• OCTOBRE 2025

Point conjoncturel

Partie 1 :
États-Unis

Partie 2 :
Zone euro

Partie 3 :
Chine

LAZARD
FRÈRES GESTION

États-Unis

Contraste entre climat des affaires et sentiment du consommateur, vulnérabilité politique

Le gouvernement américain est en « shutdown » depuis le 1er octobre. Généralement, il s'agit d'un risque modéré pour la croissance (coût estimé à 0,1% du PIB par semaine de blocage) car les dépenses gelées ne représentent qu'une fraction du budget fédéral (6,4% du PIB). Cependant, cette année, l'épisode pourrait être plus long car les Démocrates, d'habitude peu enclins à laisser certains services publics indisponibles pour leurs administrés, pourraient utiliser le gel de la dépense comme une arme politique. Le risque est donc de voir différents secteurs d'activité de plus en plus affectés par l'absence des fonctionnaires. Pendant cette période, les publications de statistiques économiques seront limitées.

L'incertitude sur le front commercial a diminué, mais les risques demeurent (tensions entourant les terres rares entre la Chine et les Etats-Unis, frictions avec le Canada). L'entrée en vigueur des barrières commerciales exige un temps d'adaptation pour les douanes américaines. Le taux de prélèvement aux frontières peut donc continuer d'augmenter avec le temps. En septembre, la hausse des prix sur certains biens affectés par les droits de douane est visible, mais elle est plus que compensée par la baisse marquée du logement. Ainsi, l'inflation sous-jacente a finalement ralenti à 3%, en-deçà des attentes des économistes. Ce niveau reste certes supérieur à la cible de la Fed, mais la trajectoire continue de s'améliorer.

Afin de gérer les risques croissants sur le marché de l'emploi, la banque centrale a décidé de pivoter en faveur d'une baisse des taux directeurs en septembre. Seules 22 000 créations nettes d'emplois ont été enregistrées en août, un point bas depuis 2021, et le taux de chômage est remonté à 4,3 % (plus haut depuis un an). Les entreprises licencient peu, mais le taux d'embauche est parmi les plus bas des vingt-cinq dernières années.

La perception du marché de l'emploi et les craintes entourant l'inflation continuent de fortement peser sur la confiance des ménages mesurée par l'Université du Michigan ou le Conference Board. L'anxiété marquée du consommateur contraste avec l'amélioration du climat des affaires. Après les enquêtes ISM plus encourageantes depuis cet été, les indices PMI d'octobre ont montré une embellie notable grâce au rebond des nouvelles commandes. Ces indices d'activité montrent donc que l'économie américaine résiste. Pour accélérer, elle a besoin d'une dynamique plus positive sur l'emploi, bien que la vulnérabilité aux heurts politiques demeure.

3,0%
↘ Inflation « core » sur 12 mois (sept.)

4,3%
↗ Taux de chômage (en août)

-0,1%
Impact sur le PIB de chaque semaine de « shutdown »

3,50-3,75%
Taux de la Fed anticipé par le marché en fin d'année

États-Unis | Confiance des consommateurs

Source : Université du Michigan, au 24 octobre 2025.

Zone euro

L'effet des droits de douane s'est fait ressentir mais des signaux positifs émergent déjà

La croissance économique évolue autour de 1%, un niveau proche de celui des Etats-Unis cette année, ceci malgré les difficultés commerciales. Les exportations ont été pénalisées par les droits de douane depuis le deuxième trimestre. La balance commerciale avec les Etats-Unis s'est en effet très nettement dégradée après le bond des exportations par anticipation au premier trimestre. Les droits de douane sur les produits de santé peuvent prolonger ces difficultés, toutefois le troisième trimestre devrait être moins douloureux que le second.

D'ailleurs, depuis cet été, les enquêtes PMI du secteur manufacturier s'améliorent en Allemagne. En octobre, la tendance était encore très bonne et on constatait même une embellie exceptionnelle des services qui pourrait être en train d'indiquer que le scénario d'une reprise de la demande domestique se met en place dans la première économie de la zone euro. À son appui, la relance conserve son potentiel de ruissèlement dans l'économie grâce à une enveloppe de 1,6% du PIB à tirer sur le plan NextGen EU et le début de la montée en puissance du plan allemand.

La France, qui peine à réduire son déficit public, pâtit d'un sentiment moins optimiste du côté des entreprises en raison des incertitudes politiques. Le gouvernement Lecornu a su s'affranchir de la censure au prix d'un compromis sur son projet de loi de finance. Les efforts budgétaires seront plus timorés. L'incertitude autour de la trajectoire budgétaire pose logiquement un risque pour les agences de notation, S&P ayant finalement dégradé la note de la France de AA à A+ en octobre. Néanmoins ce contexte n'est pas nouveau et pèse déjà depuis plusieurs mois sur le climat. On commence à constater en octobre une stabilisation du sentiment du consommateur, qui a continué d'accumuler de l'épargne cette année.

Dans ce contexte de croissance européenne modérée, l'inflation sous-jacente est plus faible qu'aux Etats-Unis (+2,4% en septembre) grâce notamment à la modération des coûts salariaux. À ce niveau, la balance des risques s'améliore et offre de la souplesse à la BCE, qui constate une activité au dynamisme modéré, mais régulier. Elle conserve de la marge de manœuvre en cas de détérioration de la demande domestique.

2,4%
↗ Inflation « core » sur 12 mois (sept.)

6,3%
↗ Taux de chômage (en septembre)

52,5 pts
PMI Composite (octobre)

1,5%
Croissance du PIB au T2 (sur un an, dernière estimation)

Zone euro | Exportations vers les États-Unis
(En Mds EUR)

Source: Bloomberg, dernières données : août 2025.

Chine

Dynamisme à l'export et défis intérieurs

Malgré les tensions, le commerce est resté un contributeur positif à la croissance. Le recul des exportations vers les États-Unis a jusqu'à présent été compensé par l'augmentation des exportations vers le reste du monde. La hausse de la production industrielle (+6,5% en septembre après un bon mois d'août) semble témoigner de la vigueur de la machine à exporter chinoise à la fin du troisième trimestre. Elle permet également de compenser le ralentissement de la demande domestique.

Il est vrai que les ventes au détail ralentissent en septembre à +3% après +3,4% en août. Surtout, l'investissement montre des signes clairs de repli en raison de l'effondrement de l'activité immobilière bien sûr, mais aussi, très probablement, des mesures « anti-involution », visant à restaurer une dynamique constructive dans l'industrie, en proie à la guerre des prix.

En effet, dans certains secteurs, les capacités de la Chine seule sont supérieures à la demande mondiale, ce qui crée une spirale dangereuse en matière de prix à la production et de marge. La réforme de 2015-2016 avait relancé les prix à la production, mais la situation actuelle est plus complexe : les surcapacités concernent à la fois les secteurs traditionnels et les nouveaux secteurs privés innovants. L'objectif ne se limite donc plus à relancer les prix des matières premières comme auparavant, mais à créer un nouveau cercle vertueux dans un tissu industriel à plus forte valeur ajoutée. Par ailleurs, réduire les capacités impliquerait de fermer des usines, licencier des travailleurs et accepter une croissance plus faible, ce qui entrerait en conflit avec les objectifs économiques du gouvernement.

Finalement, sur les neufs mois de l'année, le pays parvient à trouver son équilibre : la formation de capital fixe décline de 0,5% par rapport à la même période l'an dernier, sans pour autant faire chavirer la croissance économique. Entre janvier et septembre, l'économie croit de 5,2%, c'est une performance solide eu égard à l'adversité américaine. Il ne reste plus qu'à délivrer +4,5% au T4 pour atteindre la cible de croissance annuelle (5%). Cette bonne dynamique devrait encourager les autorités à poursuivre sur la voie des réformes anti-involution. La faiblesse de la croissance domestique devrait être atténuée par une politique budgétaire et monétaire plus accommodante si besoin.

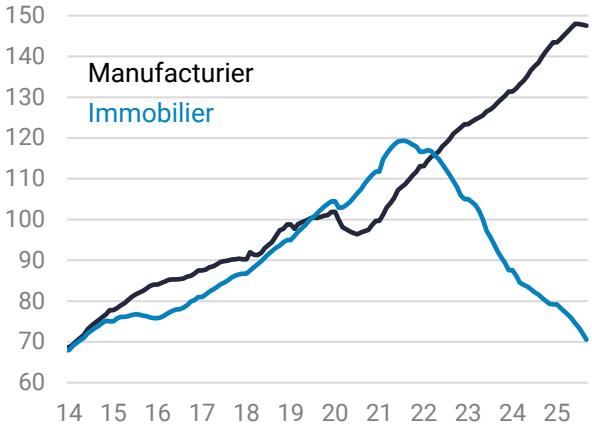
-0,3%
Inflation sur 12 mois
(en septembre)

5,2%
↘ Taux de chômage
(en septembre)

+8,3%
Croissance des exportations
(en sept., sur un an)

+5,2%
Croissance du PIB du T1 au T3 2025
(sur un an)

Chine | Investissement
Cumul sur douze mois glissants, base 100 en 2019



Source : Bloomberg. Dernières données : septembre 2025.

Avertissement au lecteur

Rédaction du document achevée le 29 octobre 2025.

Ce document n'a pas de valeur précontractuelle ou contractuelle. Il est remis à son destinataire à titre d'information. Il fait état d'analyses ou de descriptions préparées par Lazard Frères Gestion SAS sur la base d'informations générales et de données statistiques historiques de sources publiques. L'opinion exprimée ci-dessus est susceptible de changer. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Ces éléments sont fournis à titre indicatif et ne sauraient constituer en aucun cas une garantie de performance future. Ces analyses ou descriptions peuvent être soumises à interprétations selon les méthodes utilisées.

Les analyses et/ou descriptions contenues dans ce document ne sauraient être interprétées comme des conseils ou recommandations de la part de Lazard Frères Gestion SAS. Ce document ne constitue ni une recommandation d'achat ou de vente, ni une incitation à l'investissement dans les instruments ou valeurs y figurant.

Toute méthode de gestion présentée dans ce document ne constitue pas une approche exclusive et Lazard Frères Gestion SAS se réserve la faculté d'utiliser toute autre méthode qu'elle jugera appropriée. Ces présentations sont la propriété intellectuelle de Lazard Frères Gestion SAS.

À propos du groupe Lazard :

Fondée en 1848, **Lazard** est l'une des principales sociétés de conseil financier et de gestion d'actifs au monde, avec des activités en Amérique du Nord et du Sud, en Europe, au Moyen-Orient, en Asie et en Australie. Lazard offre ses conseils en matière de fusions et acquisitions, marchés de capitaux, restructuration/gestion du passif, géopolitique et autres questions stratégiques, ainsi que des solutions de gestion d'actifs et d'investissement aux institutions, aux entreprises, aux gouvernements, aux partenariats, aux family offices et aux particuliers fortunés. Pour plus d'informations, veuillez consulter le site www.lazard.com.

Lazard Frères Gestion est la société de gestion d'actifs du groupe Lazard en France, spécialisée dans l'investissement dans les valeurs cotées. Elle bénéficie, pour accompagner ses clients, de tous les savoir-faire d'une grande maison de gestion adossée à un puissant groupe international. Pour plus d'informations, veuillez consulter le site www.lazardfreresgestion.fr.

Suivez & Partagez
L'actualité de Lazard Frères Gestion
lazardfreresgestion.fr
Lazard Frères Gestion
LAZARD
FRÈRES GESTION