

The left side of the cover features a vertical strip with a blue-tinted background. It contains several overlapping financial charts, including candlestick and line graphs, with various numerical values like 48.173, 39.281, 64.827, 71.474, 88.380, 74.849, 14.411, 40.404, 48.397, 98.937, and 66.632. A city skyline is visible in the background of these charts.

• NOVEMBRE 2025

Point conjoncturel

Partie 1 :
États-Unis

Partie 2 :
Zone euro

Partie 3 :
Chine

LAZARD
FRÈRES GESTION

États-Unis

Une économie qui se maintient malgré des fragilités



L'économie américaine évolue sur un rythme de croissance plus modéré que les années précédentes (1,5% au premier semestre) mais a su résister à deux chocs majeurs en 2025. Le premier, au printemps, a été celui des droits de douane. Les prélèvements effectifs se sont toutefois révélés inférieurs aux annonces ($\approx 12\%$) et les indicateurs avancés ont finalement commencé à rebondir durant l'été. Le second choc, à l'automne, a été le shutdown fédéral : 43 jours de paralysie partielle des administrations ont pesé sur la confiance des ménages et retardé la publication de plusieurs statistiques clés. Sa fin, rendue possible par un accord de financement temporaire, a levé un obstacle immédiat. Mais celui-ci ne s'applique que jusqu'à fin janvier 2026 pour la plupart des services, laissant planer le risque de nouvelles tensions budgétaires.

Malgré ces perturbations, l'économie a conservé une certaine stabilité. Le marché de l'emploi est « entre deux eaux », comme l'illustre le dernier rapport de septembre, qui faisait état à la fois d'un rebond des créations d'emplois et d'une remontée du taux de chômage. Les inscriptions hebdomadaires au chômage demeurent stables autour de 220 K, loin du seuil de 280 K qui signalerait une rupture. L'inflation, en revanche, reste tenace : les dernières données montrent un début d'impact des droits de douane sur certaines catégories de biens (équipement du logement), et le Budget Lab de Yale estime qu'une transmission complète au consommateur final pourrait ajouter +1,5% aux prix. Les enquêtes auprès des entreprises confirment une accélération des coûts, ce qui maintient un risque de pression sur les prix à court terme.

Dans ce contexte, la Fed se trouve face à un dilemme : les minutes de sa dernière réunion ont révélé un comité divisé entre partisans du maintien des taux pour contenir l'inflation et défenseurs de baisses préventives face à l'affaiblissement du marché du travail. Le marché table sur une nouvelle baisse de taux de 25 points de base le 10 décembre, mais la question reste ouverte. Par ailleurs, l'influence croissante de la Maison Blanche sur la Fed – via des nominations et des pressions politiques – ajoute une incertitude institutionnelle qui pourrait peser sur la crédibilité de la banque centrale. Le mandat de Jerome Powell arrive à son terme en mai 2026, et Donald Trump pourrait bientôt désigner son successeur. Kevin Hassett, conseiller économique de la Maison Blanche, semble actuellement favori.

54,8pts

PMI composite
(novembre 2025)

4,4%

Taux de chômage
(en août)

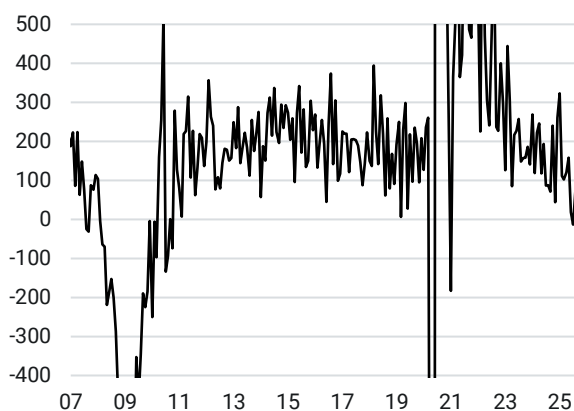
3,0%

Inflation sous-jacente
(glissement sur un an
en septembre)

3,75-4,00%

Taux directeur de la Fed

États-Unis | Créations d'emplois (en milliers)



Source : Bloomberg. Dernières données : septembre 2025

Zone euro



L'amélioration de la conjoncture se confirme

La zone euro aborde la fin de l'année 2025 avec une dynamique de croissance correcte, malgré les chocs auxquels elle a été confrontée (droits de douane américains, crise politique en France).

Au troisième trimestre, le PIB a progressé de +0,2%, soit légèrement au-dessus des attentes. La France a surpris à la hausse avec une croissance de 0,5%, l'Espagne est restée dynamique, tandis que l'Allemagne et l'Italie ont connu une stagnation.

Les indicateurs avancés continuent de signaler une amélioration de la conjoncture européenne. Le PMI composite de la zone euro est resté quasi stable au mois de novembre à 52,5, un niveau cohérent avec une croissance de l'ordre de 0,3 à 0,4%. L'activité reste tirée par les pays périphériques et s'améliore en France, grâce au recul de l'incertitude politique, le vote du budget 2026 restant toutefois à surveiller. En revanche, les enquêtes PMI ont signalé une perte de vitesse de l'économie allemande, sous l'effet d'une dégradation dans les services et dans l'industrie. L'Allemagne devrait néanmoins progressivement regagner en dynamisme à mesure que le gouvernement déploie son plan de relance.

Du côté des prix, les dernières données se sont révélées un peu moins favorables. L'inflation sous-jacente s'est stabilisée à +2,4% sur un an, la hausse des prix restant encore assez élevée dans les services à +3,4%. Dans ce contexte, il y a peu de raisons pour la banque centrale de reprendre ses baisses de taux. Les marchés anticipent d'ailleurs un statu quo sur les taux directeurs au cours des prochains mois. C'est donc à la fois l'écart de croissance mais aussi le différentiel de taux qui pourraient se combler dans les trimestres à venir entre la zone euro et les Etats-Unis. Cela pourrait avoir des conséquences haussières pour l'euro.

+0,2%

Croissance du PIB
(glissement trimestriel
au T3 2025)

52,5pts

PMI zone euro
(novembre 2025)

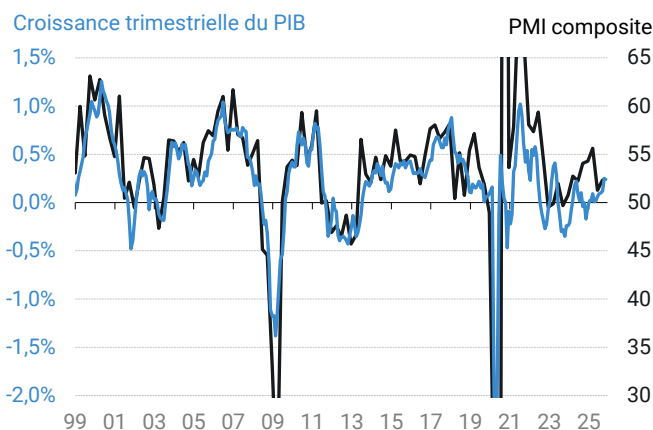
2,4%

Inflation sous-jacente
(glissement sur un an
en octobre 2025)

2,00%

Taux directeur
de la BCE (taux
de dépôt)

Zone euro | Croissance du PIB et PMI composite



Source: Bloomberg. Dernières données : novembre 2025.

Chine

Un ralentissement sous contrôle



L'accord conclu fin octobre entre les États-Unis et la Chine a permis d'apaiser les tensions commerciales qui s'étaient ravivées au milieu du mois. Celui-ci inclut une réduction des surtaxes américaines sur les produits chinois à 20%, tandis que la Chine s'est engagée à accroître ses achats de produits agricoles américains et à différer d'un an les restrictions sur les exportations de terres rares. Cet accord a donc une durée limitée et ne résout pas les différents de fonds qui opposent les deux pays, qu'il s'agisse du statut de Taïwan ou encore des contrôles sur les technologies stratégiques. Cela dit, le risque d'une nouvelle hausse des droits de douane américains dans les prochains mois diminue nettement, une bonne nouvelle pour l'économie chinoise à un moment où la conjoncture se dégrade.

La croissance a surpris positivement au troisième trimestre, mais la tendance est au ralentissement, le glissement sur un an passant de +5,2% à +4,8%. L'affaiblissement vient principalement de l'investissement, conséquence de la crise immobilière et des politiques gouvernementales visant à résorber les surcapacités industrielles. La contribution de la consommation s'est stabilisée et celle du commerce extérieur est restée importante. Les données d'octobre sur la demande intérieure ont indiqué une poursuite du ralentissement, avec une nouvelle forte contraction de l'investissement et une modération des ventes au détail. Par ailleurs, le moteur du commerce extérieur a marqué un coup d'arrêt, les exportations en-dehors des États-Unis se retournant. Seul élément positif, les pressions déflationnistes se réduisaient un peu.

Pour l'instant, les autorités montrent une certaine réticence à augmenter leur soutien à l'économie. D'une part, le ralentissement est en partie orchestré par le gouvernement qui s'attaque aux problèmes structurels du pays. Celui-ci n'est donc pas nécessairement une mauvaise nouvelle. D'autre part, l'objectif gouvernemental d'une croissance autour de 5% pour cette année semble encore à portée. Un changement d'approche est toutefois à attendre si la conjoncture se dégrade au-delà de la zone de tolérance des autorités.

4,8%

Croissance du PIB
(glissement annuel
au T3 2025)

-11,2%

Investissement
(glissement annuel
en octobre)

-1,1%

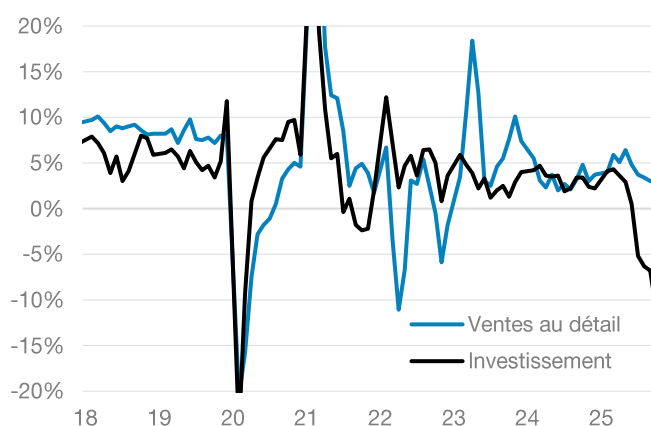
Exportations
(glissement annuel
en octobre)

+0,2%

Inflation
(glissement annuel
en octobre)

Chine | Demande domestique

Glissement sur un an



Source : Bloomberg. Dernières données : octobre 2025.

Avertissement au lecteur

Rédaction du document achevée le 26 novembre 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. 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