

Zone euro

Au troisième trimestre 2025, l'activité est restée résiliente dans la zone euro malgré les tensions géopolitiques et commerciales

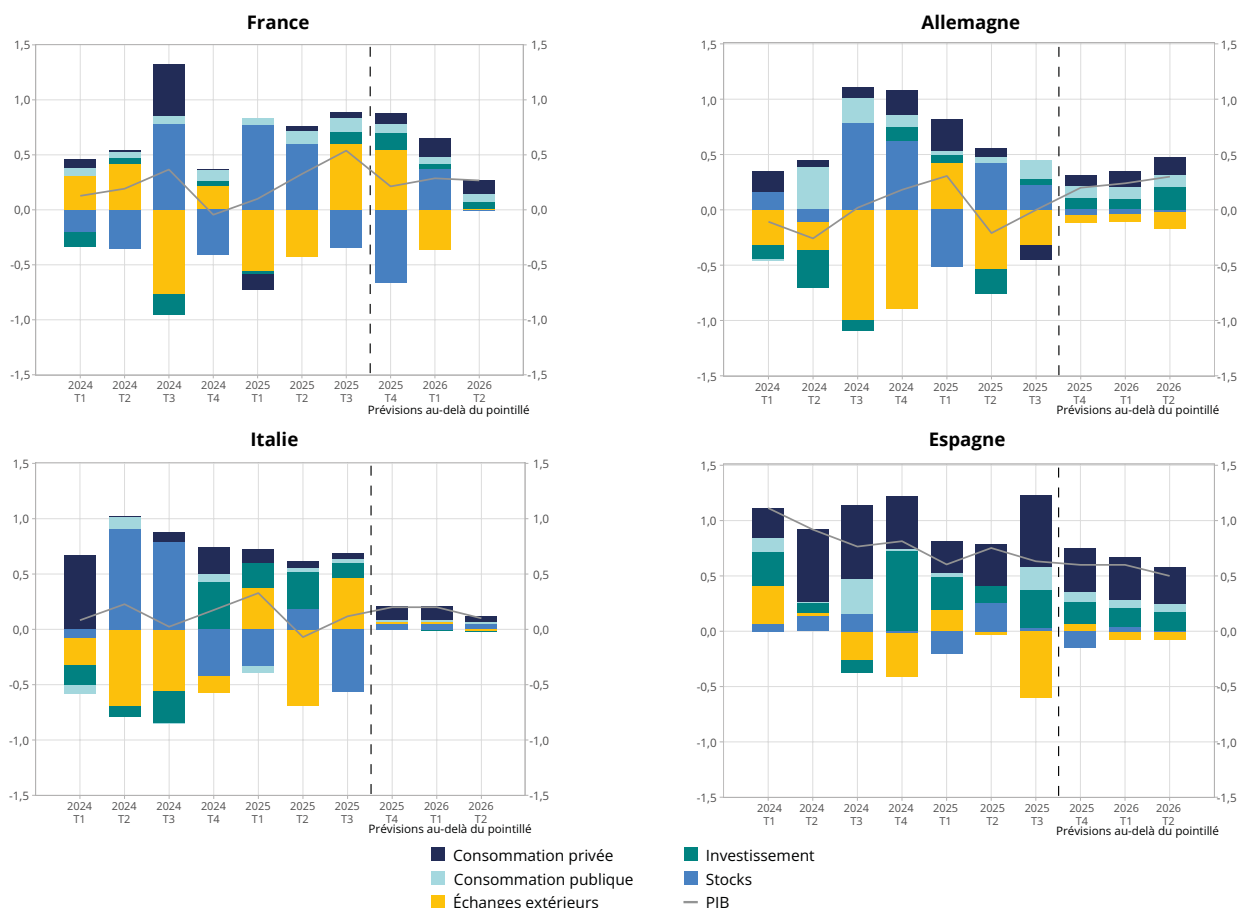
Au troisième trimestre 2025, l'activité de la zone euro a légèrement accéléré (+0,3 % après +0,1 % au deuxième trimestre). Cette embellie est notamment due à l'accélération en France (+0,5 % après +0,3 %) et la stabilisation en Allemagne et en Italie (respectivement +0,0 % après -0,2 %, et +0,1 % après -0,1 %). En Espagne, la croissance est restée robuste (+0,6 % après +0,8 %, ► **figure 1**).

La demande intérieure a rebondi dans la zone, portée par l'accélération de l'investissement en équipement et la bonne tenue de la consommation publique. En Espagne, toutes les composantes de la demande intérieure ont accéléré, que ce soit la consommation privée (+1,2 % après +0,7 %), la consommation publique (+1,1 % après +0,0 %) ou l'investissement (+1,7 % après +0,7 %). En France, le dynamisme de la demande intérieure est surtout venu de l'investissement (+0,5 % après +0,3 %) et de la consommation publique (+0,5 %), tandis que la consommation privée a continué de décevoir (+0,1 % après +0,1 %). En Allemagne et en Italie, l'investissement, en particulier en équipement, a progressé vigoureusement, mais la consommation privée est restée atone en Italie et a même reculé en Allemagne.

La contribution du commerce extérieur a été légèrement négative pour l'ensemble de la zone (-0,2 point), mais avec de fortes disparités entre les pays. Il a contribué à la croissance à hauteur de +0,6 point en France et de +0,5 point en Italie du fait d'exportations particulièrement dynamiques (respectivement +3,2 % après +0,3 %, et +2,6 % après -1,7 %), tandis que les importations sont restées en hausse, mais à des rythmes contrastés (respectivement +1,3 % après +1,5 %, et +1,2 % après +0,4 %). Cela s'est mécaniquement traduit par un fort mouvement de déstockage dans les deux pays (avec une contribution de la variation de stocks à la croissance de -0,4 point en France et de -0,6 point en Italie).

► 1. Variations trimestrielles du PIB et contributions des postes de la demande dans les quatre principales économies de la zone euro

(variations trimestrielles en % et contributions en points)



Dernier point : deuxième trimestre 2026.

Lecture : en France, au troisième trimestre 2025, le PIB a augmenté de 0,5 % et le commerce extérieur y a contribué positivement à hauteur de +0,6 point.

Source : Insee, Destatis, Istat, INE, calculs Insee.

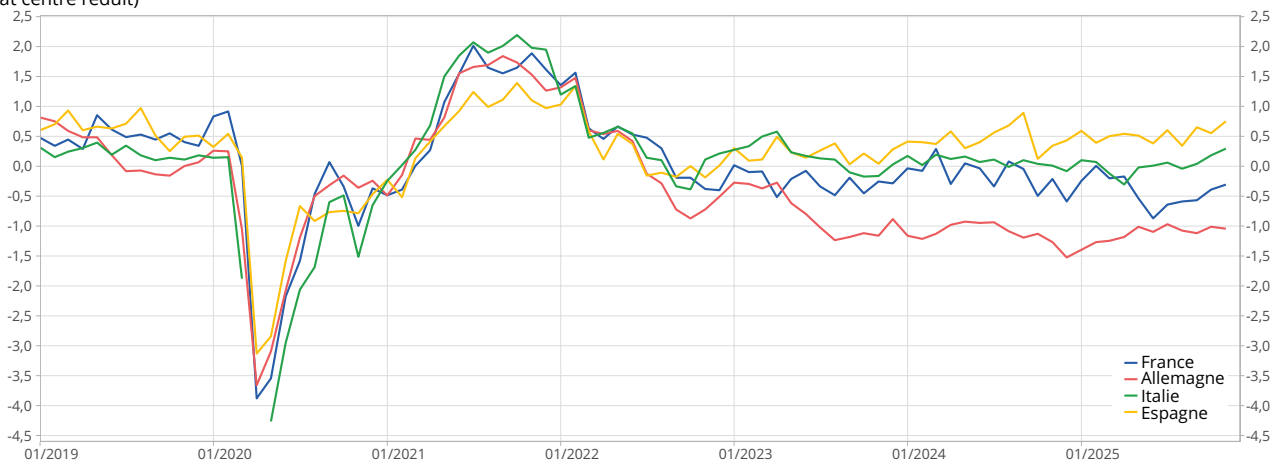
À l'inverse, en Espagne et en Allemagne, le commerce extérieur a contribué négativement à la croissance, à hauteur de -0,3 point pour l'Allemagne et -0,6 point pour l'Espagne, du fait d'une baisse des exportations (respectivement -0,7 % après +0,3 %, et -0,6 % après +1,3 %). Les importations sont restées quant à elles dynamiques en Espagne (+1,1 % après +1,6 %) et elles ont stagné en Allemagne (+0,0 % après +1,7 %). Au-delà des à-coups trimestriels, les quatre grandes économies de la zone s'acheminent vers une contribution très négative du commerce extérieur en 2025, reflétant les pertes continues de parts de marché liées au différentiel du coût de l'énergie par rapport aux autres économies mondiales, à l'appréciation récente de l'euro, aux barrières tarifaires américaines et à la concurrence accrue des industriels chinois.

Une relance allemande à l'horizon ?

Globalement, les enquêtes de conjoncture traduisent une lente reprise de l'activité économique dans la zone euro, sur fond de divergences conjoncturelles persistantes. En France, l'indicateur de confiance (► **figure 2**) reste en dessous de sa moyenne de long terme mais s'améliore depuis juin. L'indicateur espagnol reste nettement mieux orienté que ses voisins européens et ne semble toujours pas montrer de signes d'essoufflement. Pour l'Italie, l'indicateur se redresse sensiblement depuis la mi-année, porté notamment par le commerce de détail et l'industrie manufacturière. Enfin, en Allemagne, l'indicateur de confiance repart légèrement à la hausse, tout en restant inférieur à la fois à celui observé dans les trois autres pays et à sa moyenne de long terme. En revanche, les perspectives d'activité en Allemagne (► **figure 3**) remontent sensiblement depuis le début de l'année, tout en restant en dessous de leur moyenne de longue période ;

► 2. Indicateur de confiance économique dans les quatre principales économies de la zone euro

(climat centré réduit)



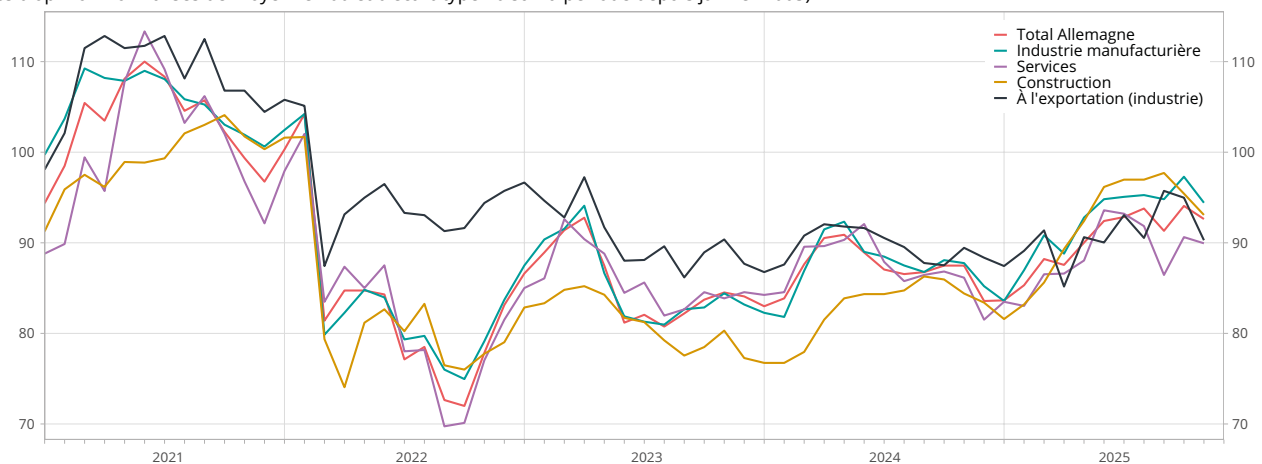
Dernier point : novembre 2025.

Lecture : en Espagne, en novembre 2025, l'indicateur de confiance économique était 0,8 écart-type au-dessus de son niveau moyen de long terme (moyenne sur la période de janvier 2005 à novembre 2025).

Source : enquêtes DGEFIN, calculs Insee.

► 3. Perspectives d'activité future en Allemagne

(soldes d'opinion normalisés de moyenne 100 et d'écart-type 10 sur la période depuis janvier 2005)



Dernier point : novembre 2025.

Note : la question posée aux entreprises dans les principaux secteurs sur leurs perspectives d'activité future porte sur les 6 mois suivants, tandis que celle sur les perspectives d'exportations dans l'industrie manufacturière porte sur les 3 mois suivants et se restreint aux industriels exportateurs.

Lecture : en novembre 2025, le solde des perspectives d'activité future dans les services en Allemagne s'établissait à 89,9.

Source : Ifo (*Institut für Wirtschaftsforschung*), calculs Insee.

elles sont tirées par une forte hausse dans les services mais aussi dans l'industrie manufacturière, dans le sillage des hausses récentes des indicateurs sur les nouvelles commandes et des perspectives d'embellie liées à la mise en œuvre du plan de relance.

Ainsi, en Allemagne, l'activité sortirait de l'ornière dès le quatrième trimestre 2025. Cette embellie serait portée par l'accélération de la demande intérieure, en particulier de l'investissement, stimulé par le « bazooka budgétaire » (plan d'investissement massif dans la défense, les infrastructures et la transition énergétique) adopté par le Parlement. La contribution du commerce extérieur resterait négative : les exportateurs continueraient de perdre des parts de marché tandis que les importations seraient stimulées par la relance budgétaire. La croissance s'élèverait ainsi progressivement à +0,2 % au quatrième trimestre 2025 et au premier trimestre 2026, avant d'atteindre +0,3 % au deuxième trimestre 2026.

La croissance espagnole se maintiendrait à un rythme soutenu de +0,6 % sur les deux prochains trimestres, avant de ralentir légèrement à +0,5 % au deuxième trimestre 2026. Ce léger fléchissement s'expliquerait par un ralentissement de la consommation privée, conséquence de la fin de la progression des salaires réels, les entreprises ayant fini de restituer aux salariés le surplus de marges qu'elles avaient constitué au cours de la récession des années 2010 (► [éclairage](#) sur la croissance espagnole de la *Note de conjoncture* de décembre 2024). En 2026, les exportations espagnoles continueraient d'être moins dynamiques que les importations, conduisant à une contribution négative du commerce extérieur du fait du décalage conjoncturel de l'Espagne par rapport à ses principaux partenaires.

L'activité économique italienne évoluerait sur son rythme tendanciel, entre +0,2 % et +0,1 % par trimestre. La péninsule bénéficierait de la reprise allemande et du redémarrage vigoureux de l'investissement en équipement. En revanche, l'investissement en construction baisserait sous l'effet de l'extinction du « Superbonus » (► [éclairage](#) sur le Superbonus italien de la *Note de conjoncture* de juin 2025).

Enfin, l'activité en France ralentirait en fin d'année (+0,2 %) après la croissance vigoureuse de l'été, avant de retrouver son élan au premier semestre 2026 (+0,3 % par trimestre), portée notamment par une progression modérée des dépenses d'investissement des entreprises et des ménages.

Dans son ensemble, la croissance de la zone euro se maintiendrait à +0,3 % par trimestre jusqu'au deuxième trimestre 2026. L'acquis de croissance à la mi-2026 serait ainsi de +0,9 %, après une croissance annuelle de +1,4 % en 2025 et +0,8 % en 2024 (respectivement +0,9 % et +0,7 % en s'en tenant aux quatre principales économies de la zone). En moyenne annuelle, le décalage conjoncturel entre les grandes économies de la zone persisterait mais se réduirait un peu. L'Espagne afficherait une croissance solide de +2,9 % en 2025 et un acquis de croissance à +1,9 % à l'issue du premier semestre 2026. L'Italie resterait sur un rythme proche de sa croissance tendancielle (+0,6 % en 2025 et un acquis de +0,5 % à la mi-2026). L'activité économique allemande repartirait à la hausse : elle progresserait de +0,3 % en 2025, après -0,5 % en 2024, et afficherait un acquis de croissance de +0,6 % à l'issue du premier semestre 2026. Enfin, après une croissance de +0,9 % en 2025, l'activité française accélérerait un peu avec un acquis de croissance de +1,0 % à l'issue du premier semestre 2026.

Bien qu'encore vive dans les services, l'inflation globale continuerait de se tasser

Tirillée entre la poursuite de la baisse globale des prix énergétiques et une forte inflation dans les services, l'inflation de la zone euro se stabilise avec un glissement annuel de l'IPCH de +2,2 % en novembre 2025, après +2,1 % en octobre (► [figure 4](#)). La divergence entre les pays principaux de la zone se maintient, avec une inflation en glissement annuel de +0,8 % en France en novembre (au sens de l'IPCH) et de +1,1 % en Italie, contre +2,6 % en Allemagne et surtout +3,1 % en Espagne, où l'inflation énergétique demeure particulièrement élevée, à +4,0 %.

En Allemagne et en Espagne, l'inflation reste vive dans les services, dont les prix progressent sur un an respectivement de +4,2 % et +3,9 % en novembre 2025, tandis que leur dynamisme est bien plus contenu en France (+2,0 %) et en Italie (+2,5 %). Ces différences s'expliquent par des écarts de dynamiques salariales, les salaires progressant toujours plus rapidement en Allemagne et en Espagne.

Le ralentissement progressif des salaires, l'appréciation de l'euro et la diffusion progressive des baisses passées de prix de l'énergie permettraient toutefois à l'inflation de la zone de passer sous la barre des 2 % en 2026 : elle se stabiliserait en Allemagne et baisserait en Espagne, dans le sillage du ralentissement des salaires, et en Italie, du fait d'une forte détente des prix de l'énergie. Elle augmenterait légèrement en France, avec la sortie du glissement des fortes baisses des prix de l'énergie de février 2025 (► [fiche prix à la consommation](#)).

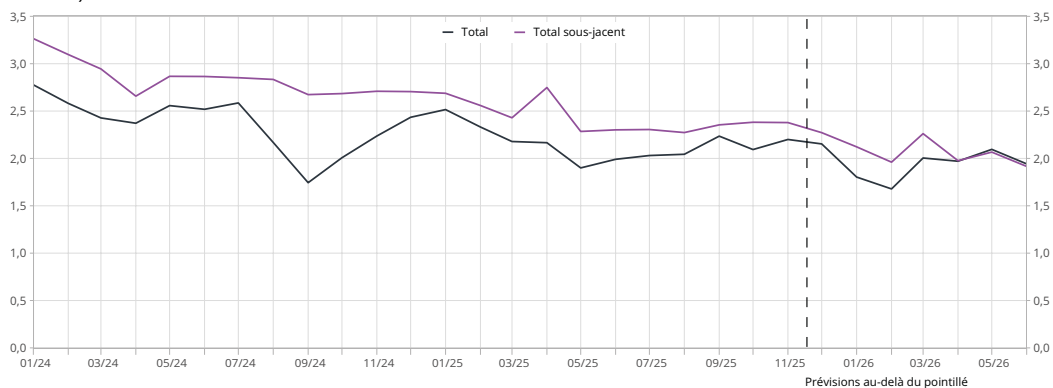
L'emploi patine, la productivité se redresse

À l'inverse de l'activité, l'emploi salarié continuerait de ralentir dans la zone euro : après +1,0 % en 2024, il augmenterait de 0,7 % en 2025, et son acquis de croissance pour 2026 serait de +0,4 % à l'issue du premier semestre 2026. L'emploi réagit en effet avec retard aux fluctuations de l'activité : il a remarquablement résisté lors du choc inflationniste, y compris dans les secteurs les plus durement touchés par la hausse des prix de l'énergie. Les entreprises continueraient ainsi d'ajuster avec retard leurs effectifs à leur niveau d'activité, et la productivité se redresserait (► [figure 5](#)). Des divergences subsistent toutefois au sein de la zone : l'emploi est notamment toujours très dynamique en Espagne soutenu par de puissants flux migratoires (► [éclairage](#) sur l'emploi et la main-d'œuvre née à l'étranger dans la zone euro).

Le rattrapage salarial s'achève, le pouvoir d'achat freine

Dans tous les pays, les fortes hausses de salaires liées au rattrapage de l'inflation passée s'estomperaient progressivement. Couplé au ralentissement de l'emploi, ce ralentissement se traduirait par un net coup de frein sur le pouvoir d'achat en 2026 : après une hausse de 1,6 % en 2025, l'acquis de croissance à mi-année du pouvoir d'achat des ménages dans la zone atteindrait +0,8 %. Ce ralentissement concernerait la plupart des grandes économies, sauf l'Allemagne où les salariés bénéficieraient de la forte hausse du salaire minimum négocié dans le cadre de l'accord de coalition.

► 4. Glissements annuels de l'inflation totale et sous-jacente (au sens de l'IPCH) dans la zone euro (glissements annuels en %)

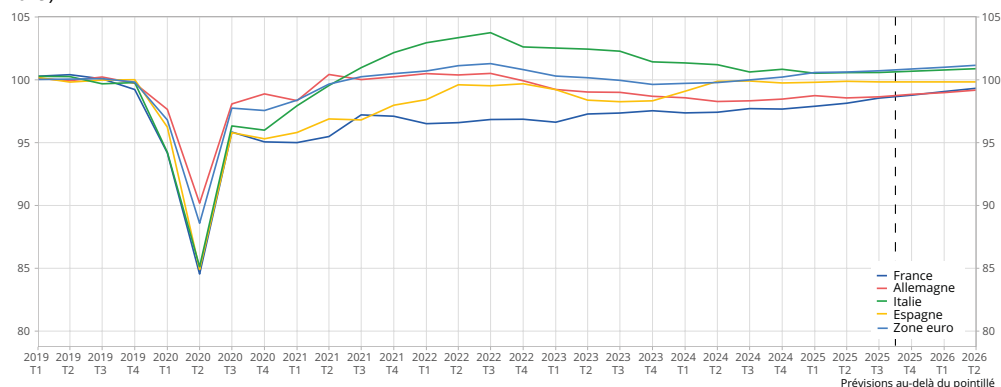


Dernier point : juin 2026.

Lecture : dans la zone euro, en novembre 2025, l'inflation au sens de l'IPCH s'est établie à +2,2 % en glissement annuel.

Source : Eurostat, calculs Insee.

► 5. Productivité dans les principales économies de la zone euro (indices en base 100 2019)



Dernier point : deuxième trimestre 2026.

Note : la productivité est définie comme le ratio du PIB sur l'emploi total au sens des comptes nationaux.

Lecture : en France, au troisième trimestre 2025, la productivité est inférieure de 1,5 % à son niveau moyen de 2019.

Source : Insee, Destatis, Istat, INE, calculs Insee.

Conjoncture internationale

Le taux d'épargne dégonflerait

Malgré le coup de frein sur leur pouvoir d'achat, les ménages européens continueraient d'augmenter leurs dépenses de façon mesurée. Dans les enquêtes de conjoncture, la confiance des ménages se maintient un peu en dessous de sa moyenne de longue période, compatible avec une hausse de la consommation proche des niveaux passés de l'ordre de 1 % par an. Après 15,5 % au deuxième trimestre 2025, le taux d'épargne dans la zone euro diminuerait ainsi d'environ 0,5 point d'ici le deuxième trimestre 2026. Cette baisse s'observerait dans la plupart des économies de la zone (► **figure 6**). Le taux d'épargne s'était élevé du fait de la hausse des revenus du patrimoine par effet de lissage, les ménages ayant épargné les forts gains de pouvoir d'achat issus des indexations retardées des salaires et des prestations. À la mi-2026, il resterait plus élevé qu'en 2019 : ce serait notamment le cas en France (+3,4 points) et en Espagne (+3,1 points), et de manière moins marquée en Allemagne (+1,5 point) et en Italie (+1,7 points).

L'investissement reprendrait des couleurs en 2026, surtout en Allemagne

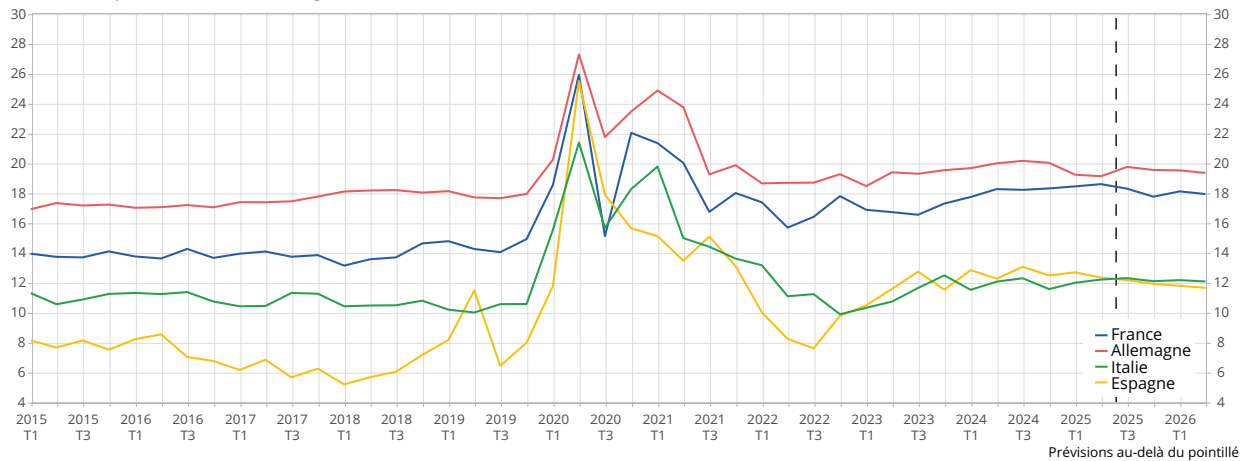
Concernant l'investissement, les signaux passent progressivement au vert, matérialisant les effets de l'assouplissement monétaire passé. Dans les enquêtes de conjoncture, les commandes reçues sont en hausse fin 2025, et les appareils de production sont un peu plus sollicités. À ces facteurs communs s'ajouteraient des soutiens spécifiques : en Allemagne du plan de relance, et en Espagne des fonds du plan de relance européen *NextGeneration EU*. Ainsi, en Allemagne, après deux années de baisses de l'investissement (-3,2 % en 2024, -0,5 % prévu en 2025), celui-ci repartirait à la hausse en 2026 dans la construction, comme dans l'équipement (respectivement +1,1 % et +1,6 % en acquis de croissance à la mi-2026). En Espagne, l'investissement, qui serait très dynamique en 2025 (+5,7 %), resterait vigoureux en 2026 (+3,1 % d'acquis à l'issue du premier semestre 2026). En Italie, l'investissement s'essoufflerait nettement, passant de +3,1 % en 2025, à un acquis de croissance limité à +0,6 % à la mi-2026 ; ce recul serait principalement imputable à la baisse prévue des investissements en construction (-1,1 % d'acquis prévu à mi-2026, après +3,0 % prévu pour 2025), du fait de la fin du dispositif d'aides à la rénovation énergétique « Superbonus » qui a très fortement stimulé l'investissement italien sur la période récente. À l'inverse, la composante équipement serait en forte hausse, à l'instar des autres pays européens. En France, après des baisses en 2024 et une stabilité prévue en 2025, l'investissement des ménages et des entreprises reprendrait quelques couleurs.

Le commerce extérieur, talon d'Achille de la croissance européenne

En prévision pour l'année 2025, le commerce extérieur pèserait de nouveau négativement sur la croissance européenne (-0,5 point). Les exportateurs européens, déjà largement percutés en 2022-2023 par le renchérissement des coûts de l'énergie, ont pâti de la concurrence accrue des industriels chinois, des barrières tarifaires américaines et de l'appréciation de l'euro. D'ici la mi-2026, ces facteurs négatifs continueraient de pénaliser les ventes à l'étranger. Les pertes de parts de marché resteraient plus fortes en Allemagne qu'en Italie. En Espagne, en 2025 comme en 2026, la contribution du commerce extérieur resterait négative du seul fait du décalage conjoncturel, les exportateurs n'y perdant pas de part de marché et les importations restant particulièrement dynamiques pour répondre à la forte demande intérieure. La France serait dans une situation atypique : hors aéronautique et naval, les positions à l'exportation continueraient de s'éroder, mais la levée partielle des contraintes d'approvisionnement dans l'aéronautique compenserait temporairement cet affaiblissement.

Finalement, à l'échelle des quatre principales économies de la zone euro, le PIB progresserait en glissement annuel de +0,9 % au premier trimestre 2026, puis de +1,1 % au deuxième trimestre, tiré notamment par l'investissement en équipement (+1,9 % et +3,3 % en glissement annuel aux premier et deuxième trimestres 2026, ► **figure 7**). ●

► 6. Taux d'épargne dans les principales économies de la zone euro (en % du revenu disponible brut des ménages)



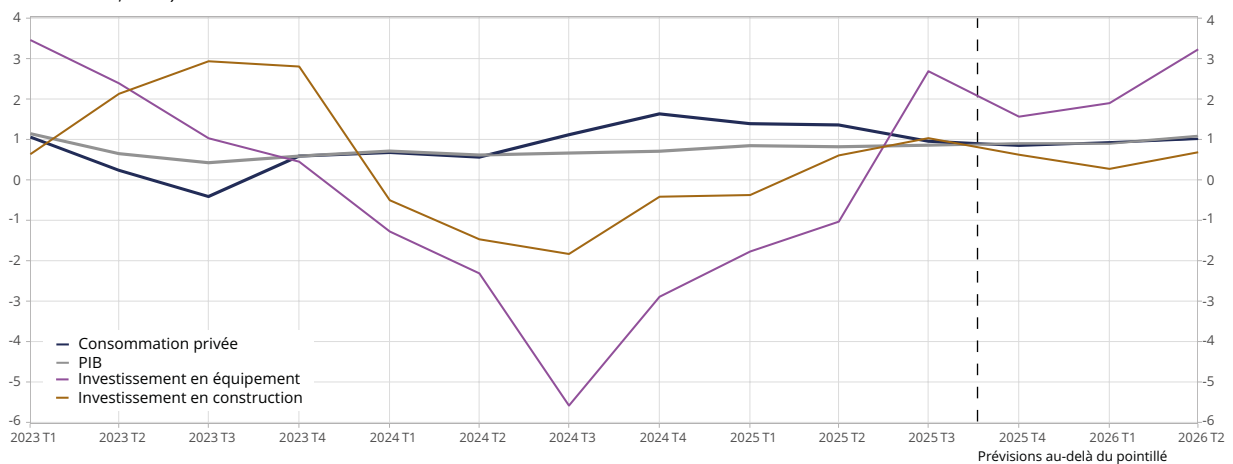
Dernier point : deuxième trimestre 2026.

Note : pour l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne le taux d'épargne affiché correspond au taux d'épargne des ménages et des ISBLSM.

Lecture : en Italie, au deuxième trimestre 2025, le taux d'épargne des ménages est de 12,3 %.

Source : Insee, Destatis, Istat, INE, calculs Insee.

► 7. En 2026, l'investissement contribuerait de nouveau positivement à la croissance dans les quatre principales économies de la zone euro (glissements annuels, en %)



Dernier point : deuxième trimestre 2026.

Lecture : au troisième trimestre 2025, dans les quatre principales économies de la zone euro, le PIB a augmenté de 0,9 % sur un an, tandis que l'investissement en équipement a augmenté de 2,7 %.

Source : Eurostat, calculs Insee.