

## Stratégie et recherche économique

## Regards sur les marchés

### LES THEMES DE LA SEMAINE

#### La Fed et le dollar : un lien complexe

La conjoncture américaine montre des signes d'essoufflement. La publication des minutes de la Fed suivie par l'audition de Ben Bernanke devant le Congrès, ont conforté le scénario d'un tassement de la croissance outre-Atlantique. L'option d'une expansion de la base monétaire a été de nouveau évoquée en cas de rechute la croissance et le dollar est de nouveau sous pression. Nous revenons sur le lien entre expansion monétaire et taux de change. De notre point de vue, le *statu quo* monétaire prolongé de la Fed, lié à une conjoncture atone outre-Atlantique, serait bien plus dangereux pour le billet vert que l'éventuel recours à la planche à billets qui résulterait d'une nouvelle récession.

Page 2

#### Marchés Actions : vers une rotation sectorielle plus défensive

L'attention du marché s'est détournée de la zone euro pour s'interroger sur la vigueur à venir de la croissance aux Etats-Unis. Même si les risques de *double dip* semblent surfaits, il était logique que les indicateurs avancés se retournent à un moment donné vu les niveaux atteints et la dissipation des effets temporaires. Ce moment est désormais arrivé. Historiquement, ceci se traduit en moyenne par un recul des marchés de l'ordre de 5% sous trois mois. Par ailleurs, c'est généralement l'occasion d'un retour en grâce des Défensives au détriment des Cycliques et des Financières. Un constat général qui vaut cependant d'être nuancé compte tenu des risques de *value trap* parmi les Défensives et des perspectives encore éloignées de remontée des taux et de *stress tests* pour les Bancaires.

Page 3

#### Chine : revue à mi-parcours

Les craintes d'un atterrissage forcé de l'économie chinoise sont exagérées. La croissance du PIB devrait ralentir au second semestre, de pair avec un risque inflationniste moins important que prévu. Sur le marché des changes, le RMB devrait s'apprécier très progressivement, dans un contexte où la volatilité restera forte.

Page 4

La publication de *Regards sur les marchés* marque une pause estivale et reprendra début septembre

#### Les faits marquants de la semaine

##### Marchés

Baisse de l'aversion au risque

##### États-Unis

Les espoirs de reprise dans l'immobilier encore repoussés

##### Europe

L'activité au 3<sup>ème</sup> trimestre pourrait être plus forte que prévu

Page 5

#### A suivre cette semaine

Page 6

#### Indicateurs de marchés

Page 7

## La Fed et le dollar : un lien complexe

Depuis quelques semaines, la conjoncture américaine montre des signes d'essoufflement. La publication des minutes de la Fed et de ses nouvelles projections macro-économiques, suivie, la semaine passée, par l'audition de Ben Bernanke devant le Congrès, ont conforté le scénario d'un ralentissement de l'activité outre-Atlantique. Il est clair que le sort du dollar, au moins à court terme, est intimement lié au calendrier de la politique monétaire américaine. Ainsi, une remontée « précoce » des taux d'intérêt de la Fed, dans la mesure où elle serait le fruit d'une demande interne vigoureuse et d'un repli du chômage, provoquerait selon toute vraisemblance une appréciation cyclique du dollar. A contrario, un *statu quo* monétaire très prolongé outre-Atlantique finirait par peser sur le dollar, surtout si la reprise dans le reste du monde conduisait les autres banques centrales à normaliser leur politique monétaire plus vite que la Fed. Mais qu'en serait-il de l'impact d'une expansion monétaire supplémentaire de la Fed ? Sans doute pas la baisse du dollar attendue !

### > L'option du recours à la planche à billets pèse sur les taux d'intérêt...

La reprise s'annonce plus molle qu'attendu outre-Atlantique. Voilà quinze jours, les prévisions de croissance de la Fed ont été légèrement revues en baisse pour 2010. La Fed a par ailleurs revu en légère hausse sa prévision de taux de chômage et en baisse ses prévisions d'inflation pour 2011.

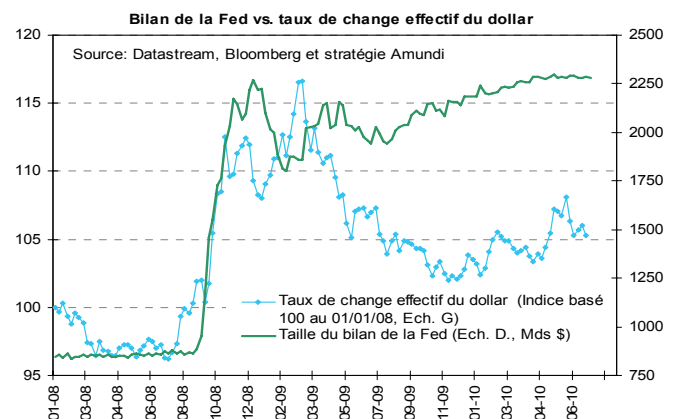
La semaine passée, Ben Bernanke est allé encore plus loin en soulignant le niveau d'incertitude inhabituellement élevé qui entoure les projections de la Fed, et en rappelant qu'il n'était pas exclu de renouer avec une politique monétaire quantitative si les conditions l'exigeaient. En creux, il s'agit ni plus ni moins que de refaire éventuellement tourner la planche à billets soit pour monétiser la dette publique, soit, ce qui est plus probable, pour remettre en place des programmes d'achats d'autres actifs (MBS notamment). Certes, Ben Bernanke a également tenu à rappeler la panoplie des mesures qui permettraient à la banque centrale de normaliser son bilan. Mais, compte tenu de la conjoncture, les marchés ont surtout retenu l'inquiétude du banquier central. Dans ces conditions, les taux d'intérêt déjà très faibles se sont légèrement repliés, le taux à deux ans tombant même sur son plus bas niveau historique (0,57%).

### > Mais doit-elle peser sur le dollar ?

Le dollar est également retombé sous pression au cours des 15 derniers jours, face à l'euro, au yen ou encore au sterling. D'un point de vue théorique, une création monétaire plus marquée dans un pays que dans le reste du monde est censée, toutes choses égales par ailleurs, générer un affaiblissement de la devise du pays concerné, en raison des risques d'inflation induits par une telle politique. Tout autre pays que les Etats-Unis qui annoncerait envisager une telle politique verrait immédiatement sa devise dévisser, ne serait-ce que par le jeu des anti-

pations. Mais du fait de son rôle central dans le système monétaire international, le dollar a *de facto* un statut particulier qui brise souvent les mécanismes traditionnellement à l'œuvre pour les autres devises.

Les marchés financiers américains sont restés, en dépit de la crise, les plus importants au monde. Le dollar est la monnaie de facturation dominante dans les échanges internationaux. Selon la BRI, il était utilisé dans 86% des transactions en 2007, soit à peine moins qu'en 2001 (90%). A titre de comparaison, sur un total qui fait 200% (chaque devise étant comptée deux fois), l'euro arrivait en 2007 en 2<sup>ème</sup> position (loin derrière avec 37%). Il faudra attendre la publication du prochain rapport triennal de la BRI, fin 2010, pour voir si la crise financière a changé la donne. Il est toutefois fort probable qu'il confirmera ces ordres de grandeurs. D'une part, l'étude que vient de publier la BCE en juillet montre que la crise financière n'a pas altéré le rôle international de l'euro en 2009. On voit mal pourquoi le résultat serait différent pour le billet vert. Et ce d'autant plus que les banques centrales des pays émergents conservent l'essentiel de leurs avoirs en dollars. En outre, la faillite de Lehman Brothers a bien démontré que le dollar demeurerait l'ultime valeur refuge.



Dans ces conditions, une expansion supplémentaire de la base monétaire de la Fed pourrait même s'accompagner d'une remontée du billet vert. En effet, il est clair que la Fed ne recommencerait à acheter des actifs en créant de la monnaie qu'en tout dernier recours (forte détérioration de la conjoncture outre-Atlantique, menaces déflationnistes). Ce scénario n'est pas à l'ordre du jour. Mais s'il devait se matérialiser, il est illusoire de croire que l'activité résisterait dans le reste du monde, que ce soit en Europe ou dans les grands pays émergents. La menace d'une rechute de la croissance mondiale s'accompagnerait inévitablement d'une remontée de l'aversion globale pour le risque, et par ricochet du dollar !

En d'autres termes, et ce n'est pas le moindre des paradoxes, le *statu quo* monétaire prolongé de la Fed lié à une conjoncture durablement atone outre-Atlantique serait bien plus dangereux pour le dollar que l'éventuel recours à la planche à billets qui résulterait d'une rechute de l'économie américaine.

Didier Borowski

## Vers une rotation sectorielle plus défensive

### > Les préoccupations du marché ont évolué

De mi-2008 à fin 2009, l'indice boursier mondial (MSCI World) avait évolué en deux temps bien distincts : un brutal décrochage jusqu'en mars 2009 (-51%), consécutif à la crise des *subprime* et l'éclatement de la bulle financière, puis un violent rebond de mars à décembre 2009 (+62%) sur fond de reflux de l'aversion au risque et de hausse des multiples de valorisation. Depuis lors, le marché est entré dans une troisième phase : une phase d'hésitation, sans direction très marquée (-5% du 1<sup>er</sup> janvier au 20 juillet 2010) mais avec de très brusques écarts d'un mois, voire d'une semaine sur l'autre.

Le mois écoulé, qui a débuté par une forte baisse suivie d'une remontée partielle, a été caractéristique de ce nouveau régime. Il y a peu encore la zone euro était affublée de tous les maux mais les thématiques ont changé, le marché s'interrogeant désormais davantage sur la vigueur à venir de la croissance américaine et même chinoise.

Ces nouvelles inquiétudes pour les Etats-Unis – certains allant même jusqu'à évoquer le risque de *double dip* – sont associées à la publication récente d'une batterie de statistiques plus mitigées notamment en matière d'emploi, d'immobilier et de confiance des ménages. Parallèlement, un indicateur avancé comme l'ISM manufacturier, tout en demeurant en expansion (>50), enregistrait un net repli à 56,2 en juin contre 59,7 en mai. En revanche, les craintes systémiques concernant la zone euro se sont calmées comme en atteste le succès d'une série d'emprunts à risque émis par l'Espagne, le Portugal et la Grèce - revenue sur les marchés pour la première fois depuis fin avril et la relative indifférence avec laquelle a été accueilli l'abaissement de la note de l'Irlande. Ce regain de crédibilité est lié à différents facteurs comme l'arrêt sans heurt du programme de refinancement à un an de la BCE, la divulgation prochaine (23 juillet à 18 h) du *stress test* des banques européennes, l'adoption définitive du Fonds de secours européen, doté de 440 Mds de garanties, et opérationnel à la fin du mois et la nouvelle discipline d'Athènes, dont le déficit public a été réduit de presque moitié au 1<sup>er</sup> semestre. Le retour de la confiance envers la zone euro et les perspectives plus mitigées des Etats-Unis ont entraîné un vif rebond de la devise européenne qui, après sa glissade de 1,43 en début d'année à 1,19 début juin, est remontée à 1,30 \$ le 20 juillet.

### > Des trimestriels pas nécessairement décisifs

La saison des résultats venant à peine de commencer, il serait prématuré d'en tirer les enseignements. Toutefois, celle-ci devrait se dérouler sous de bons auspices avec une base de comparaison qui demeure très favorable (Europe -42% au T2 2009), un effet de change plus accommodant et des entreprises, avec un point-mort fortement abaissé, devraient donc réagir vivement au moindre redémarrage d'activité. Pour autant, ces bons résultats anticipés pourraient s'avérer d'un effet limité sur le marché

comme lors du T4 2009 et T1 2010 où, l'ensemble des gains initiaux avaient été reperdus, voire au-delà, du fait du manque de visibilité (risque souverain, pérennité de la croissance, réforme bancaire...) à plus longue échéance.

### > Des stress tests à suivre de près

L'autre événement marquant des prochains jours sera la publication du *stress test* des banques européennes et leur capacité à ramener le calme sur les marchés. Pour cela, il ne suffira pas que les tests soient réussis – ce qui ne fait guère de doute, plusieurs observateurs avertis s'étant déjà prononcés en ce sens depuis quelques jours – mais qu'ils soient jugés convaincants. A cet égard, si il n'y a pas de problèmes concernant les hypothèses du scénario macro, qui s'avèrent plus exigeantes que celles qui avaient été retenues aux Etats-Unis, en revanche, les hypothèses concernant le risque souverain, les prix de l'immobilier et les obligations de recapitalisation pour celles ayant échoué seront à analyser de près. Ainsi, aux Etats-Unis, parmi les 19 banques étudiées en mai dernier, les 10 qui avaient échoué avaient eu un mois pour se recapitaliser ou faire appel au TARP. Qu'en sera-t-il en Europe pour celles qui échoueront ?

### > Renforcer le poids des secteurs défensifs

Malgré une valorisation toujours plus attractive, les conditions d'un véritable redémarrage des marchés boursiers des pays développés ne seront vraisemblablement pas réunies avant quelques temps. Il faudra pour cela que la visibilité s'améliore sur le front de la croissance, que le scénario du *double dip* – qui nous semble extrême – s'efface pour revenir à un scénario plus modéré en forme de racine carré.

Mais qu'il s'agisse d'un scénario en *double dip* ou en racine carré, il était parfaitement logique que les indicateurs avancés se retournent à un moment donné. Ce moment est désormais arrivé aux Etats-Unis et en Chine. L'Europe devrait suivre, même si la marche d'escalier sera moins haute. Afin de s'adapter à cette nouvelle donne, nous avons recherché historiquement (depuis 1976) l'impact que ceci avait sur le marché et quels secteurs se comportaient le mieux trois mois après un retournement des indicateurs avancés.

Sur le plan du directionnel, il ressort que la baisse moyenne des marchés est de -5,4%. Au plan sectoriel, les Défensives (-3,6%) tirent mieux leur épingle du jeu par rapport aux Cycliques (-5,8%) ou aux Financières (-6,8%).

Concernant le secteur bancaire européen toutefois, il est plus délicat de conclure car les perspectives relativement éloignées de remontée des taux et la « qualité » du *stress test* devraient s'avérer plus déterminantes. Par ailleurs, au sein des valeurs Cycliques, il faudra veiller à préserver celles dont la croissance demeure visible et les ratios abordables. Enfin, parmi les Défensives, il faudra distinguer entre celles qui méritent d'être réhabilitées et les *value trap*.

Ibra Wane

## Chine : revue à mi-parcours

### > Les craintes d'un atterrissage forcé sont exagérées

Malgré les rumeurs d'un ralentissement brutal de l'économie chinoise, nous maintenons notre scénario central basé sur un atterrissage en douceur. Au T2 2010, le PIB a gagné 10,3%, après s'être adjugé 11,9% en glissement annuel (g.a.) au T1. La croissance des biens d'équipement a légèrement ralenti mais toujours supérieure à 25%, après avoir atteint 25,9% g.a. de janvier à mai 2010. La baisse des investissements en infrastructures a été compensée par la progression soutenue des dépenses d'investissement privées et des placements immobiliers (+38% g.a.) au S1 2010. La hausse de l'allocation des fonds de relance a entraîné un léger rebond des investissements publics et des constructions d'infrastructures en juin. La production industrielle est ressortie inférieure aux anticipations, pour s'établir à 13,7% g.a. en juin contre 16,5% en mai. Quant à la demande intérieure, les ventes de détail ont progressé de 18,3% g.a. en juin (+1,5% m/m), plus précisément +18,7% en zone urbaine contre +15,9% en zone rurale. L'absence de lien apparent entre le ralentissement de la production industrielle et la robustesse des indicateurs de la demande est probablement due à des effets d'ajustement progressif de l'offre.

Les exportations s'élèvent à 43,9% g.a. en juin contre 48,5% en mai. Les importations ont chuté de 48,3% en mai à 34,1% g.a. en juin, d'où un excédent commercial qui s'est accru de USD 19,5 Mds en mai à USD 20 Mds. Les craintes de déficit commercial structurel en Chine étaient exagérées et nous sommes aujourd'hui revenus aux niveaux d'excédents d'avant la crise. Cependant, nous anticipons un ralentissement des exportations en juillet. Les importations de matières premières devraient aussi se normaliser, sous l'effet de la baisse des investissements immobiliers et de la fin de reconstitution des stocks.

S'agissant de la politique monétaire, nous pensons que le gouvernement restera vigilant pour éviter un durcissement prématuré du cadre budgétaire et monétaire. Les risques de nouveau resserrement nous semblent donc relativement limités pour le S2 2010. Les autorités ne devraient plus intervenir d'ici la fin de l'année, avant d'assouplir progressivement les mesures administratives début 2011, ce qui sera certainement bien accueilli par la plupart des acteurs du marché. Les prix immobiliers devraient continuer à baisser, mais l'essentiel des risques réglementaires sont déjà intégrés et la mise en œuvre d'une taxe pilote à Shanghai semble limitée. A ce stade, une baisse de la demande extérieure alimentée par une rechute de l'économie américaine ne doit pas être exclue, car cela pourrait entraîner une correction brutale des stocks chinois. Toutefois, même si la croissance du PIB ralentit sensiblement au S2, un effondrement de l'économie chinoise est peu probable. Dans l'ensemble, nous prévoyons une baisse de la croissance des investissements qui devrait être en partie compensée par le dynamisme de la consommation intérieure et par la hausse de la contribu-

tion nette des exportations. Selon nous, tant les prévisions les plus optimistes que les plus pessimistes pour 2010 devront être révisées et nous continuons donc à tabler sur une croissance chinoise d'environ 9,5% en 2010.

### > Une approche attentiste en politique monétaire

Les prix à la consommation ont brutalement ralenti en juin. L'IPC a gagné 2,9% g.a. contre 3,1% en mai. En glissement mensuel (g.m.), l'IPC a reculé de 0,1% en juin alors qu'il avait progressé de 0,3% en mai. Cette décélération due à la baisse des prix des légumes survient plus tôt que prévu. L'IPP a monté de 6,4% g.a. en juin contre +7,1% en mai, d'où un recul de 0,6% g.m. L'IPC et l'IPP devraient continuer à ralentir au cours de l'été, avant de se redresser de nouveau en g.m. à partir de septembre. La croissance de la masse monétaire M2 a encore diminué en juin à +18,5% g.a. contre +21% en mai. Les nouveaux prêts ont continué à ralentir, représentant RMB 603,4 Mds en juin après RMB 369,4 Mds en mai et RMB 774 Mds en avril (cette contraction est due à la baisse des investissements en infrastructures et au durcissement des conditions dans le secteur immobilier).

La raréfaction du crédit et le relèvement des taux de réserves obligatoires en 2010 ont brutalement asséché la liquidité interbancaire, d'où une hausse sensible des taux interbancaires (taux repo à 7 jours supérieurs à 3%). En réaction, la Banque Populaire de Chine (PBOC) a commencé à injecter massivement des liquidités (RMB 224 Mds en mai, 517 Mds en juin et 155 Mds pendant la première semaine de juillet). Le taux repo devrait se maintenir autour de 2% au T3 alors que la volatilité reste élevée. Les autorités semblent prêtes à tolérer une légère hausse de l'IPC officiel en été. Par conséquent, la PBOC devrait relever ses taux directeurs une fois cette année, de 27 pb au T4 contre 54 pb prévus initialement.

### > ...associée à une appréciation très progressive du RMB

Le 20 juin, les autorités ont décidé d'assouplir le régime de change du RMB, en ligne avec nos prévisions tant en termes de temps que de nature (régime flottant selon un panier de devises non connu, pas d'élargissement de la fourchette de fluctuation et pas d'ajustement exceptionnel). La hausse des réserves de change a tout juste atteint USD 7,2 Mds au T2 2010 malgré l'élargissement de l'excédent commercial et la stabilité des IDE, ce qui est la conséquence de la fuite des capitaux spéculatifs en mai et début juin d'où l'intervention des autorités sur le RMB alors que sa spéculation avait nettement ralenti. Toutefois, l'annonce a peut-être contribué à raviver les attentes d'appréciation au T3 2010 et les capitaux devraient revenir dans les prochains mois. Nous maintenons notre prévision de parité de 6,6 RMB pour 1 \$ en fin d'année dans un contexte de volatilité élevée mais pensons que les risques menaçant ce scénario sont orientés à la hausse. Le récent record de l'excédent commercial favorise les efforts des autorités pour permettre une appréciation du RMB, malgré la montée des incertitudes en Europe et les risques de rechute de l'économie américaine.

Jean-Charles Sambor

## Les faits marquants de la semaine du 19 au 23 juillet 2010

### L'activité économique européenne en passe d'être plus forte que prévu au 3<sup>ème</sup> trimestre

#### > Marchés : Baisse de l'aversion au risque

- **Rebond des marchés d'actions** : Sur de meilleures perspectives économiques, les actions ont rebondi sur la semaine (+3,5% pour le CAC 40, +3,5% pour le S&P 500) et les taux des obligations d'Etats se sont appréciés (+10 pb pour le Bund allemand et +7pb pour le Bond américain). Le pétrole prenait également 2,3 \$/baril à 6,9 \$/baril (Brent).
- **Les tests de résistances des banques européennes sont sans grande surprise** : Les tests de résistance des banques européennes ont été publiés vendredi 23 juillet. Sur les 91 établissements bancaires testés, seulement 7 sont jugés insuffisamment capitalisés en cas de réalisation du scénario de risque d'un retour en récession de l'économie européenne. Parmi ces banques, 5 sont espagnoles, une grecque et une allemande. Le débat va désormais porter sur les hypothèses retenues pour ces tests. En effet, le scénario de risque prévoit un retour en récession et une croissance de -0,6% en 2011 contre 1,5% dans le scénario de base, ce qui est assez fort. En revanche, les hypothèses retenues concernant le risque souverain peuvent être jugées un peu faibles car aucun défaut d'un état souverain n'est envisagé. Le mérite de tests sera néanmoins la publication de chiffres détaillés sur les positions des banques européennes. Cet exercice de transparence devrait permettre aux analystes de marché d'accentuer les hypothèses de risques et d'en tirer leurs propres conclusions.

#### > États-Unis : Les espoirs de reprise dans l'immobilier encore repoussés

- **Le secteur immobilier reste très déprimé** : L'indice NAHB a de nouveau baissé en juillet à 14 (contre 16 attendu) et se retrouve sur ses niveaux d'avril 2009, proche de ses points bas historiques (à 8 début 2009). Par ailleurs, les mises en chantier ont également chuté fortement (-5,0% en juin après -14,9% mai) tout comme les ventes de logements existants (sur le mois de juin -5,1%). Enfin, malgré une hausse de 2,1% en juin, les permis de construire restent très proches de leurs plus bas historiques.
- **Pas de nouveau stimulus actuellement en vue de la part de la Fed** : Lors de son audition devant le Sénat, le Président de la Fed B. Bernanke a repris les éléments des minutes du FOMC de juin. Il s'est montré relativement confiant dans la poursuite de la croissance à un rythme modéré. Il a également souligné la dégradation des conditions financières, ce qui est de nature à ralentir la reprise du crédit. Il a également affirmé que la Réserve Fédérale n'était pas actuellement en train de réfléchir à de nouvelles mesures de soutien mais que cela n'était pas exclu en cas de forte dégradation de la situation économique.

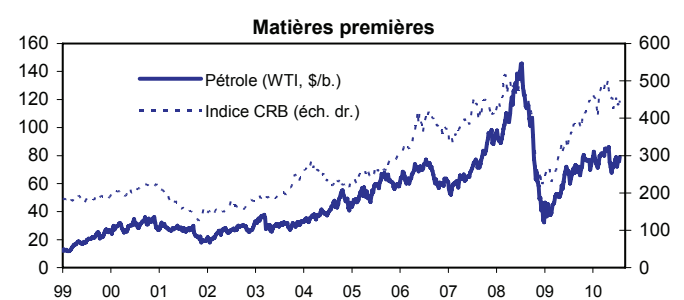
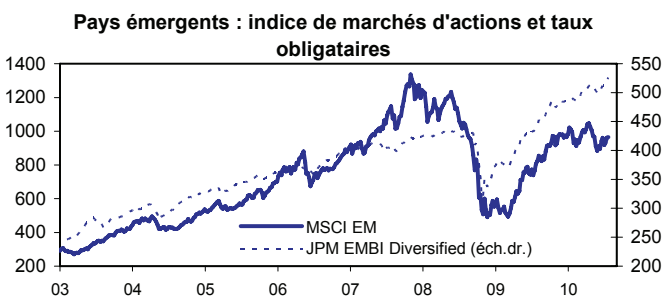
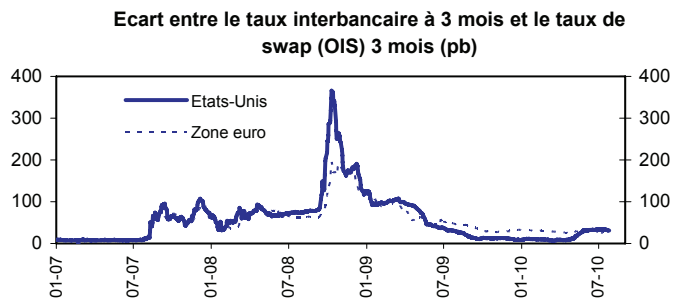
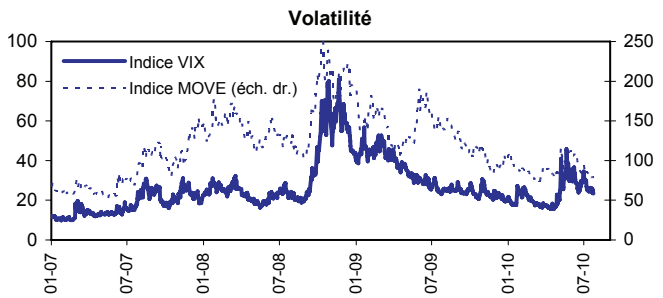
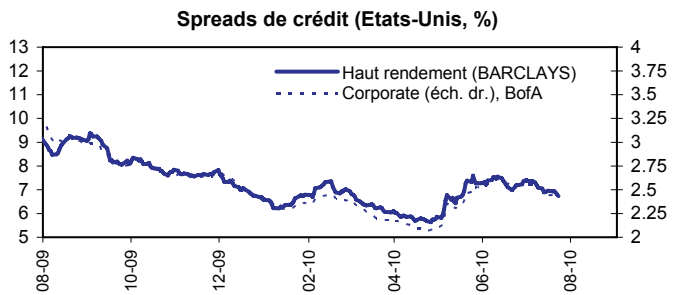
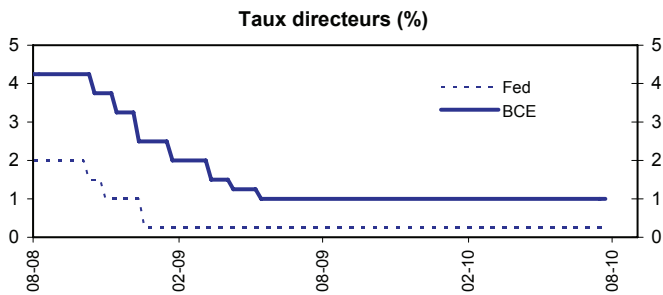
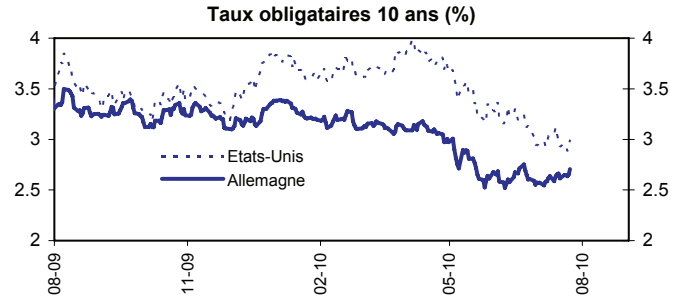
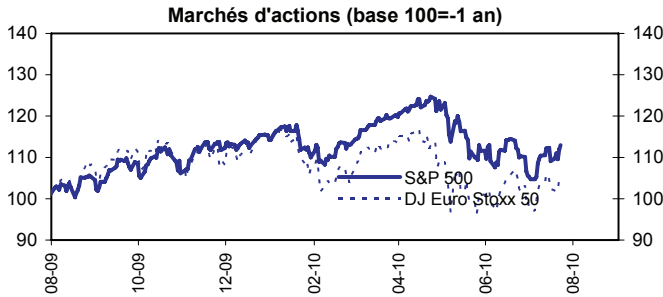
#### > Europe : L'activité au 3<sup>ème</sup> trimestre pourrait être plus forte que prévu

- **Rebond surprise des enquêtes d'activité en zone euro** : Alors que la poursuite du repli des indices PMI de climat des affaires était attendue, les chiffres préliminaires de juillet font apparaître un rebond marqué, en Allemagne notamment, et tant sur le secteur manufacturier que dans celui des services. En Allemagne, le PMI manufacturier ressort à 61,2 renouant ainsi avec des niveaux proches de ses plus hauts. De même, l'IFO, autre indicateur de conjoncture en Allemagne, a surpris par un très fort rebond (de 101,8 en juin à 106,2 en juillet contre 101,5 attendu). Alors que les économistes s'attendent à un ralentissement de l'activité au T3, après des chiffres forts au T2, ces premières données laissent augurer d'une activité qui pourrait rester finalement forte au 3<sup>ème</sup> trimestre.
- **Les nouvelles commandes rebondissent en mai** : Les commandes à l'industrie en zone euro ont été plus fortes qu'attendu en mai (+3,8%) tirées par les biens d'équipement.
- **Le PIB britannique affiche sa plus forte hausse trimestrielle depuis début 2006** : La première estimation de la croissance du PIB britannique est sortie à +1,1% T/T au T2 (soit +4,5% en rythme annualisé), ce qui est près de deux fois plus fort qu'attendu. Le détail des composantes de la croissance n'est pas encore connu mais il semblerait que la construction, la consommation et l'investissement aient été des moteurs de la croissance. Ces chiffres vont amener le consensus des économistes à revoir à la hausse leurs prévisions de croissance du Royaume-Uni pour 2010, aujourd'hui à 1,3% pour l'année 2010.

## A suivre cette semaine (du 26 au 30 juillet)...

Lundi 26	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Etats-Unis : Ventes de logements neufs (juin)</li></ul>
Mardi 27	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Zone euro : agrégat monétaire M3 (juin)</li><li>▪ Etats-Unis : prix immobiliers (case Schiller, mai)</li><li>▪ France : nombre de demandeurs d'emplois (juin)</li></ul>
Mercredi 26	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Allemagne : inflation (juin)</li><li>▪ Etats-Unis : commandes de biens durables (juin)</li></ul>
Jeudi 29	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Allemagne : Nombre de demandeurs d'emplois (juillet)</li><li>▪ États-Unis : Livre beige de la Fed</li></ul>
Vendredi 30	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Japon : production industrielle (juin)</li></ul>

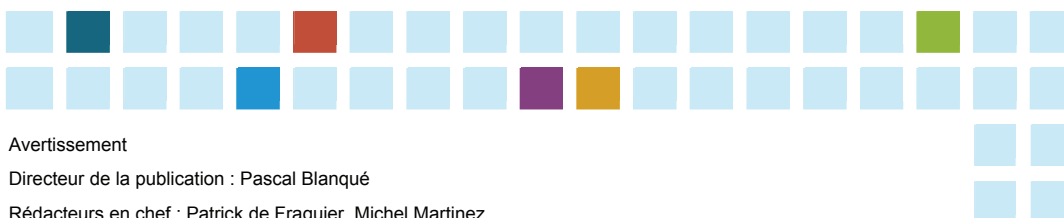
Indicateurs de marchés



Taux de change (23 juillet 2010)

	Taux	Var. sur 1 semaine, %	Var. depuis Jan. 2010, %	Fin d'année			
				2009	2008	2007	2006
Appréciation/Dépréciation de la devise locale							
USD/EUR	1.29	-0.8%	-10.5%	1.44	1.39	1.47	1.32
USD/GBP	1.54	0.2%	-5.0%	1.62	1.46	2.01	1.96
GBP/EUR	0.84	1.0%	6.1%	0.89	0.95	0.73	0.67
JPY/USD	87.21	-0.7%	6.0%	92.43	90.64	112.04	119.16
JPY/EUR	112.5	0.1%	18.4%	133.2	126.1	164.9	156.9
CHF/USD	1.05	-0.4%	-1.5%	1.03	1.07	1.12	1.22
CHF/EUR	1.35	0.4%	10.0%	1.48	1.49	1.65	1.61

Sources : Stratégie et Recherche économique d'Amundi, Datastream et Bloomberg.



#### Avertissement

Directeur de la publication : Pascal Blanqué

Rédacteurs en chef : Patrick de Fraguier, Michel Martinez.

Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans notre autorisation.

Édité par Amundi - Société anonyme au capital de 578 002 350 euros - Siège social : 90, boulevard Pasteur, 75015 Paris - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - 437 574 452 RCS Paris.

Les informations figurant dans cette publication ne visent pas à être distribuées ni utilisées par toute personne ou entité dans un pays ou une juridiction où cette distribution ou utilisation serait contraire aux dispositions légales ou réglementaires, ou qui imposerait à Amundi ou ses sociétés affiliées de se conformer aux obligations d'enregistrement de ces pays.

La totalité des produits ou services peut ne pas être enregistrée ou autorisée dans tous les pays ou disponible pour tous les clients. Les données et informations figurant dans cette publication sont fournies à titre d'information uniquement. Aucune information contenue dans cette publication ne constitue une offre ou une sollicitation par un membre quelconque du groupe Amundi de fournir un conseil ou un service d'investissement ou pour acheter ou vendre des instruments financiers. Les informations contenues dans cette publication sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos et ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit.

#### Correspondants

##### Rédacteurs en chef

Patrick de Fraguier (Paris)  
+33 1 76 33 91 59  
Michel Martinez (Paris)  
+33 1 76 37 23 84

##### Paris

Marc-Ali Ben Abdallah  
Didier Borowski  
Marie Brière  
Bastien Drut  
Clémentine Gallès  
Delphine Georges  
Julien Marcilly  
Nathalie Navarre  
Florian Roger  
Ombretta Signori  
Ibra Wane

##### Los Angeles (TCW)

Blaise Antin  
Marcela Meirelles  
Brett Rowley  
Jean Charles Sambor

##### Milan

Sergio Bertocini

##### Mumbai

Nidhi Chawla

##### Tokyo

Masanaga Kono  
Akio Yoshino

##### Assistantes

Hélène Leconte (Paris)  
Josseline Materne (Paris)  
Hélène Reto (Paris)  
Myrella Suarez (TCW)