

The background of the left side of the page features a collage of financial data. It includes a candlestick chart at the top with values like 48.173 and 39.281, a line graph with a yellow curve and a dotted line below it, and another candlestick chart at the bottom. The background is a dark blue city skyline at night, with various skyscrapers and lights. The overall aesthetic is professional and data-driven.

• AVRIL 2025

# Point conjoncturel

Partie 1 :  
Etats-Unis

Partie 2 :  
Zone euro

Partie 3 :  
Chine

LAZARD  
FRÈRES GESTION

# Etats-Unis

## Le scénario du pire ?



Malgré la volte-face de l'administration américaine une semaine après le *Liberation Day*, le taux moyen des droits de douane américains pourrait augmenter de près de 15 points cette année. Il reviendrait alors à un niveau inédit depuis la seconde guerre mondiale. Appliquée au montant total des importations de biens (3.300 milliards de dollars en 2024), cette hausse des droits de douane représenterait un choc de l'ordre de 500 milliards USD à absorber pour l'économie américaine (1,7% du PIB). Des effets de second ordre (confiance, investissement, inflation) peuvent s'ajouter pour alourdir la facture économique. Le Peterson Institute chiffre à 1,3% l'effet négatif sur la croissance économique à l'horizon du deuxième trimestre 2026. Selon le Yale Budget Lab, le supplément d'inflation pourrait atteindre 2,3%.

L'incertitude demeure élevée alors que les négociations sur les droits de douane réciproques se poursuivent et que de nouvelles mesures spécifiques doivent encore être annoncées (produits pharmaceutiques et technologiques notamment).

Cette incertitude de politique économique pèse sur les enquêtes auprès des entreprises et des ménages, qui dans l'ensemble affichent des niveaux équivalents à ceux qui prévalaient historiquement avant l'entrée en récession de l'économie américaine. Ce pessimisme extrême ne se concrétise toutefois pas encore par une dégradation très marquée de l'activité ou du marché de l'emploi, mais la vulnérabilité de l'économie américaine face aux mesures douanières pourrait apparaître au second semestre. Le basculement en récession est donc possible plus tard dans l'année, sans pour autant constituer un scénario central.

Dans ce contexte, l'inflation a montré des signes de modération en mars, mais l'effet des barrières douanières sur les prix rend la lecture plus compliquée que prévu pour la Fed et amène une remontée des anticipations d'inflation chez les consommateurs et les entreprises.

49,0 pts

↘ ISM manufacturier (mars)

2,8%

↘ Inflation sous-jacente

4,2%

↗ Chômage aux États-Unis (mars)

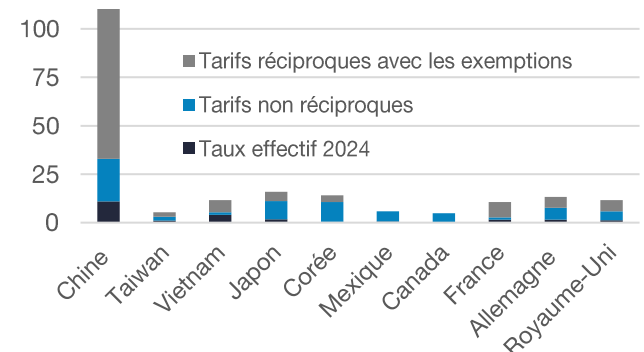
-20 pts

↘ Consumer Board : indice de confiance depuis novembre 2024

### Guerre commerciale | Taux moyen des droits de douane américaine

% de la valeur des importations de biens en 2024

Source : Goldman Sachs, Bloomberg, avril 2025.



# Zone euro

## Un blindage réactif



La zone euro bénéficie d'une bonne dynamique après un quatrième trimestre meilleur que prévu.

Malheureusement, les droits de douane menacent le scénario d'une croissance du PIB proche de 1% en 2025. Pour autant, le risque de récession semble inférieur à celui estimé aux Etats-Unis. En effet, les exportations vers les Etats-Unis ne représentent que 2% environ du PIB de la zone euro. Il faudra toutefois rester vigilant vis-à-vis des effets de second ordre (confiance des acteurs économiques par exemple), plus difficiles à quantifier.

Cependant, l'Europe peut compter sur des forces de rappel. La cohésion retrouvée des Européens est très positive pour la confiance. Même si l'effet économique ne sera perçu que tard dans l'année, la confirmation de la relance par l'investissement dans les infrastructures et la défense en Allemagne est une annonce historique qui produit déjà ses effets sur le sentiment des entreprises, comme en atteste l'indice IFO du climat des affaires qui se redresse.

En outre, le rebond de l'euro et la baisse des hydrocarbures agissent de concert sur la réduction du coût de l'énergie, éloignant le spectre d'une seconde secousse de la crise énergétique de 2022 et accélérant le rythme de la désinflation. C'est une très bonne nouvelle pour le consommateur européen qui semble déjà commencer à répercuter le gain de revenus salariaux réels accumulés en augmentant sa consommation (voir graphique ci-dessous).

Avec le repli de l'inflation et des signes de ralentissement en matière de hausse des salaires, la BCE voit ses marges de manœuvre reconstituées. Elle bénéficie d'une amplitude d'action désormais plus souple que la Fed. Cette agilité pourrait constituer un stabilisateur supplémentaire pour l'économie européenne, qui semble s'être dotée de fortifications de poids pour affronter le tumulte des trimestres à venir.

50,9

↗ PMI composite en mars

2,4%

↘ Inflation sous-jacente en mars

6,1%

↘ Chômage en zone euro en février

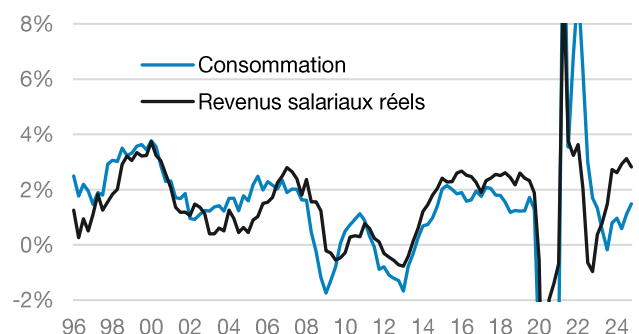
2% du PIB

Poids des exportations européennes vers les Etats-Unis

### Zone euro | Consommation et revenus salariaux réels

Croissance sur un an

Source : Bloomberg.



# Chine



« Construisez à votre adversaire un pont d'or par lequel se retirer » - Sun Tzu

Face à la hausse des droits de douane, la Chine se positionne avec fermeté dans une posture de conflit assumée, sans fermer les portes de la négociation, appliquant ainsi une stratégie pragmatique. Les exportations ayant joué un rôle majeur en 2024 face à la faiblesse de la consommation et de la demande domestique, la Chine est consciente de sa vulnérabilité vis-à-vis des tensions commerciales. Comme l'Europe, elle réalise 2% de son PIB à l'export vers les Etats-Unis. Cependant, avec des droits de douane plus de 5 fois supérieurs (plus de 100%), l'impact direct pourrait être beaucoup plus fort qu'en Europe et menacer l'objectif officiel de 5% de croissance économique.

En réponse, le pays se prépare à engager davantage de mesures de soutien budgétaire et monétaire. En mars, le gouvernement a ainsi réhaussé son seuil de tolérance en matière de déficit public. Des mesures directes de soutien à la consommation pourraient être envisagées. La banque centrale pourrait baisser ses taux de référence et les niveaux de réserves bancaires.

On notera que depuis le début de l'année, le pays profite d'une embellie économique bienvenue. L'activité est meilleure que prévue au premier trimestre. L'investissement croît de +4,1%. La production industrielle est soutenue en mars, notamment dans les hautes technologies. Les ventes au détail, à +5,9% en glissement annuel sur le dernier mois du trimestre, continuent de bénéficier des subventions portant sur les équipements domestiques. Elles restent néanmoins très en-deçà des niveaux pré-Covid, rappelant les défis structurels du pays. À ce titre, l'immobilier montre quelques signes positifs depuis mars (ralentissement de la baisse des ventes, légère diminution des stocks de logements vacants) mais il est trop tôt pour parler de sortie de crise. La Chine ne perd pas de vue ses deux grands objectifs : restaurer, protéger et maintenir la confiance populaire, continuer à marche forcée sur la voie de l'excellence et de l'indépendance technologique.

5,4%

↗ Croissance au T1 2025

-0,1%

↗ Inflation en mars

+10,7%

Croissance sur 12 mois dans le manufacturier high tech (mars)

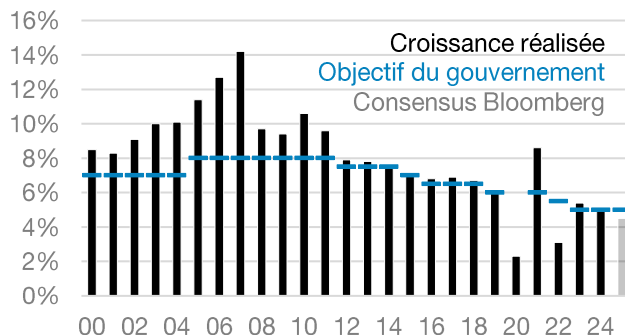
40 Mds \$

Exportations vers les USA en mars

## Chine | Taux de croissance du PIB et objectif du gouvernement

Moyenne annuelle

Source : Bloomberg.



# Avertissement au lecteur

Rédaction du document achevée le 22 avril 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](http://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](http://www.lazardfreresgestion.fr).

## Suivez & Partagez

L'actualité de Lazard Frères Gestion

 [lazardfreresgestion.fr](http://lazardfreresgestion.fr)

   Lazard Frères Gestion

**LAZARD**  
FRÈRES GESTION