



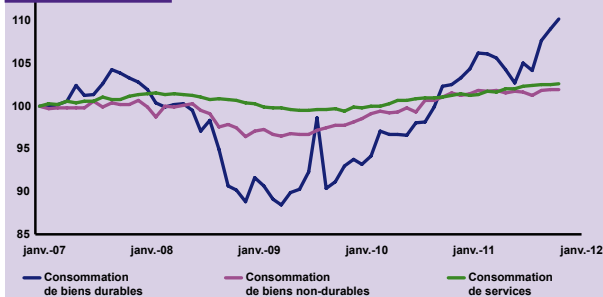
## États-Unis

### EMBELLIE INDUSTRIELLE DANS UNE ÉCONOMIE TOUJOURS FRAGILE

La croissance est tirée par le besoin de renouvellement en biens durables de la part des ménages, réfréné pendant trois ans. Des gains de pouvoir d'achat inexistantes annoncent cependant, l'arrêt de cette embellie. Les revenus pourraient même se détériorer si la baisse de l'inflation, contrariée par la remontée des cours du brut, ne compense pas l'affaiblissement prochain des créations d'emplois, qui devraient tomber à 50 000 contre 150 000 en moyenne sur le dernier trimestre. L'attentisme que les entreprises montrent dans leurs dépenses d'investissement devrait en effet s'observer rapidement dans leur comportement d'embauche; l'emploi devrait également subir le contrecoup d'une consommation de services atone depuis quatre mois, nécessaire aux ménages pour financer leur fringale de biens durables. Enfin, la diminution importante de la richesse des ménages au troisième trimestre devrait stopper la baisse de leur taux d'épargne. Au total, nous anticipons une consommation et une croissance atones au premier semestre.

L'embellie observée récemment dans l'immobilier résidentiel ne concerne que le marché de l'investissement locatif dans les logements collectifs (immeubles), tiré par les besoins de reloger les ménages qui ont été dessaisis de leur résidence principale. En revanche, le marché de la maison individuelle demeure en plein marasme parallèlement à la poursuite du désendettement forcé des ménages.

### États-Unis : Consommation des ménages (volume, base 100 en début de période), une boulimie de biens durables au détriment des services et des biens non-durables



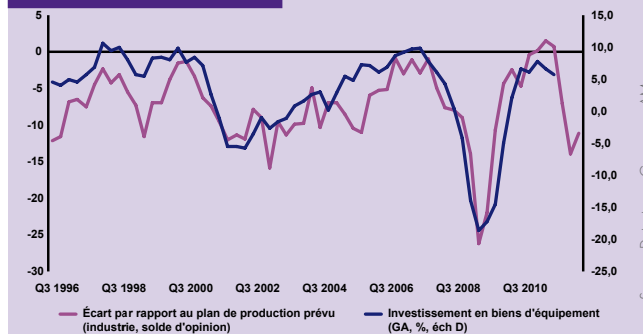
## Zone euro

### PAUSE DANS LA DÉGRADATION DES INDICATEURS AVANCÉS

La baisse du PIB serait de l'ordre de 0,5% au quatrième trimestre, particulièrement marquée en Italie et au Portugal et n'épargnant ni la France ni l'Allemagne (-0,3%). Elle devrait être entraînée essentiellement par l'investissement: les dépenses des entreprises ont pâti de la crise de confiance dans l'euro, en particulier en Allemagne, alors que celles des ménages ont subi la forte réduction des nouveaux crédits immobiliers, à l'exception notable de la France où le marché immobilier a bénéficié de la fin programmée des avantages fiscaux, avant de connaître une nette correction en 2012. La consommation devrait également baisser, mais bien moins que l'investissement.

La dégradation des indicateurs avancés marque une pause sur le dernier mois, parallèlement à la stabilisation des indicateurs économiques et à l'accalmie dans la crise de la dette qui fait suite notamment aux décisions du dernier sommet européen du 9 décembre et aux actions de la BCE. Il ne s'agit cependant que d'une pause, car le rythme de contraction de l'activité devrait s'accroître au premier trimestre 2012, les entreprises devant ajuster leurs dépenses d'investissement et leur masse salariale à une activité plus faible. Seule, l'Allemagne tire son épingle du jeu, avec des fondamentaux particulièrement bons que ce soit du côté des ménages ou des entreprises: taux de chômage au plus bas, profitabilité et endettement des entreprises favorables.

### Zone euro : Les entreprises doivent ajuster leurs dépenses d'investissement à une activité plus faible que prévue



## Chine

### EN PASSE DE RÉUSSIR SON ATERRISSAGE EN DOUCEUR

Alors que les exportations poursuivent leur ralentissement, les indices d'activité ne se détériorent plus: la consommation des ménages est dynamisée par la baisse de l'inflation, qui est passée de 5,5% en octobre à 4,1% en décembre, et par les gains du pouvoir d'achat qui en découlent. L'investissement immobilier devrait continuer de baisser et les prix de vente immobiliers poursuivre leur décélération. Une progression plus vive des crédits observée récemment devrait pousser les autorités à maintenir la pression sur les taux directeurs et les inciter à ne pas réduire le taux de réserves obligatoires dans l'immédiat, en dépit de la réduction de l'inflation. En revanche, la politique budgétaire devrait rester très active, sous forme de subventions aux PME, de transferts budgétaires aux gouvernements locaux qui souffrent d'un coup de frein sur les ventes de terrains, alors que le programme social pourrait être modulé. La Chine semble en passe de réussir son atterrissage en douceur. La croissance devrait se réduire à 8% en 2012, ce qui est l'objectif des autorités.

### Chine : Prix (% GA), atterrissage en douceur

