/a, t/t, %)	3,2	3,4	1,9	2,0	2,2	0,6	0,3	0,1	2,1	1,3	-0,7	0,8	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
Importations (a/a, t/t, %)	2,9	6,3	3,8	2,0	1,3	0,6	1,2	1,2	2,0	2,0	1,3	1,4	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Inflation (a/a, %)	2,9	2,7	3,5	2,7	3,2	3,6	2,3	2,4	2,7	2,2	2,8	3,1	2,9	4,0	3,5	3,4	3,4	3,0	2,5	2,1
Inflation sous-jacente (a/a, %)	2,9	2,6	2,9	2,4	5,0	3,9	4,2	3,6	3,2	2,9	2,8	2,5	2,3	2,7	2,7	2,6	2,5	2,1	2,0	2,0
Taux de chômage (%)	11,4	10,5	9,6	9,2	11,8	11,6	11,3	10,8	10,9	10,6	10,5	10,1	9,9	9,7	9,5	9,4	9,3	9,2	9,1	9,0
Solde courant (% du PIB)	3,2	2,8	1,7	1,5	3,3	3,4	3,8	2,3	2,4	3,4	3,6	1,8	1,8	1,7	1,7	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Solde budgétaire (% du PIB)	-3,2	-2,5	-2,4	-2,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dette publique (% du PIB)	101,6	100,1	97,6	96,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

Achévé de rédiger le 01 avril 2026



Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE
Rédacteur en chef : Armelle SARDA

Comité de rédaction :

Paola MONPERRUS-VERONI
Ticiano BRUNELLO
Slavena NAZAROVA
Marianne PICARD
Sofia TOZY

Documentation : Elisabeth SERREAU – **Statistiques :** Datalab ECO

Maquette & Secrétariat de rédaction : Nathalie MARCET

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

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. Le 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.

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**

