

ZONE EURO

8

REPRISE FRAGILISÉE MAIS PAS REMISE EN CAUSE

L'impact du conflit au Moyen-Orient limiterait, selon nos prévisions, la croissance du PIB à 1,0% en 2026 et à 1,3% en 2027 (contre 1,6% pour 2026 et 2027 en amont du conflit). La consommation privée sera pénalisée par la baisse des salaires réels (avec une inflation de 3,0% en 2026 et 3,3% en 2027, contre 1,9% et 2,3% initialement). Toutefois, le taux d'épargne élevé permettra aux ménages de lisser le choc dans le temps. L'activité pourrait pâtir de la dynamique moins favorable des taux d'intérêt (nous anticipons une augmentation de 50 pb des taux de la BCE en 2026). Toutefois, le soutien apporté par les investissements dans la défense, l'IA et l'électrification devrait perdurer et porter le commerce intra UE. La dégradation des finances publiques, anticipée pour 2026, sera nettement moins importante qu'en 2022.

CROISSANCE CONTRARIÉE MAIS RESSORTS STRUCTURELS PRÉSERVÉS

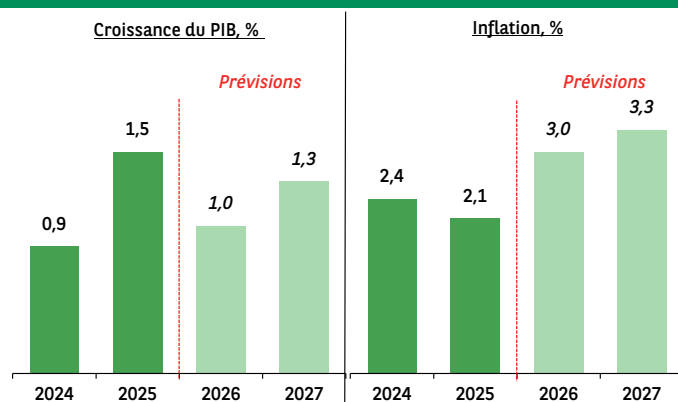
Le conflit au Moyen-Orient fragilise les perspectives de reprise de la consommation des ménages au 1^{er} semestre, la hausse des prix de l'énergie se répercutant sur les salaires réels. Ces derniers devraient se détériorer (d'environ -0,5 point) cette année, la progression des salaires repassant sous l'inflation dès le T2 2026. Pour autant, le taux d'épargne reste élevé (14,4% du revenu disponible au T4 2025), ce qui permet aux ménages de lisser dans le temps les effets du choc. Par ailleurs, les facteurs de soutien plus structurels à l'activité demeurent intacts : les investissements dans les infrastructures d'IA et le numérique se poursuivent, tandis que le redressement de la productivité horaire se précise (+0,9% en 2025 par rapport à 2024), certes de façon dispersée entre les pays, et devrait se poursuivre. Les dépenses d'investissement en Allemagne se renforcent déjà (cf. page Allemagne) et celles dans le secteur de la défense européenne augmenteraient, selon nos calculs, de près de EUR 80 mds en 2026 (voir notre analyse). Toutefois, en raison de ce renforcement de la demande interne, il sera difficile d'améliorer la contribution du solde extérieur au PIB (elle a été négative en 2025, à hauteur de 0,6 pp). Au lieu d'un profil lisse attendu en 2026 avant le déclenchement de la guerre en Iran, le profil de croissance sera heurté : le T1 sera résilient (ce que suggère notre [nowcast](#)) avant un ralentissement au T2, puis un rebond de l'activité au 2nd semestre.

FINANCEMENTS: LA PÉRIODE DE STABILITÉ DES TAUX SE REFERME

Nous anticipons un resserrement monétaire de la BCE en 2026 qui s'accompagnerait d'une hausse des taux longs. Dans ce contexte, la poursuite de la remontée des taux des nouveaux crédits à l'habitat des ménages, amorcée en janvier 2026, apparaît inéluctable (+10 pb pour s'établir à 3,4% en janvier). Pour l'instant, seuls les taux des nouveaux prêts à taux fixe - environ 35% des nouveaux crédits à l'habitat en zone euro - ont augmenté. Pour la suite de l'année 2026, leur hausse se poursuivrait mais serait plus contenue que celle des nouveaux crédits à taux variable (principalement du fait de la hausse des taux longs de marché qui anticipe celle des taux courts). La modération des nouveaux crédits à l'habitat depuis décembre 2025 se poursuivrait donc et pèserait sur le secteur de la construction et les activités liées à l'immobilier, notamment.

En ce qui concerne les crédits à la consommation, la hausse des taux de marché et des primes de risque, imposées par les banques, ainsi que la baisse de leur tolérance aux risques pourraient renchérir un coût du crédit déjà historiquement élevé (7,5% en janvier 2026 contre 5,5% en moyenne entre 2018 et 2022). Le tassement de la production nouvelle s'accroîtrait en 2026 et contraindrait l'activité, notamment dans le secteur du commerce (+1,5% a/a en janvier 2026 contre +1,7% a/a en décembre 2025 en cumul annuel).

Croissance et inflation



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

La croissance des nouveaux crédits d'investissement aux entreprises est déjà moins dynamique (+11,9% a/a en janvier 2026 contre +15,2% a/a en octobre 2025 en cumul annuel). Les taux relativement stables depuis novembre 2024 (environ 3,6% pour ceux à taux fixe) ne sont pas, à ce jour, parmi les principaux facteurs limitant des décisions d'investissement contrairement aux craintes d'une demande atone et d'une croissance faible. La hausse des coûts de l'énergie et de certaines matières premières est de nature à accroître les besoins en crédits de trésorerie qui se situent déjà à un niveau inédit.

INFLATION : UN REBOND SIGNIFICATIF A PRIORI MOINS FORT QU'EN 2022

L'ampleur exacte de la hausse des prix reste conditionnée à l'évolution du conflit au Moyen-Orient et aux effets de second tour du choc énergétique. La hausse des coûts de production affectera les taux de marge des entreprises, ces derniers étant déjà sous pression (39,2% de la valeur ajoutée au T3 2025, 1 pp en dessous de leur moyenne historique). Toutefois, la baisse probable des salaires réels devrait atténuer ce choc. En outre, les entreprises devraient limiter la hausse de leurs prix de vente au strict nécessaire, dans un contexte de demande déprimée par le choc énergétique. Ainsi, la remontée de l'inflation sous-jacente ne débiterait qu'au T3 et resterait contenue. Par ailleurs, la déflation importée de Chine reste un facteur important de modération des prix des biens en Europe, même si elle pourrait s'atténuer avec le choc énergétique. Les prix à l'importation de machines et équipements depuis la Chine affichaient encore un recul de 2,3% a/a en janvier 2026 (-3,2% sur les produits chimiques). Un reflux de l'inflation serait ensuite attendu en 2027, et mettrait fin, au 2nd semestre 2027, à la contraction des salaires réels.


BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

MARCHÉ DU TRAVAIL : DES DIVERGENCES SECTORIELLES PLUS MARQUÉES

Le marché du travail devrait continuer de faire face à des vents contraires. L'IA pourrait davantage peser sur les créations d'emplois dans le numérique et la tech que par le passé. Les créations dans ce secteur ont été solides post-Covid ([voir notre analyse](#)), mais elles ont nettement ralenti en 2025 (41 800 contre 198 000 en 2024 et une moyenne de 285 000 pour 2022-2024). Cela intervient alors que la pression concurrentielle chinoise et la baisse des débouchés aux États-Unis continueront d'affecter une partie de l'emploi industriel en 2026, difficultés auxquelles s'ajoute la nouvelle hausse des prix de l'énergie. Néanmoins, le renforcement du cycle d'investissement soutiendra l'emploi dans d'autres secteurs (défense, énergie, construction), tandis que le vieillissement démographique continuera de soutenir l'emploi dans la santé. Dans ce contexte, le taux de chômage devrait se maintenir dans un étiage comparable à 2025 (6,2-6,5%), soit proche du taux de chômage structurel n'entraînant pas d'accélération de l'inflation (6,5% selon la Commission européenne).

POLITIQUE MONÉTAIRE : DES HAUSSES DE TAUX POURRAIENT INTERVENIR DÈS 2026

La remontée de l'inflation présente le risque d'un resserrement de la politique monétaire de la BCE dès 2026, alors qu'avant le déclenchement du conflit au Moyen-Orient, nous l'anticipions pour le 2^d semestre 2027. Dans notre précédent scénario, ces hausses de taux résultaient du renforcement de la croissance qui entraînait dans son sillage l'inflation. Désormais, ce resserrement servirait à limiter les effets de second tour provenant d'un choc d'offre. La question de l'éventualité d'un resserrement et celle du calendrier des hausses de taux ne sont pas tranchées car elles restent soumises à de forts aléas. Les données de mars ne suggèrent pas, pour le moment, d'accélération notable de l'inflation en dehors des prix de l'énergie (les prix de vente à 3 mois, hors secteur pétrolier, affichent une hausse modérée, [voir notre analyse](#)). Par ailleurs, la BCE devrait prendre le temps d'observer cette transmission avant de modifier sa stratégie. Elle vise la stabilité des prix à moyen terme et pourrait donc tolérer une hausse de l'inflation au-delà de sa cible si celle-ci était de courte durée (conformément à son cadre opérationnel de juin 2025).

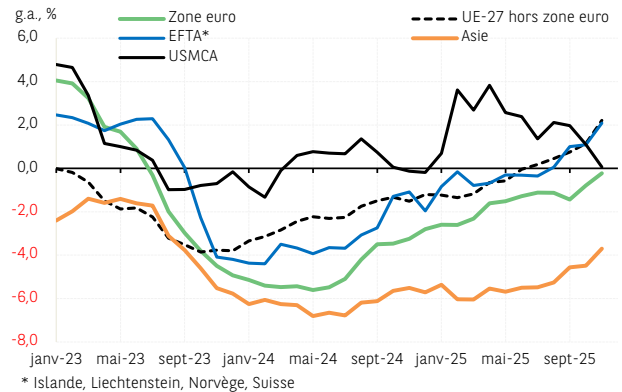
En cas de tensions avérées, la BCE pourrait être tentée d'agir de façon proactive afin de limiter les effets de second tour et de réduire l'ampleur des hausses de taux in fine nécessaires. Les taux réels sont aujourd'hui nettement plus élevés qu'en 2022 et la demande agrégée moins soutenue ([voir notre analyse](#)), ce qui autorise une réponse mesurée. De plus, la probabilité que le soutien budgétaire soit moins élevé qu'en 2022 devrait réduire le risque, pour la BCE, d'avoir à corriger l'impact de ce soutien sur la dynamique de l'inflation par une politique plus restrictive.

FINANCES PUBLIQUES : DÉTÉRIORATION MODÉRÉE ATTENDUE, À REBOURS DE 2022

Les mesures nationales destinées à amortir le choc énergétique resteraient, dans notre scénario, beaucoup plus ciblées et restreintes qu'en 2022, avec un impact limité sur les comptes publics en 2026. Par rapport à un scénario pré-conflit, où le déficit public agrégé en zone euro devait se stabiliser autour de -3% du PIB en 2026, comme en 2025, le risque d'un léger creusement est apparu. En effet, la progression du déficit reste probable en Allemagne (elle est liée aux plans d'investissement, pas au conflit en Iran), tandis que l'amélioration précédemment

¹ [Boosting EU competitiveness: the way forward - Consilium](#)

Les échanges intra-UE devraient continuer de se renforcer



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

envisagée en France, en Italie et en Espagne cèderait la place à une stabilisation à minima. La charge d'intérêts continuerait de progresser, pour atteindre 2,0% du PIB en 2026, avec un risque haussier dans les pays où la dette indexée sur l'inflation est davantage utilisée. La hausse récente des taux obligataires ne modifie pas nos prévisions à plus long terme ([voir notre analyse](#)). En effet, ils ont désormais atteint le niveau que nous anticipions (ils étaient en deçà de notre scénario avant le conflit en Iran). De plus, la maturité moyenne des dettes publiques (8,3 ans en février 2026) permettrait de lisser dans le temps l'effet de la hausse des taux sur la charge d'intérêts.

LA RÉORGANISATION DES FLUX D'EXPORTATIONS VA SE POURSUIVRE

Les exportations de la zone euro vers la Chine ont encore reculé en 2025 (-9,9% en volume). Toutefois, les exportations totales résistent, grâce à une régionalisation plus marquée, notamment aux pays limitrophes avec une base industrielle qui se développe (Turquie, Maroc, Balkans ; [voir notre analyse](#)). La dynamique des exportations intra-européennes, encore limitée en 2025 (+0,4% en volume en 2025, +2% avec le reste de l'UE et l'EFTA compensant la baisse intra-zone euro de -0,2%), devrait se renforcer. Elle bénéficierait de la montée en charge du plan de réarmement, ainsi que des politiques de préférences européennes et de consolidation du marché unique, détaillées dans le plan « Une Europe, un marché »¹, dont les effets se manifesteront plus visiblement en 2027 qu'en 2026. De plus, la pérennisation de l'accord cadre avec les États-Unis devrait permettre de stabiliser les exportations vers la zone en 2026 (avec un aléa en cas de nouveaux droits de douane conséquents). L'entrée en vigueur de l'accord avec le Mercosur (au 1^{er} mai 2026) et la conclusion en vue de nouveaux accords (Australie, Inde, Indonésie) devraient avoir un impact positif à moyen terme.

Guillaume Derrien et Thomas Humblot

Achevé de rédiger le 21 avril 2026

