



• DÉCEMBRE 2025

Point conjoncturel

Partie 1 :
États-Unis

Partie 2 :
Zone euro

Partie 3 :
Chine

LAZARD
FRÈRES GESTION

États-Unis



Division à la Fed, fragmentation de l'investissement privé : des risques à surveiller pour 2026

En décembre, quelques jours après la dernière réunion de la Fed, le bilan de l'activité au troisième trimestre a pu être dressé : il confirme une croissance robuste (+4,3%) juste avant le déclenchement du « shutdown ».

Cette vigueur apparente doit être nuancée : les dépenses de santé, peu représentatives de la conjoncture, expliquent à elles seules 20% de la croissance du PIB au T3. Le commerce extérieur, par définition plus délicat à analyser en tendance, a constitué un soutien ponctuel important. À l'inverse, l'investissement privé révèle une fragmentation forte entre le secteur technologique et l'atonie de l'économie « traditionnelle » (voir graphique ci-dessous), notamment dans le secteur résidentiel. Pour la fin d'année, le brouillard persiste : il faudra attendre février pour mesurer l'impact réel du shutdown sur le PIB du quatrième trimestre.

Sur le front monétaire, la Fed a procédé à une baisse de taux de 25 points de base. Si ce geste était attendu, le consensus semble fragilisé au sein du Conseil. Avec trois votes dissidents et un discours suggérant une pause en janvier, l'institution navigue à vue. Le « dot plot », bien qu'esquissant un dernier geste pour 2026, témoigne d'une discorde historique sur le rythme de l'assouplissement. Parallèlement, la Fed a surpris en annonçant une expansion de son bilan via l'achat de titres courts pour prévenir toute tension sur les liquidités.

La trajectoire des taux de base dépendra donc du marché de l'emploi, dont les signaux restent ambigus. Le rapport d'octobre-novembre oscille entre une amélioration des créations d'emplois privés (75 000 en moyenne) et un taux de chômage remontant à 4,6%.

Difficile également de tirer une conclusion claire de l'inflation : si elle a marqué le pas en novembre à +2,7%, il faut garder à l'esprit que la fiabilité de ce chiffre est entachée par le shutdown, qui a gravement perturbé la collecte des prix.

2,7%

↓ Inflation sur 12 mois
(en novembre)

4,6%

↗ Taux de chômage
(en novembre)

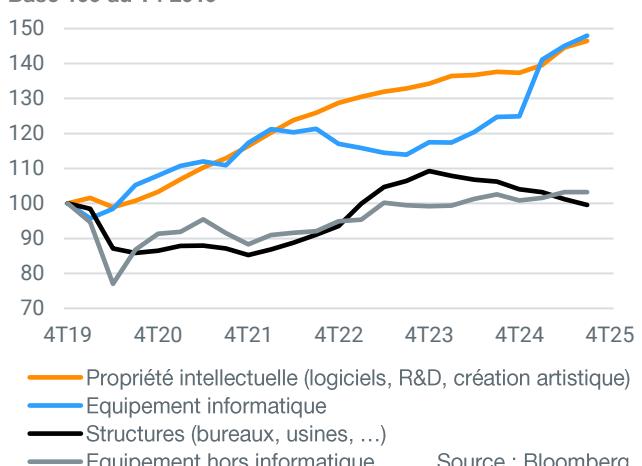
75 000

Créations d'emplois
du secteur privé
(moyenne entre sep.
et nov.)

3,50-3,75%

Fourchette cible
du taux directeur

États-Unis | Investissement non résidentiel
Base 100 au T4 2019



Source : Bloomberg.

Zone Euro

Résistance en 2025, des forces de rappel en 2026



Finalement, l'économie européenne aura résisté mieux que prévu 2025. La croissance devrait atterrir probablement autour de +1,4% sur l'année. Hors Irlande (où les transactions de propriété intellectuelle créent une volatilité exagérée qui perturbe les données à l'échelle de la zone euro), le chiffre est plus proche de 1%.

Etant donné le contexte géopolitique incertain, cela reste une performance robuste, due à la bonne tenue de la demande domestique. Cette dernière a bénéficié de la consommation (contribution autour de +1,3% en 2025), les ventes au détail croissant au-dessus de la moyenne de long terme sur l'année. Cette tendance devrait se poursuivre en 2026, une année potentiellement favorable pour les ménages. Certes, l'indicateur des salaires hors bonus ralentit à un niveau moins inflationniste, mais il reste néanmoins bien supérieur à la tendance post-covid et le marché du travail reste sain. Malgré des progrès plus timorés en novembre, notamment dans les services, l'inflation a montré des signes plutôt encourageants en zone euro sur l'année. Cela constitue également un soutien pour les ménages en 2026 d'autant qu'ils disposent d'une épargne encore élevée.

Toujours du côté de la demande interne, la baisse des taux de 4% à 2% a nettement soutenu l'investissement privé (construction, machinerie et équipement). Cette dynamique pourrait se poursuivre l'an prochain, peut-être avec le soutien de l'IA. En 2026, l'investissement public (plan allemand, Next Gen EU) prendra le relais. Dans l'ensemble, en matière de contribution à la croissance économique, le vieux continent dispose donc de forces de rappel capables de compenser l'atonie du commerce extérieur (voir graphique ci-dessous) qui s'observe depuis le troisième trimestre 2024 et qui aura été exacerbée à partir du second trimestre 2025 par la montée en puissance des droits de douane américains cette année.

Dans ce contexte, la BCE a choisi de faire une pause en décembre dans son programme de normalisation monétaire. Elle renouvelle son engagement à se montrer flexible, ajustant si besoin « réunion par réunion » sa posture en cas de mauvaise surprise économique.

6,4%

↗ Chômage
en zone euro

2,4%

Inflation sous-
jacente en
mars

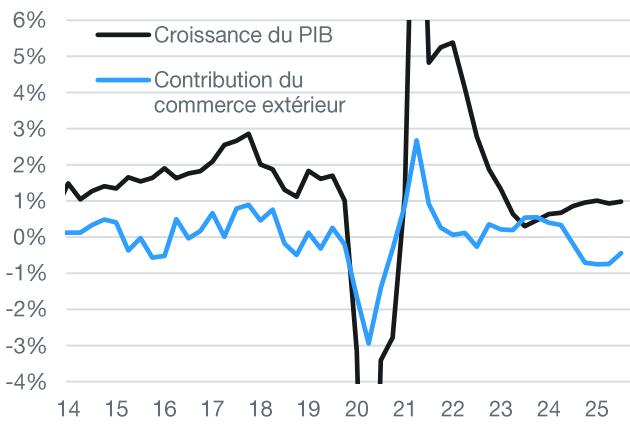
51,9

↗ PMI composite
en décembre

+1,5%

Ventes au détail en
novembre, en
glissement annuel

Zone euro | Croissance du PIB sur un an
(hors Irlande)



Source : Bloomberg.

Chine

Entre transitions & incertitudes



Engagé dans sa campagne « anti-involution », Pékin tente de purger un appareil industriel en surcapacité massive, où la production de panneaux solaires (140% de la demande mondiale) et de batteries (110%) sature déjà le globe. Certes, le virage vers un modèle industriel à plus forte valeur ajoutée a été pris, mais il reste à négocier celui de la soutenabilité, par la pérennité de marges permettant de rentabiliser le capital investi. Cette transition dans la transition n'est pas sans danger : elle va peser sur l'emploi et sur l'activité dans les secteurs excédentaires, et donc sur la croissance. En novembre, la production industrielle ralentit à +4,8% en glissement annuel. S'agissant des enquêtes, les deux mesures des PMI manufacturiers se tassent sous les 50, confirmant que l'embellie n'est pas pour tout de suite.

Si les chiffres du troisième trimestre restent corrects, les données du quatrième trimestre apparaissent donc plus mitigées. Même constat du côté de la demande des ménages : les ventes au détail ralentissaient en novembre sur les 11 premiers mois de l'année, en décélérant à +4%. La transition vers un modèle moins dépendant de la demande extérieure se heurte à une réalité sociale complexe : la propension à consommer des ménages reste grippée par un choc de confiance (voire graphique ci-dessous), en partie dû à la crise immobilière, loin d'être résolue, poussant la population à l'épargne de précaution.

Dans ce contexte, les pressions déflationnistes restent fortes avec dix trimestres consécutifs de baisse du déflateur du PIB, mais on commence toutefois à observer une potentielle stabilisation des prix à la production et à la consommation.

Le risque d'accident est toutefois limité pour la Chine : le soutien public pourrait être ajusté si la conjoncture se dégrade au-delà de la zone de tolérance des autorités. Par ailleurs, le risque d'une augmentation supplémentaire des droits de douane américains a nettement diminué.

+0,7%

Prix à la consommation en novembre

5,1%

Taux de chômage (en novembre)

+5,9%

Croissance des exportations (en oct., sur un an)

+4,8%

Croissance du PIB au T3 2025 (sur un an)

Chine | Indice de confiance des consommateurs



Source : Bloomberg.

Avertissement au lecteur

Rédaction du document achevée le 2 janvier 2026.

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