

Perspectives

N°26/128 – 22 janvier 2026

Zone euro – La baisse du PIB au T1 2026 affaiblit sensiblement l'acquis de croissance pour 2026

Une baisse du PIB au T1 2026 encore liée à des facteurs exceptionnels

La croissance du PIB de la zone euro au premier trimestre 2026 a été fortement révisée à la baisse. Elle est passée de +0,1% sur le trimestre lors de la première estimation (publiée le 30 avril) à -0,2% pour l'estimation du 5 juin. Cette révision est principalement liée à l'abaissement de la croissance irlandaise, estimée à -2% en avril et revue à -12%. Hors Irlande, la croissance de la zone euro est même légèrement supérieure (+0,2%) à la première estimation.

Ce résultat est inférieur à notre prévision de mars 2026 (+0,2%), mais totalement alignée si l'on exclut l'effet du PIB irlandais. En effet, la croissance est ressortie plus soutenue qu'anticipé en Allemagne (+0,3% contre +0,2% prévu), en Italie (+0,3% contre 0%) et en Espagne (+0,6% contre +0,5%), compensant la sous-performance de la croissance française (-0,1% contre +0,2%).

Avec ce léger repli en début d'année, l'acquis de croissance pour l'année 2026 n'est plus que de 0,1%, contre 0,5% dans notre prévision de mars dernier. Hors effet irlandais, il ressort néanmoins à 0,7%, porté par un acquis élevé en Espagne (1,7%), révisé à la hausse en Italie (0,6%), en ligne avec notre prévision en Allemagne (0,4%). En revanche, l'acquis de croissance pour l'économie française est plus faible (0,4%) que dans notre dernière prévision (0,7%). Il existe donc un fort risque de révision à la baisse sur notre prévision de croissance pour la France (+0,9% dans notre prévision de mars) et pour la zone euro agrégée (+0,8%), si le recul enregistré en Irlande au premier trimestre n'est pas compensé au cours des prochains trimestres.

La baisse du PIB irlandais est imputable à une variation de stocks fortement négative, qui ampute la croissance de 26 points. Cette évolution s'explique par un recul de 27% de l'activité des

multinationales, qui a entraîné une baisse de 35% de la valeur ajoutée de l'industrie.

Un affaiblissement généralisé des moteurs domestiques de la croissance

Malgré le côté exceptionnel des facteurs ayant causé le recul du PIB de la zone, l'affaiblissement des moteurs de la croissance est visible.

La contribution de la demande intérieure à la croissance de la zone euro a diminué (de 0,5 point au T2 2025 à 0,2 au T1 2026) et ne compense pas la contribution négative des exportations nettes (- 0,3 point) et des variations de stocks (- 0,1 point). La demande étrangère nette freine en effet la croissance depuis le printemps dernier et les variations de stocks ne soutiennent plus la croissance depuis l'été.

Le ralentissement de la consommation des ménages (+0,2% au T1 après +0,4% au T4) touche l'ensemble des grandes économies de la zone euro, à l'exception de l'Italie. Ce ralentissement est préoccupant en Allemagne, où, après une reprise en 2025, la perte de vigueur de la consommation privée a été particulièrement marquée (0% au T1 après 0,6% au T4) et où elle n'a crû que de 2,6% depuis 2019.

En revanche, la progression de la consommation publique reste soutenue, à +0,6% par trimestre, portée par l'accélération des dépenses allemandes à l'œuvre depuis l'été dernier (+1,1% après +1,5% au T4 2025), tandis que la hausse est plus modeste ailleurs ; la consommation publique est même à un recul en Italie.

L'investissement a reculé dans la zone euro (- 3%), alors qu'il se redressait depuis fin 2024. Il s'est replié en Allemagne (-1,5%, compensant la remontée du T4 2025) et en France (-0,6%) ; il reste

en progression en Italie et en Espagne, mais a ralenti (+0,7% et + 0,4% respectivement).

Les exportations de la zone se replient depuis l'automne (-0,2% au T1 2026), mais cette évolution n'est pas homogène. En Allemagne et en Italie, elles se sont redressées (+3,3% et +2,2% respectivement), tandis qu'elles ont reculé fortement en France (-3,5% sur le trimestre) et plus modérément en Espagne (-0,5%). L'affaiblissement de la demande intérieure et la moindre accumulation des stocks n'a pas freiné les importations (+0,4% sur le trimestre), ce qui a réduit encore la contribution des exportations nettes.

Productivité et marges dégradés par l'affaiblissement de l'activité et la résilience de l'emploi

La croissance de la valeur ajoutée, en perte progressive de vitesse depuis le printemps 2025, est devenue négative au T1 2026 (-0,3%). Sa progression ne se fait plus qu'au rythme de 0,3% sur un an. C'est le secteur de l'industrie qui, avec le fort retournement irlandais, contribue le plus à ce repli. Cependant la performance irlandaise est due à des facteurs occasionnels et ne devrait pas refléter la tendance future. En dehors de cet effet la croissance de l'industrie serait nulle et pas négative sur le trimestre et celle de la valeur ajoutée totale modestement positive (+0,2%). Sur l'année la progression de la valeur ajoutée totale serait légèrement inférieure à son rythme potentiel (+0,8%). En effet, à la fin 2025 l'industrie était en perte de vitesse mais sur des rythmes encore soutenus en glissement annuel dans la zone euro, cependant, même en enlevant la contribution négative de l'industrie irlandaise, le rythme annuel en ressort affaibli à 0,2% au premier trimestre. L'activité dans la construction, qui avait retrouvé un rythme positif depuis le printemps 2025 marque un arrêt en rythme annuel et se retourne sur le trimestre (-0,5%). L'activité se maintient soutenue dans les services marchands (supérieure à 1% sur un an), mais elle est en décélération.

Bien qu'affaiblies, les créations d'emplois, maintiennent un rythme positif (+0,5% sur un an et +0,1% sur le trimestre). Le recul de l'emploi dans l'industrie, en cours depuis le début 2025, s'est arrêté au T1 2026 (+0,1% sur le trimestre) et dans la construction le rythme de création d'emplois se maintient soutenu et même en accélération (+1,8% sur un an, +0,5% sur le trimestre). En revanche dans les services marchands la croissance de l'emploi est en décélération avec un premier retournement au T1 2026 (-0,1%). Ce ralentissement est partagé par le secteur public.

Le salaire par tête s'inscrit en légère accélération au premier trimestre (+3,4% sur un an) soutenu par le

renforcement de sa croissance dans les services marchands (3,6%) et dans l'industrie (3,1%).

Cette dichotomie entre la faiblesse de l'activité et la relative résilience de l'emploi se traduit par un affaiblissement de la productivité (-0,4% sur le trimestre), qui intervient après son renforcement sur toute l'année 2025. En enlevant l'effet irlandais la progression de la productivité est positive (+0,2% sur un an), mais en ralentissement. C'est dans la construction que le retournement de la productivité est le plus marqué, tandis que des gains sont enregistrés dans les services marchands. Dans l'industrie hors effet Irlande, la productivité est atone.

L'accélération des salaires et la baisse (ou ralentissement) de la productivité conduisent au renforcement de la croissance des coûts salariaux unitaires, notamment dans l'industrie, les services immobiliers et la construction, et à une dégradation des marges, qui se diffuse à tous les secteurs, à l'exception des services financiers. Cette détérioration de la rentabilité, en cours depuis la fin 2023, et particulièrement accentuée en 2024, s'était affaiblie en 2025, mais se renforce début 2026.

Un environnement économique solide en début d'année mais en dégradation rapide depuis mars

Avec un processus de désinflation bien avancé, des taux d'intérêt stabilisés, un marché du travail encore porteur et une situation économique et financière solide des agents privés non financiers, la zone euro avait de quoi commencer l'année sous des bons auspices.

Après la stabilisation du taux d'épargne des ménages en 2024, une baisse a été entamée en 2025, qui néanmoins le maintient en fin 2025 à un niveau (14,4%) supérieur à celui d'avant la pandémie. La désinflation a restitué du pouvoir d'achat aux ménages, mais l'inflation passée avait réduit la valeur réelle de l'énorme épargne cumulée dans la période postpandémique. Avec un revenu disponible brut, attendu en légère accélération au T1 (3,3% sur un an) mais à un rythme de peu inférieur à celui de la consommation des ménages en valeur (3,4%), la baisse du taux d'épargne aurait continué. Mais la remontée de l'inflation, remettant en question les gains récents de pouvoir d'achat, pourrait susciter des comportements d'épargne de précaution et une volonté de reconstitution des encaisses réelles, avec un impact négatif sur la consommation privée.

Quant aux entreprises, elles avaient progressivement réduit leur abondante liquidité et évoluaient dans un environnement moins favorable à leur pouvoir de fixation des prix, mais les coûts salariaux en ralentissement limitaient l'érosion des marges.

L'enquête S&P auprès des directeurs d'achats, un indicateur avancé de l'activité, signalait encore en février une expansion de l'activité en voie de renforcement avant de s'affaiblir au mois de mars et d'enregistrer pour la première fois depuis la fin de l'année 2024, deux mois consécutifs de repli de l'indice composite en avril et en mai. Si, à 48,5 contre 48,8 en avril, l'indice ne signale qu'une baisse modérée de l'activité, le rythme de la contraction a toutefois été le plus marqué depuis un an et demi. Le recul de l'activité globale a résulté des mauvaises performances du secteur des services, la production manufacturière ayant continué d'augmenter à un rythme toutefois moins soutenu. La production future est annoncée toujours en expansion, mais les arriérés de travail sont en baisse ainsi que les délais de livraison, signalant des moindres tensions sur l'outil de production. Dans le secteur manufacturier le ratio entre les commandes et les stocks est resté néanmoins stable, signe que pour l'instant le niveau des stocks reste cohérent avec la demande adressée aux entreprises.

C'est en Allemagne et en France que l'indice a enregistré les plus faibles performances, tandis que l'Italie et l'Espagne ont signalé encore une

croissance de leur activité. Cette évolution de l'indice est annonciatrice d'une contraction de l'économie de la zone au deuxième trimestre. Le niveau des données PMI suggère en effet, à moins d'un changement significatif de tendance au mois de juin, une baisse trimestrielle du PIB de l'ordre de 0,2 %.

La forte dégradation du climat des affaires en avril est aussi enregistrée par l'indicateur de sentiment économique (ESI) de la Commission européenne, qui cependant se stabilise au mois de mai. Il descend néanmoins à un niveau très inférieur à sa moyenne historique où il est installé depuis la guerre en Ukraine. Cette baisse s'accompagne de celle des perspectives d'emploi qui se redressent légèrement en mai. C'est surtout la forte dégradation de la confiance des ménages qui contribue à la baisse de l'indice, suivie par celle des services et du secteur des ventes au détail. La confiance dans l'industrie, à un niveau très faible depuis 2022 n'enregistre qu'une très faible détérioration en mai après son redressement continu depuis le printemps 2025. Dans la construction, la confiance était aussi en léger repli, mais l'indice demeure sur un niveau bien supérieur à sa moyenne.

✓ Notre opinion – *Le processus désinflationniste s'est interrompu au mois de mars, l'inflation passant de 1,9% en février à 3,2% en mai. Cette réalisation est inférieure à la prévision de notre scénario de mars dernier, du fait d'une hausse des prix du pétrole alignée avec notre prévision, mais d'une moindre augmentation des prix du gaz.*

L'inflation sous-jacente (hors composantes volatiles) est aussi repartie à la hausse passant de 2,2% en avril à 2,5% en mai. La composante énergétique de l'indice a interrompu sa baisse en mars pour enregistrer un taux de croissance de 10,9% en mai. Cette augmentation a commencé à se transmettre à l'inflation des biens industriels non énergétiques (passée de 0,4% en février à 0,9% en mai) et des services (3,5%).

Ces réalisations sont supérieures à la dernière prévision de la BCE, compatible avec deux hausses des taux directeurs en 2026. Elles éloignent de plus en plus les prévisions de croissance de la BCE de son scénario central (0,9% en 2026 et 1,3% en 2027) et les déplacent vers son scénario adverse (0,6% en 2026 et 1,2% en 2027). Ainsi la communication récente de la BCE ne laisse pas de doute sur une première remontée de 25 pb des taux lors de sa prochaine réunion du 11 juin. Nous prévoyons ensuite deux nouvelles hausses de 25 pb, une à l'été et une dernière en décembre avant la stabilisation du taux de dépôt à 2,75%. En revanche, la prévision de la Commission européenne, arrêtée au 29 avril, avant la révision à la baisse de la croissance du premier trimestre demeure optimiste, annonçant une progression du PIB au rythme de 0,9% en 2026 et de 1,2% en 2027.

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
05/06/2026	France – Immobilier résidentiel : légère progression des prix dans l'ancien au premier trimestre 2026	France
04/06/2026	Italie – L'économie italienne fait mieux que prévu au premier trimestre, mais pour combien de temps ?	Italie
04/06/2026	Espagne – La réponse du gouvernement face à la pénurie de logements	Espagne
29/05/2026	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
29/05/2026	France - Le PIB déçoit et le pouvoir d'achat fait du surplace au premier trimestre	France
27/05/2026	Asie – Navigation à vue dans le brouillard d'Ormuz	Asie
26/05/2026	Vidéo – La minute pédago – Le PIB par habitant	Zone euro, France
22/05/2026	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
22/05/2026	Portugal – L'activité freinée en début d'année	Portugal
18/05/2026	Égypte – La guerre au Moyen-Orient impacte une économie fragile, mais qui construit sa résilience	Égypte
12/05/2026	Vidéo – La minute pédago – Les droits de douane	Panorama global
11/05/2026	États-Unis – Rebond de la croissance au T1-2026, tirée par l'investissement IT	États-Unis
07/05/2026	Italie – Si la sortie de la procédure de déficit excessif est retardée, la consolidation budgétaire se poursuit	Italie
05/05/2026	Les agités de la prédiction	Fintech
27/04/2026	Zone euro – L'augmentation des importations pèse sur la balance commerciale	Zone euro
24/04/2026	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
24/04/2026	La minute pédago – Parlons épargne	Épargne
23/04/2026	Allemagne – Élections régionales : une séquence électorale à fort enjeu dans un contexte de fragmentation politique	Allemagne
23/04/2026	Chine – Ormuz, accélérateur des velléités d'autonomie chinoises	Chine

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 & orientale, Asie centrale, géoéconomie : 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, Morgane ABBAS

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : Datalab ECO

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Nathalie MARCET

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.