

Top US Drivers

La dynamique américaine est dominée par une rotation factorielle nette au sein des actions et par un agenda politique chargé. Le Dow Jones inscrit un record historique, porté par les banques et la santé, alors que les investisseurs réduisent une surexposition aux mégacaps de l'IA au profit de segments plus cycliques et sensibles aux taux. Le S&P 500 reste étale dans l'attente d'un vote crucial au Congrès visant à mettre fin à un shutdown record, tandis que le Nasdaq pâtit d'un flux vendeur lié à quelques poids lourds de la tech. Sur le front des flux de capitaux, la thématique capex IA reste puissante et potentiellement porteuse pour la duration via la visibilité bénéficiaire des émetteurs investment grade, avec des annonces d'envergure comme la décision de Meta d'allouer 1 milliard de dollars à un data center dans le Wisconsin et un plan d'Anthropic portant sur 50 milliards de dollars d'investissements dans des infrastructures américaines. Le message macro s'enrichit également des propos de la Fed, l'avertissement de Raphael Bostic contre des assouplissements prématurés qui « alimenteraient la bête de l'inflation » contrastant avec des données emploi plus faibles et une lecture de marché selon laquelle un prochain « data dump » pourrait catalyser un rally des Treasuries. John Williams souligne par ailleurs que le stock de réserves bancaires s'approche du niveau désiré, nuance qui conforte l'idée d'une normalisation graduelle. Politiquement, un conseiller économique de la Maison Blanche rappelle que le dollar évolue historiquement sur des niveaux élevés, ce que l'on observe dans les corrélats de valorisation et de carry. Dans ce contexte, les devises réagissent de manière nuancée au risque politique américain: l'euro reprend modérément face au dollar avant le vote, l'or se raffermit et la thématique crédit gagne en statut de refuge, certains investisseurs estimant désormais qu'une partie du crédit corporate de haute qualité offre un abri plus lisible que la dette souveraine.

Central Banks

Le bal des banques centrales reste cardinal pour l'orientation du FX et des taux. Côté Fed, le ton demeure restrictif-constructif: l'inflation n'est pas considérée comme vaincue et la barre d'un assouplissement proche reste élevée, même si le marché s'autorise à forcer la duration au gré des publications. Au Japon, la faiblesse du yen se prolonge sur fond de coordination budgétaire-gouvernementale évoquée et d'un différentiel de taux toujours pénalisant: l'USD/JPY évolue sur des sommets de plusieurs mois, avec une dépréciation intrajournalière du JPY d'environ 0,5%, ce qui réactive le débat sur une éventuelle réponse de politique ou des signaux de tolérance limitée à la volatilité. En Nouvelle-Zélande, le contexte conjoncturel atone maintient la perspective d'une baisse de taux de la RBNZ, même si le NZD remonte marginalement avec l'appétit pour le risque: le NZD/USD gagne environ 0,15% autour de 0,5660, mais l'asymétrie demeure défavorable en cas de matérialisation d'un cycle d'assouplissement. En Australie, la communication plus ferme de la RBA et la résilience attendue du marché du travail soutiennent l'AUD à l'approche du rapport d'emploi. Au Royaume-Uni, l'incertitude politique et la montée des paris d'assouplissement de la BoE affaiblissent la livre, qui se traite de manière défensive, en baisse d'environ 0,2% face au dollar, tandis que l'EUR/GBP inscrit des plus hauts annuels. Du côté de la BCE, le message « data dependent » demeure la boussole et l'euro prolonge discrètement la reprise technique entamée la semaine passée à mesure que le dollar cède un peu de terrain avant l'échéance budgétaire américaine.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar se traite de façon mitigée dans un marché peu directionnel avant le vote américain, avec une prime de carry intacte face aux devises à bêta élevé et aux faibles rendements structurels. L'USD/JPY se maintient sur des niveaux pas vus depuis février, l'EUR/USD poursuit sa séquence haussière sur reflux du billet vert, et la GBP/USD reflue vers 1,31 dans un environnement politique local plus bruyant. Le CAD peine une nouvelle fois à franchir durablement la zone de 1,40, tandis que les devises scandinaves restent sous pression relative dans un régime où le momentum macro et la sensibilité au cycle global dominent. Sur les taux, la pente américaine se détend à l'anticipation d'un lot de statistiques potentiellement « duration-friendly », et l'on observe une réévaluation des qualités refuges du crédit de haute qualité au regard du risque souverain, thème renforcé par des messages corporatifs rassurants sur la génération de cash-flow, à l'image de Chevron qui vise une croissance annuelle de 10% jusqu'en 2030. Les flux globaux restent fragmentés, avec une première émission envisagée en yuans par la Russie et l'accentuation des vulnérabilités souveraines en Afrique subsaharienne, éléments qui participent à la dispersion des primes de risque. Sur les matières premières, l'or casse au-dessus de 4 150 dollars et ajoute environ 4 dollars en séance sur un mélange de prudence avant le vote de financement américain et de lectures emploi plus molles aux États-Unis, tandis que l'énergie reste portée par la discipline d'investissement et la visibilité de cash-flow des majors. Hors énergie, les achats chinois de soja américain marquent le pas malgré la trêve commerciale, signal de demande plus hétérogène.

FX Bias

Le biais directionnel reste modérément constructif sur USD, EUR et GBP, porté par un trio carry, momentum macro et régime de risque-taux qui favorise les devises à profil de rendement et de profondeur de marché. Les pressions relatives demeurent sur NZD, NOK et SEK, où le bêta croissance et l'exposition aux cycles de matières premières et de duration pèsent dans un environnement de normalisation monétaire différenciée. La résolution attendue du dossier budgétaire américain, si elle survient, devrait stabiliser le dollar et réactiver la prime de portage contre les devises à politique plus conciliante, tandis que l'euro bénéficie d'un repositionnement allégé et que la livre reste dépendante d'un bruit politique domestique susceptible d'amortir ses rebonds.

Scénarios Binaires

L'issue du vote de financement américain constitue le premier catalyseur. En cas d'adoption, la réduction du risque politique favorise la poursuite de la rotation pro-cyclique des actions, un dollar plus ferme contre JPY et antipodéennes et une consolidation des métaux précieux après l'impulsion de couverture, avec un soulagement sur les spreads de crédit. En cas d'échec ou de retard, un schéma « flight-to-quality » sur Treasuries domine, le dollar se raffermit contre les devises cycliques mais laisse de l'air au yen et à l'or, avec un retour de la prime de risque politique sur les actifs risqués. En Nouvelle-Zélande, une baisse de taux de la RBNZ ancrerait l'underperformance du NZD contre USD et EUR, tandis qu'un statu quo assorti d'un guidage souple serait vraisemblablement vendu sur rebond. Au Japon, la persistance de nouveaux plus hauts sur USD/JPY sans signal de tolérance décroissante augmenterait le risque d'une

réaction des autorités; à l'inverse, toute inflexion de communication ou action de lissage provoquerait une correction rapide et désordonnée du cross. Au Royaume-Uni, des tensions politiques accrues et un budget perçu comme moins crédible pèseraient sur la livre face à l'euro et au dollar, alors qu'un apaisement des titres et une trajectoire budgétaire disciplinée ouvriraient une fenêtre de rattrapage tactique.

Conclusion

Le régime de marché reste marqué par une cohabitation atypique d'un dollar structurellement soutenu par le carry, d'une appétence pour la duration sur données américaines en décélération, et d'une quête d'alternatives refuges dans le crédit de qualité. La rotation actions vers banques et santé confirme que le marché anticipe une normalisation sans rupture, mais la sensibilité aux chocs politiques demeure élevée. Dans ce cadre, l'euro consolide une reprise technique sur reflux du billet vert, la livre reste contrainte par la politique intérieure, le yen demeure asymétrique avec un risque d'intervention, et le kiwi conserve un biais vendeur à mesure que la RBNZ se rapproche d'un assouplissement. Les matières premières confirment un schéma de couverture, l'or inscrivant une extension au-dessus de 4 150 dollars, tandis que la visibilité capex dans la tech — illustrée par 1 milliard de dollars chez Meta et des plans de 50 milliards chez Anthropic — offre un contrepoint micro solide au narratif macro.

Implication du desk (En recherche de position)

Nous recherchons des points d'entrée pour remettre du dollar à l'achat sur repli contre le yen, en privilégiant des horizons tactiques et une gestion serrée du risque en amont de toute inflexion de communication japonaise. Nous privilégions également des achats d'euro contre SEK et NOK au titre du différentiel de momentum et de la sensibilité scandinave au cycle global, avec une préférence pour des structures optionnelles afin de capter la pente. Sur livre sterling, nous restons sélectifs et cherchons des achats contre NZD dans un cadre de portage et de divergence de politique, tout en maintenant une couverture partielle contre l'euro compte tenu du bruit politique domestique. Enfin, nous considérons des couvertures convexes sur l'or à la hausse comme assurance événementielle autour du vote américain et du flux de données, tout en restant opportunistes sur la duration américaine si le rally obligataire sur « data dump » se matérialise. Nous restons en observation active pour calibrer le timing d'exécution à l'issue des catalyseurs immédiats.