



ITALIE

SCÉNARIO 2026-2027

Trimestriel – Avril 2026



Italie – Prise en tenaille dans un contexte géopolitique volatil

L'économie italienne a terminé l'année 2025 sur une note positive avec une croissance annuelle revue à la hausse en fin d'année à +0,7% et un acquis de +0,3% laissé à 2026. Une configuration qui aurait pu laisser espérer une consolidation de l'activité après un cycle de baisse de croissance plombé par les séquelles encore présentes de la crise énergétique passée. La dégradation du contexte international en début d'année change cette donne. Avec la hausse du coût de l'énergie induite par le blocage du détroit d'Ormuz, le pays se voit de nouveau fragilisé par sa forte dépendance au gaz et exposé à la hausse des prix. L'effet prolongé du conflit sur les cours de l'énergie devrait se traduire par un impact négatif de -0,6 point de pourcentage sur la croissance de 2026, faisant baisser le rythme annuel à 0,3% pour la même année. L'inflation atteindrait un pic à 3,2% en 2026, rompant avec la dynamique désinflationniste des années précédentes. Les dynamiques de la demande interne devraient en être affectées. Si la consommation s'est reprise légèrement en fin d'année à la faveur d'une amélioration du revenu disponible réel, cette reprise pourrait être tempérée par la hausse de l'inflation, avec un renforcement probable des comportements de précaution des ménages. L'investissement, qui reste tiré par des effets d'acquis importants, ralentirait significativement, avec un rythme de croissance moyen négatif en 2026. Une reprise graduelle devrait néanmoins se matérialiser à partir du T2 2027 à mesure que les effets de la crise géopolitique s'estompent. La croissance devrait légèrement se consolider sur l'année 2027, mais des niveaux d'inflation encore élevés et la faiblesse des moteurs domestiques continueraient à peser, d'autant que le pays reste toujours perturbé par la forte volatilité du commerce extérieur, où l'absorption des conséquences de la politique commerciale américaine est encore en cours.

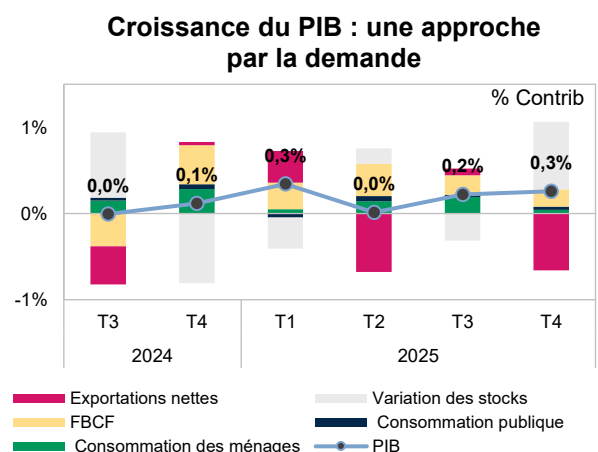
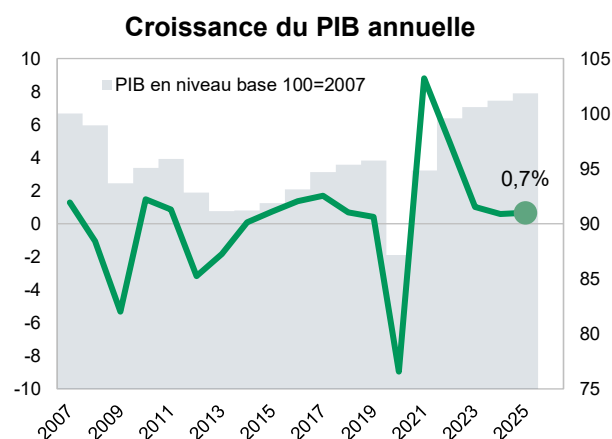
UNE REPRISE EN FIN D'ANNÉE EN TROMPE-L'ŒIL, DANS UN PROFIL DE CROISSANCE RÉVISÉ

Les chiffres définitifs de 2025 ont surpris l'ensemble des observateurs. La reprise peu anticipée au T4, avec une croissance de +0,3%, ainsi que la révision à la hausse des trimestres précédents, ont ainsi modifié la lecture de l'activité. Alors que le consensus s'était arrêté sur une croissance de 0,5% sur l'année, soit équivalente à l'acquis laissé par le T3 avant la dernière publication des comptes, les modifications ont ainsi entraîné une révision de 0,2% à 0,7%.

La mise à jour des données de l'Istat de janvier modifie en profondeur la lecture des comptes, aussi bien sur le présent que sur le passé. Une note détaillée y a été consacrée, dont nous présentons les principales conclusions.

Le premier constat tient à une modification de la composition de la croissance en 2025 : la demande intérieure hors stocks apparaît légèrement plus soutenue qu'estimé auparavant, tirée par une consommation des ménages plus dynamique au cours du T2 et du T3, ainsi que par une contribution de l'investissement plus importante sur l'année. La forte volatilité du commerce extérieur, suite au changement de paradigme de la politique commerciale américaine, ne s'est pas traduite par une baisse significative des exportations ; bien au contraire, ces dernières ont augmenté, tirées par des comportements de *frontloading*. La contribution négative du commerce extérieur émane davantage d'une hausse des importations.

Le deuxième constat concerne l'investissement, marqué par une correction beaucoup plus brutale du logement en 2024 (-37,4%) sous l'effet de la fin du Superbonus, compensée en partie par la montée en





charge des investissements publics. Les révisions opérées sur 2024 modifient également la lecture de 2025, en réduisant l'acquis laissé à 2025.

Si le profil de croissance au cours de l'année semble plus dynamique, la reprise au T3 masque cependant une faiblesse de la demande intérieure, derrière laquelle se cache un ralentissement à la fois de la consommation et de l'investissement. Après une légère reprise au troisième trimestre, les dépenses de consommation des ménages sont en quasi-stagnation à 0,1% au T4, avec une composante de consommation en biens qui stagne et qui n'est que légèrement compensée par les services. La consommation publique augmente quant à elle modérément, de 0,2%. L'investissement ralentit également, passant de 1% au T3 à 0,9% au T4, pénalisé par un recul de l'investissement productif malgré la reprise dans la construction tirée par le logement.

Le secteur industriel cumule son deuxième trimestre de hausse consécutif, bien qu'en léger ralentissement par rapport au trimestre précédent. Si la branche des machines et équipements continue de porter la dynamique, avec une hausse de sa valeur ajoutée de 2,5% et une contribution de 0,15 point à la croissance de la valeur ajoutée totale, la composante transport baisse significativement, de plus de 3%, avec une contribution négative de -0,08, amputant de moitié la contribution positive du secteur manufacturier. Les services ralentissent également, passant de 0,3% à 0,1%, pénalisés par le recul des activités financières et d'assurance. L'emploi progresse de +0,3% d'un trimestre sur l'autre au T4 par rapport au T3, tiré par l'industrie et les services. Les heures travaillées, quant à elles, stagnent sur le trimestre.

UN DÉBUT D'ANNÉE À L'ÉPREUVE D'UN CHOC GÉOPOLITIQUE ET ÉNERGÉTIQUE, AUX EFFETS ENCORE PEU PALPABLES

Un choc énergétique d'ampleur sur les marchés internationaux

Le premier trimestre devrait être affecté par les développements géopolitiques récents. Le conflit au Moyen-Orient et les perturbations importantes sur le commerce de pétrole et de gaz ne seront pas sans conséquence sur l'activité en Italie.

La fermeture du détroit d'Ormuz s'est, pour le moment, traduite par une hausse significative des cours du pétrole au niveau mondial, passant d'une moyenne de 65 dollars par baril à 80 dollars par baril le 2 mars, soit le premier jour ouvré après le déclenchement du conflit, pour culminer à plus de 118 dollars par baril le 31 mars. La moyenne trimestrielle passerait ainsi de 64

dollars par baril au T4 2025 à près de 80 dollars par baril sur le seul T1 2026.

De même, les dommages causés par les affrontements sur les installations gazières présentes dans la péninsule arabique ont conduit à une flambée des cours du gaz sur les marchés européens. Le prix du gaz (TTF¹), qui avait débuté l'année avec un prix moyen de 34 €/MWh, a ainsi atteint plus de 60 €/MWh le 19 mars. Sur le premier trimestre, son prix a augmenté de plus de 50% par rapport au T4 2025.

Une transmission encore limitée dans les prix de production et à l'importation

Pour le moment, les effets de transmission de ces chocs restent peu perceptibles dans les données de prix à la production industrielle et de prix à l'importation, pour lesquelles seuls les premiers mois sont disponibles, mais commencent à se matérialiser du côté de l'inflation. La dynamique des prix à la production reste dominée par le recul en glissement sur le marché domestique, qui cède 3,7% en février en glissement annuel, soit la quatrième baisse mensuelle consécutive.

L'indice des prix à l'importation recule encore de -3,3% en glissement annuel en janvier, tandis que les prix en provenance de l'Union européenne progressent de +1,4%. À ce stade, les signaux demeurent partiels et ne permettent pas encore d'apprécier pleinement l'ampleur de la transmission.

Des premiers effets visibles du côté de l'inflation

Du côté de l'inflation, les données globales mensuelles indiquent une reprise à la hausse des prix, avec une inflation qui passe de 1% en janvier à 1,7% en mars. Sur le trimestre, l'inflation plafonne à 1,4% en glissement annuel, en hausse certes par rapport au trimestre précédent, mais bien inférieure aux 1,6% en moyenne qui ont caractérisé les neuf premiers mois de 2025.

Les effets de la hausse des coûts de l'énergie, bien que marginaux à ce stade, semblent cependant modifier les dynamiques au sein même de l'indice. Ainsi, l'inflation hors énergie et alimentation baisse en mars, passant de 2,4% le mois précédent à 1,8% en glissement annuel. Cette détente des composantes non volatiles de l'inflation trouve son origine dans une baisse de l'inflation des services en mars par rapport à février, dont la hausse détonnait par rapport à la tendance des mois passés.

Si la désinflation qui caractérise les prix des biens continue à être une constante en janvier et février, ces derniers observent une légère reprise en mars,

¹ Le *Title Transfer Facility* (TTF) est la référence principale pour les prix du gaz en Europe.



passant à +0,7%, tirée par la composante la plus volatile des biens semi-durables.

La dynamique des prix de l'énergie semble naturellement la plus affectée par la hausse des coûts du pétrole et du gaz, mais sans pour autant basculer vers une croissance positive. Il n'en demeure pas moins que la tendance à la baisse qui avait marqué les mois précédents a été interrompue.

Étonnamment, c'est la composante régulée qui enregistre l'inflexion la plus marquée sur le mois de mars, passant d'un recul de 11,5% d'un mois sur l'autre en février à -1,3% en mars. La décélération des prix non régulés, supposés être plus touchés par les prix des énergies fossiles, est moins marquée, passant de -6,2% à -2,4%. Les prix de l'énergie continuent donc d'afficher un repli en dépit des événements en cours.

Sur le trimestre, la tendance est davantage marquée, expliquée par un effet d'hystérèse encore présent, avec un recul des prix de l'énergie au T1 de 6,5%, contre -4,4% le trimestre précédent. Cela suffit à entraîner une accélération de l'inflation trimestrielle, qui passe de 1,1% au T4 2025 à 1,4% au T1 2026, l'inflation sous-jacente restant stable.

Le contexte d'incertitude pèse sur les anticipations des ménages

Si la confiance des consommateurs semblait s'être quelque peu redressée depuis le début d'année, oscillant entre un indice de 96 et 97, les effets du climat d'incertitude commencent à se matérialiser. L'indice de confiance s'est effondré en mars, passant à 92,6, soit une différence de 5 points par rapport aux niveaux observés sur les onze derniers mois. Il retrouve ainsi le niveau d'avril 2025 qui, pour rappel, avait été marqué par les annonces de Donald Trump en matière de politique tarifaire.

Si l'ensemble des composantes sont concernées, l'inquiétude quant à l'environnement géopolitique se matérialise principalement dans l'appréciation des ménages du climat économique italien, dont l'indice perd plus de 10 points. Les anticipations quant à la

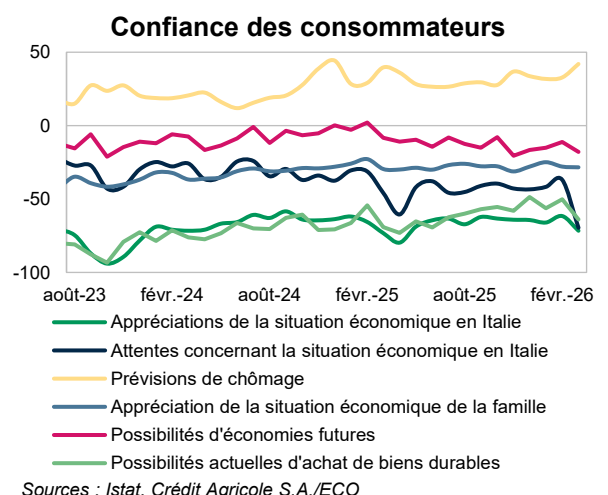
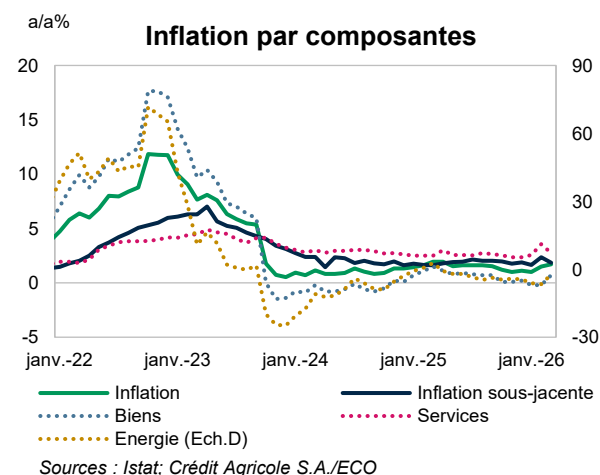
conjoncture future sont également affectées (-8 points), tandis que les craintes sont plus mesurées en ce qui concerne la situation personnelle des ménages. Ces derniers redoutent néanmoins une dégradation du marché du travail ainsi qu'une dégradation de leur pouvoir d'achat, avec des anticipations d'épargne future en baisse et une diminution de l'intention d'achat de biens durables.

Les ventes au détail de janvier n'intègrent pas encore ces effets, mais donnent une indication sur la tendance de la consommation, orientée à la baisse, avec un recul des ventes en volume et en valeur par rapport à décembre, respectivement de -0,5% et -0,1%. La dynamique passée laisse cependant un acquis positif sur le trimestre.

Un marché du travail en décalage avec la dynamique de l'activité

La crainte des ménages quant à un retournement reste, pour le moment, injustifiée. Un ralentissement du marché du travail, plus en phase avec la dynamique molle de l'activité, est certes attendu depuis plusieurs mois, mais à ce stade, les données indiquent une conjoncture encore robuste. Le chômage continue de baisser dans le temps, malgré une légère remontée à 5,3% (+0,1 point), et demeure nettement en dessous de sa moyenne de 2025 (6,1%). La baisse de l'emploi observée en février (-0,1%, soit -29 000) s'inscrit également dans ce contexte et ne permet pas, à ce stade, de conclure à une inflexion.

L'acquis de croissance, qui reste positif autour de +0,2% sur le trimestre, plaide plutôt pour un ajustement ponctuel. Le taux d'emploi recule à 62,4% (-0,1 point), tandis que le taux d'inactivité reste stable à 33,9%. Le chômage des jeunes diminue en revanche à 17,6% (-1 point). La dynamique de l'offre de travail évolue cependant. La hausse de l'inactivité se modère et, pour la première fois depuis plusieurs mois, l'ajustement ne passe plus uniquement par une sortie de la population active, mais se traduit en partie par une remontée du nombre de chômeurs (+2,7%, soit +36 000).





Dans le détail, l'ajustement de février se concentre sur les salariés (-0,2%), en particulier les contrats à durée déterminée (-0,5%), tandis que les indépendants continuent de progresser (+0,2%). Il touche principalement les hommes et les 25-49 ans, alors que l'emploi reste orienté à la hausse pour les femmes, les jeunes et les seniors.

Si le marché du travail semble décorrélié de l'activité, c'est que les ajustements de court terme sont compensés par des transformations plus profondes, où les contraintes d'offre deviennent progressivement plus visibles. La baisse du chômage observée ces dernières années ne traduit donc pas uniquement une amélioration cyclique de l'activité, mais aussi des facteurs plus structurels.

Parmi les raisons déjà identifiées figurent des effets de recomposition sectorielle, avec une croissance certes faible mais à fort contenu en emploi, tirée par les services et la construction. La question démographique joue également un rôle : l'arrivée de cohortes de plus en plus importantes de plus de 60 ans sur le point de quitter le marché du travail favorise des comportements de rétention dans l'emploi, d'autant que le vivier de jeunes disponibles diminue. Le nombre des 25-34 ans (en emploi et au chômage cumulés) a ainsi baissé de plus de 30% depuis 2004.

À ces facteurs macroéconomiques et démographiques s'ajoute une dimension géographique. Selon une analyse de l'institut de recherche Ref Ricerche², les zones en tension sur le marché du travail se sont multipliées au cours des dernières années, touchant une quinzaine de zones, et ne se concentrent plus uniquement dans les régions industrielles du Nord. Par ailleurs, près de la moitié des nouveaux emplois, principalement dans l'hôtellerie et la construction, sont désormais localisés dans le Mezzogiorno.

Hypothèse du scénario géopolitique : des prix de l'énergie durablement plus élevés

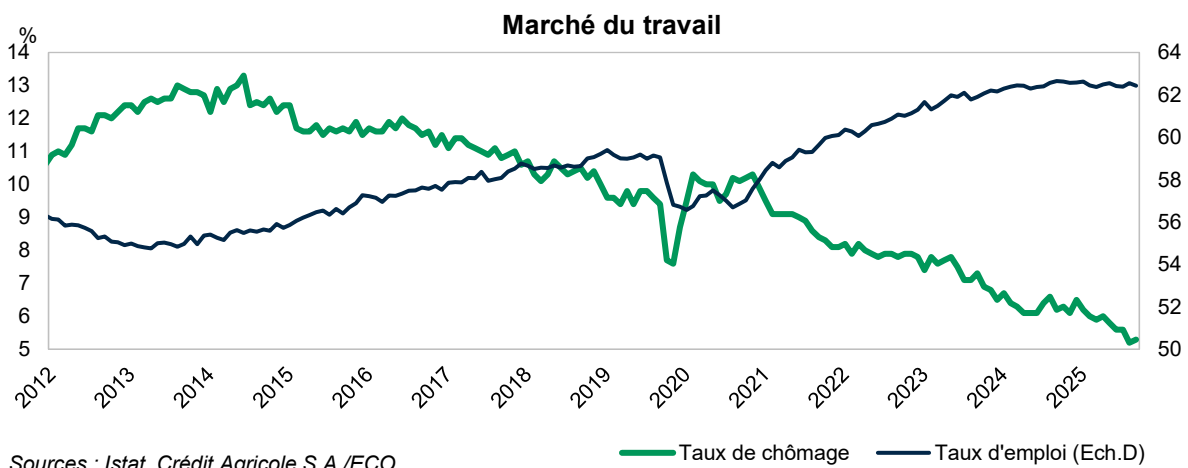
Dans ce contexte de forte volatilité, notre scénario international fait l'hypothèse d'une inscription du choc énergétique dans la durée. La normalisation des flux au niveau du détroit d'Ormuz resterait incomplète, avec une ouverture graduelle. Après la phase de blocage observée en mars, la reprise des flux serait progressive à partir du T2 2026, sans retour à la normale avant 2027. Les échanges et les passages de navires, notamment pétroliers, demeureraient durablement inférieurs à leur niveau d'avant-crise, de l'ordre de -20% sur l'horizon de prévision. Les dommages causés aux infrastructures pétrolières et gazières contribueraient en outre à maintenir des prix de l'énergie élevés, tant pour le pétrole que pour le gaz.

Après le pic observé au T1, le prix du pétrole se maintiendrait à un niveau élevé, nettement au-dessus de sa moyenne de 2025. Nos hypothèses retiennent une trajectoire autour de 110 dollars par baril en moyenne au T2 2026, avant un repli progressif vers 100 dollars au T3 puis 85 dollars en fin d'année, niveau auquel il se stabiliserait en 2027. Le gaz européen suivrait une trajectoire comparable, avec un prix moyen de 68 €/MWh au T2 2026, puis une décrue vers un peu plus de 50 €/MWh à l'horizon de prévision.

La forte volatilité de l'énergie exercerait de fait une pression durable sur l'inflation en zone euro et contribuerait au maintien de conditions monétaires restrictives. Mais, bien que significatif, cet épisode aura des conséquences plus contenues et plus transitoires que lors de la crise énergétique de 2022, qui avait impliqué un réacheminement des approvisionnements en gaz pour un pays comme l'Italie.

Une dépendance au gaz qui renforce les vulnérabilités

L'Italie n'en reste pas moins l'un des pays les plus vulnérables à ce risque géopolitique, notamment du fait de sa dépendance aux approvisionnements en GNL, le gaz restant un élément central du mix



² Ref Ricerche, *Rapporto sul mercato del lavoro in Italia*, mars 2026.



énergétique. L'Italie importe environ 95-96 % de son gaz, largement utilisé pour la production d'électricité, dont 44% repose sur cette source en 2024.

Depuis le déclenchement du conflit en Ukraine, la structure des fournisseurs a profondément évolué. La Russie, qui représentait près de 50% des importations, a vu sa part chuter à environ 5% en 2023, puis autour de 10% en 2024 sous l'effet des sanctions.

Elle a été progressivement remplacée par une montée en puissance de l'Algérie, de l'Azerbaïdjan et de la Norvège, tous trois reliés par gazoducs. Le GNL représente désormais environ 25% des approvisionnements, en hausse par rapport à 2019 où il avoisinait 19%. Parmi les fournisseurs, le Qatar demeure le principal fournisseur de GNL depuis 2015, autour de 10%, avec une légère progression récente. Le principal changement tient toutefois à l'émergence des États-Unis comme fournisseur, depuis 2022, avec une part qui a été multipliée par 4,5 en deux ans. Elle atteint environ 9% des importations en 2024, entièrement sous forme de GNL.

L'Italie présente ainsi une double vulnérabilité au choc en cours : au risque de rupture d'approvisionnement, du fait de la place importante du Qatar dans son portefeuille de fournisseurs, mais aussi aux variations de prix. La montée en puissance du GNL dans les importations accentue en effet la sensibilité aux prix *spot* du gaz, qui se transmettent ensuite aux prix de l'électricité et, plus largement, aux prix domestiques.

UNE ACTIVITÉ AFFAIBLIE, FAUTE DE RELAIS DE CROISSANCE

L'inflation en première ligne du choc géopolitique mais des effets de diffusion nettement plus limités dès 2027

Sur la base de ces hypothèses, les prix augmenteraient sensiblement, avec des prévisions d'inflation significativement revues à la hausse pour les deux prochaines années. En moyenne annuelle, l'inflation globale atteindrait 3,2% en 2026, tandis que l'inflation sous-jacente resterait modérée, autour de la

cible, à 2,2%, l'ensemble rompant avec la tendance désinflationniste passée.

Le profil trimestriel se caractériserait par un rebond de l'inflation dès le deuxième trimestre, à 3,7%, pour atteindre un pic de 3,9% au quatrième trimestre.

Derrière ce mouvement, la hausse du prix de l'énergie serait significative, passant de -5,1% au premier trimestre à +16,6% en glissement annuel dès le T2, niveau qui se maintiendrait jusqu'à la fin de l'année, autour de 16,2%. Sur l'année, les prix de l'énergie augmenteraient de 11,2%.

Les prix alimentaires seraient également affectés par cette hausse des prix de l'énergie, *via* les prix à la production. Les effets de ce choc se matérialiseraient sur ce segment à partir du T4, avec une inflation qui passerait de 2,5% observée au T1 2026 à 3,3% en fin d'année.

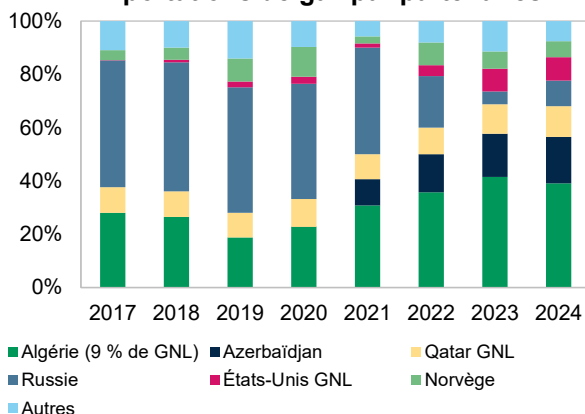
Les effets de second tour se diffuseraient également aux biens, mais avec un décalage dans le temps, soit à partir du T2 2027. Pour ce qui est des services, la croissance des prix resterait relativement dynamique, autour de 3%, et ne changerait pas par rapport à celle observée au cours de l'année passée.

L'inflation sous-jacente se situerait autour de 2% sur l'horizon de prévision, l'absence d'effets de contagion au-delà de ceux propres à l'énergie explique cette relative stabilité

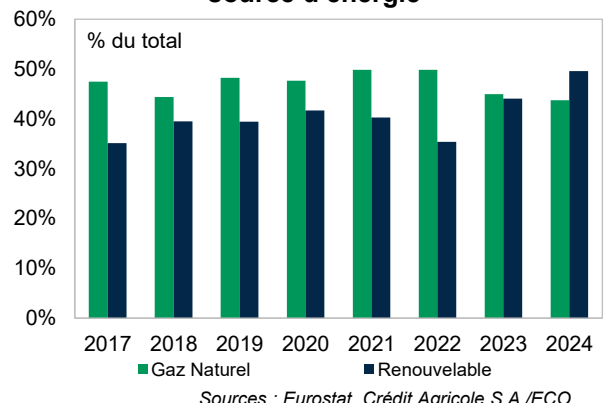
En 2027, l'inflation globale reviendrait à un niveau proche de celui de 2025 à 1,6%. Les effets de base sur les prix de l'énergie ainsi que par l'hypothèse d'une faible diffusion aux salaires, devraient limiter les effets de second tour et permettant à l'inflation sous-jacente de rester contenue.

Si le choc actuel relève d'un choc d'offre qui semble similaire à celui de 2022, dans la mesure où il passe avant tout par les prix de l'énergie, il reste néanmoins différent. En effet, les conditions dans lesquelles il intervient ne sont pas les mêmes.

Importations de gaz par partenaires



Production d'électricité par source d'énergie





Le choc énergétique de 2022 intervient à un moment de très forte reprise économique, spécifique à la période *post-Covid*. Dans une économie mondiale en reprise, les prix de l'énergie et, plus globalement, les prix des intrants s'étaient déjà inscrits dans une trajectoire ascendante dès septembre 2021. Le choc lié au conflit en Ukraine est venu amplifier ce phénomène.

La configuration actuelle est différente. L'économie évolue dans un environnement de croissance beaucoup plus modérée, avec une demande intérieure peu dynamique et un *output gap* négatif. Les tensions sur le marché du travail, en apparence, doivent être relativisées : malgré des taux de chômage historiquement faibles, la création d'emplois reste concentrée dans des secteurs à faible productivité et peu syndiqués, où la capacité de négociation salariale demeure limitée, notamment dans l'hôtellerie-restauration ou la construction, ce qui limite le risque de diffusion.

Dans ce contexte, les effets de contagion devraient être beaucoup plus contenus, avec des pressions moindres sur les salaires, ce qui limiterait les dynamiques de second tour.

Des ménages pris en étau par la crise géopolitique

Le choc inflationniste se transmettrait en premier lieu *via* le revenu des ménages. Le revenu disponible réel, qui avait à peine retrouvé son niveau d'avant la crise énergétique précédente, se détériorerait de nouveau sous l'effet de la hausse des prix. Les gains salariaux ne permettraient que faiblement de compenser cette perte de pouvoir d'achat. Dans ce contexte, les comportements de précaution resteraient prégnants, voire se renforceraient, maintenant le taux d'épargne à un niveau élevé.

Contrairement à 2022, les marges de manœuvre budgétaires apparaissent aujourd'hui plus limitées. Le gouvernement s'est engagé à repasser sous la barre de 3% de déficit en 2026, en vue de sortir de la procédure de déficit excessif, ce qui contraint fortement sa capacité d'intervention.

Si, en 2022, le gouvernement de Giorgia Meloni avait élargi le champ des dispositifs existants, notamment *via* une extension du bonus électricité aux foyers présentant un indicateur de la situation économique équivalente (ISEE) jusqu'à 12 000 euros³, aucun mouvement de même ampleur n'est à ce stade engagé hormis une contribution extraordinaire d'une valeur de 115 euros aux factures d'électricité. Une baisse des droits d'accise a aussi été décidée, qui permettrait d'amortir partiellement le choc sur les prix à la pompe, dans la continuité de mesures ponctuelles déjà mobilisées par le passé. Dans ce contexte, une part

importante de la hausse du coût de l'énergie continuerait d'être absorbée directement par les ménages.

En profil infra-annuel, un repli apparaîtrait dès le T2 et se prolongerait au T3, en lien avec la montée du choc inflationniste. Malgré un acquis positif en début d'année (+0,3%), la consommation resterait globalement atone sur 2026, avec une croissance proche de 0% en moyenne annuelle.

Une légère reprise interviendrait en 2027, avec une progression autour de 0,4% sur l'année, dans un profil trimestriel un peu plus dynamique à mesure que les effets du choc s'estompent.

Un investissement entre héritage positif de 2025 et vague d'incertitude en 2026

L'investissement conserverait en début d'année une certaine inertie, portée par des effets d'acquis encore significatifs, avec une croissance proche de 1% en 2026. Cette dynamique masquerait toutefois un affaiblissement sous-jacent, dont les effets se matérialiseraient pleinement en 2027, avec une formation brute de capital fixe (FBCF) qui basculerait en territoire négatif.

L'**investissement productif** serait directement affecté par le choc énergétique, les prévisions de croissance ayant été nettement révisées à la baisse. L'année 2026 serait caractérisée par un repli de -0,6%, qui s'accroîtrait en 2027, à -1%.

“Dans cette nouvelle réalité où une crise en chasse une autre, les effets des tarifs douaniers ne sont pas une histoire ancienne, bien au contraire”

Dans un contexte où les entreprises font déjà face à des coûts de l'énergie élevés, la hausse supplémentaire pèserait sur les marges et accentuerait les pertes de compétitivité, limitant la capacité et l'incitation à investir. Cet ajustement s'inscrirait dans un environnement industriel déjà fragilisé. La crise énergétique de 2022 continue de peser sur l'appareil productif, avec une production industrielle en recul pour la deuxième année consécutive, débutant l'année sur une contraction de -0,6%.

À ces contraintes s'ajouteraient une demande peu dynamique et une incertitude géopolitique accrue, qui renforceraient les comportements d'attente. Les tensions commerciales, notamment américaines, contribueraient également à dégrader la visibilité.

³ L'extension du dispositif avait permis de toucher près de 5,2 millions de personnes



Enfin, le retrait progressif du soutien public viendrait amplifier ce mouvement. Les politiques ayant fortement soutenu l'investissement ces dernières années, notamment *via* les infrastructures, verraient leur contribution diminuer, réduisant l'impulsion globale.

Construction : vrai rebond, fausse reprise

La dynamique de la construction reste à part. La révision des comptes a mis en évidence une correction très marquée du segment logement en 2024 (-37,4%, soit environ 53 milliards d'euros⁴, liée à la fin du Superbonus, partiellement compensée par la montée en charge des investissements publics.

Contrairement aux anticipations initiales, la correction du secteur s'est donc matérialisée plus tôt. L'année 2025 a au contraire été marquée par une reprise sur le segment logement, avec des rythmes de croissance soutenus, autour de 5,4% en moyenne annuelle, et une dynamique déjà forte dès le début d'année. Cette évolution se traduit aujourd'hui par des effets d'acquis importants, supérieurs à 2%, qui continuent de soutenir le secteur en 2026.

Les indicateurs conjoncturels confirment cette orientation. La confiance dans le secteur reste bien orientée, avec un niveau élevé au T1 et une reprise récente. Les carnets de commandes demeurent également solides, représentant en moyenne près de 8,6 mois d'activité.

L'enquête indique cependant une baisse des niveaux de construction. La croissance resterait soutenue en 2026, autour de 1,8%, portée par les effets d'acquis et les derniers investissements du plan de relance, mais ces éléments masquent un ralentissement déjà à l'œuvre. Une fois les effets d'acquis dissipés, l'investissement en construction devrait basculer en territoire négatif en 2027.

Une recomposition du commerce mondial portée par des flux exceptionnels

Dans cette nouvelle réalité où une crise en chasse une autre, les effets des tarifs douaniers ne sont pas une histoire ancienne, bien au contraire. Si 2025 a été l'année de la recomposition du commerce mondial, 2026 ne devrait pas faire exception.

Trois constats principaux se dégagent.

Le premier tient à des importations particulièrement dynamiques. En volume, les importations augmentent de 3,9% contre 1,4% pour les exportations. En valeur, les exportations progressent de 3,3%, contre 3,1% pour les importations. Malgré ce différentiel, le solde

commercial reste largement excédentaire, autour de 50 milliards d'euros.

Le deuxième concerne les flux avec les États-Unis, où les effets des tarifs ne sont pas encore visibles. Les échanges restent dominés par des effets de *frontloading* et des dynamiques sectorielles très marquées. Les exportations progressent de 7,2%, principalement tirées par le secteur pharmaceutique, qui contribue à hauteur de 8,5 points à cette hausse. Les États-Unis représentent en 2025 environ 12% du total des exportations italiennes, soit deux points de plus qu'en 2023. Les moyens de transport hors automobile contribuent également à cette progression, avec une hausse de 16%. Du côté des importations, les flux en provenance des États-Unis augmentent de 35%, avec une concentration très forte sur le secteur pharmaceutique dont les importations progressent de plus de 100%. Parallèlement, les exportations du secteur vers les États-Unis doublent sur la même période. Malgré ces évolutions, la balance commerciale reste excédentaire vis-à-vis des États-Unis, y compris pour le secteur pharmaceutique.

Le troisième constat renvoie à une concentration sectorielle extrême, en particulier sur le secteur pharmaceutique. Celui-ci explique une part prépondérante de la dynamique des échanges : il contribue à hauteur de 2,5 points à la croissance des exportations (3,3%) et de 2,6 points à celle des importations (3,1%), tout en enregistrant une hausse de plus de 35 % des flux. Il contribue par ailleurs à hauteur d'environ un cinquième à l'excédent commercial total. La Chine participe également à cette dynamique et compte pour près de 13% des importations du secteur en 2025, contre 1,8% un an auparavant. Les importations du secteur pharmaceutique en provenance de Chine augmentent ainsi de près de 1 000% sur l'année. Les exportations pharmaceutiques vers la Chine sont également en hausse, à +45%.

En dehors du secteur pharmaceutique, les exportateurs italiens perdent des parts de marché en Chine (-6,6%), tandis que le taux de pénétration des importations chinoises sur le marché italien se confirme. Celui-ci touche également les biens de consommation, notamment le textile (+7%) et l'automobile (+39,4%). Les importations chinoises représentent désormais environ 17% des importations totales de textile et près de 60% des importations automobiles.

Au sein de la zone euro, les flux commerciaux restent globalement dynamiques mais contrastés. Les échanges avec la France se distinguent par une progression reprise des exportations, largement portée par le secteur pharmaceutique, avec une hausse supérieure à 100%, tandis que les flux avec

⁴ Voir la publication [Italie – Derrière le rebond, une économie qui se recompose](#), mars 2026



l'Allemagne apparaissent plus homogènes, tirés notamment par les biens d'équipement, en particulier les machines-outils.

Les données les plus récentes confirment toutefois un infléchissement. En janvier, les importations reculent de 1,3% et les exportations de 0,1%. Cette évolution masque des divergences : les échanges avec la zone euro progressent fortement (+14%), tandis que ceux avec les pays hors zone euro reculent.

Dans ce contexte, 2026 s'annonce comme une année encore perturbée. Les effets des tarifs douaniers ne sont pas encore pleinement visibles et devraient se matérialiser avec un décalage. Les exportations sont attendues en repli, autour de -1%, tandis que les importations resteraient soutenues, notamment sous l'effet de la reconstitution des stocks énergétiques.

Une croissance entravée

Sur la base de nos hypothèses, la croissance de 2026 serait fortement affectée par le choc énergétique, avec un impact estimé à -0,6 point par rapport à un scénario sans blocage du détroit d'Ormuz. Dans un contexte de croissance initialement plus dynamique mais reposant sur une demande domestique fragile, la hausse des prix de l'énergie et son impact sur l'inflation accentueraient le ralentissement. La croissance serait ainsi ramenée à un rythme très modéré en 2026, proche de 0,3%, avec un profil infra-annuel marqué par

un repli au T2 et au T3, malgré un acquis de croissance positif en début d'année.

En 2027, l'impact du choc serait plus limité, à mesure que les effets de base sur les prix de l'énergie se dissipent. La croissance se redresserait légèrement, autour de 0,6% en moyenne annuelle, avec une reprise à partir du deuxième semestre.

Ce scénario reste toutefois entouré de risques orientés à la baisse. La faiblesse persistante de la demande intérieure, la diffusion du choc énergétique aux marges des entreprises et l'ajustement encore en cours du commerce extérieur continueraient de peser sur l'activité.

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



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	2025				2026				2027			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Zone euro	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
Allemagne	-0,5	0,4	0,5	0,8	0,4	-0,2	0,0	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
France	1,1	0,9	0,9	0,9	0,1	0,3	0,5	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
Italie	0,6	0,7	0,3	0,6	0,3	0,0	0,2	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3
Espagne	3,5	2,8	2,0	1,6	0,5	0,7	0,6	0,8	0,5	0,3	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Pays-Bas	1,1	1,9	1,3	1,0	0,3	0,3	0,5	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4
Belgique	1,1	1,0	0,4	0,5	0,4	0,2	0,3	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3
Irlande	2,5	12,4	-0,6	2,5	7,7	-0,6	0,0	-3,8	1,4	0,7	0,7	0,7	0,5	0,6	0,6	0,6
Portugal	2,2	1,9	1,8	1,6	-0,3	0,7	0,6	0,9	0,1	0,3	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,2
Grèce	2,1	2,2	1,9	1,5	0,4	0,5	0,7	0,8	0,4	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
Finlande	0,4	0,1	0,7	0,9	0,0	-0,3	-0,3	0,6	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
Luxembourg	0,3	0,6	1,6	1,2	0,6	0,6	1,2	-0,1	0,5	0,2	0,3	0,4	0,1	0,3	0,4	0,4
Autriche	-0,8	0,7	0,5	0,6	0,3	0,0	0,3	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Slovénie	1,7	0,9	1,6	0,6	-0,6	0,9	0,9	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Malte	6,2	4,0	3,7	1,7	1,4	1,7	1,1	2,1	1,2	-0,2	-0,2	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6

Italie

	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, %)	0,6	0,7	0,3	0,6	0,1	0,2	0,0	0,1	0,3	0,0	0,2	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3
Demande intérieure (contribution au PIB, pp)	0,2	1,5	0,3	0,3	0,2	0,0	-0,2	0,8	0,3	0,6	0,4	0,3	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	0,3	0,2	0,2	
Consommation des ménages (a/a, t/t, %)	1,2	1,1	0,0	0,4	1,4	0,3	0,3	0,5	0,1	0,3	0,3	0,1	0,1	-0,4	-0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,2	
Consommation publique (a/a, t/t, %)	1,5	0,6	0,5	0,6	-0,1	0,7	0,2	0,3	-0,2	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	
Investissement (a/a, t/t, %)	-3,5	3,8	1,0	-0,2	-2,5	-1,3	-1,8	2,1	1,4	1,7	1,0	0,9	0,0	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	0,4	0,3	0,3	
Variation des stocks (contribution au PIB, pp)	0,3	-0,2	0,8	0,2	0,1	0,9	0,6	-0,7	-0,3	0,1	-0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,1	
Exportations nettes (contribution au PIB, pp)	0,2	-0,6	-0,9	0,2	-0,1	-0,7	-0,4	0,0	0,4	-0,7	0,1	-0,7	-0,2	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	
Exportations (a/a, t/t, %)	-1,1	1,4	-1,0	0,0	-1,3	-1,4	-0,3	-0,3	2,7	-1,7	2,1	-1,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	
Importations (a/a, t/t, %)	-1,8	3,9	1,9	-0,6	-0,9	0,8	1,3	-0,4	1,6	0,5	2,0	1,0	0,3	0,2	-0,6	-0,6	0,0	0,0	0,2	0,2	
Inflation (a/a, %)	1,1	1,7	3,2	1,6	1,0	0,9	1,2	1,3	1,8	1,8	1,7	1,2	1,4	3,7	3,8	3,9	2,9	1,3	1,1	1,2	
Inflation sous-jacente (a/a, %)	2,3	1,8	2,1	2,0	2,6	2,2	2,3	2,2	1,9	1,9	1,8	1,8	1,9	2,1	2,2	2,2	2,0	2,2	2,1	1,9	
Taux de chômage (%)	6,6	6,1	6,0	6,2	7,1	6,7	6,3	6,2	6,3	6,3	6,0	5,6	5,8	6,0	6,0	6,0	6,2	6,2	6,2	6,2	
Solde courant (% du PIB)	1,1	1,1	0,3	0,5	0,4	1,6	1,7	0,6	-0,4	1,8	2,6	0,5	0,3	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	
Solde budgétaire (% du PIB)	-3,4	-3,0803	-3,2	-2,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Dettes publiques (% du PIB)	134,9	135,399	134,7	134,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	

Achévé de rédiger le 1^{er} 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 : Fabienne PESTY – Sophie GAUBERT

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**

