
Top US Drivers

Le flux dominant aux États-Unis reste une combinaison de réajustement de positionnement sur la tech, d'options à fort levier autour de niveaux psychologiques des indices et d'un nouvel épisode d'activité primaire en crédit mené par les mégacaps. La sous-performance des poids lourds de la tech a ravivé un schéma de « pAIn trade » où la concentration de performance se retourne temporairement, accentuée par des stratégies d'achat de calls et de call spreads qui amplifient les gyrations intraday. En parallèle, la fenêtre de financement s'ouvre en grand avec une levée jumbo de Meta et un pipeline de M&A/IA nourri par les annonces dans les semi-conducteurs et l'IA générative, signalant une confiance encore élevée dans la capacité des marchés à absorber du risque de duration et de spread. À l'opposé, le compartiment IPO reste fragile, comme l'illustre un démarrage en demi-teinte de Navan, sur fond de bruit budgétaire à Washington et d'appétit sélectif pour la croissance non profitable. Le facteur macro immédiat est la « coupe » prudente de la Fed, perçue comme un ajustement technique dans un cycle de désinflation imparfaite plutôt qu'un pivot agressif, tandis que la trêve commerciale sino-américaine réduit un risque de queue sur les chaînes d'approvisionnement et soutient le complexe cyclique sans lever les doutes sur la productivité et les marges 2025. Enfin, le bruit géopolitique, des développements au Moyen-Orient jusqu'aux déclarations de politique de défense aux États-Unis, entretient une prime de risque discrète qui alimente la demande de couverture or et USD lors des phases de déleveraging.

Central Banks

Les banques centrales convergent vers une prudence symétrique: la Fed a abaissé son taux directeur à la marge mais a cadré les attentes avec une communication « data-dependent » et une vigilance explicite sur les services et l'immobilier hors loyers; l'ECB a maintenu le statu quo en soulignant la tenue relative de l'activité tout en refusant de pré-communiquer un cycle de baisses rapides, ce qui fige l'euro dans un régime de range tant que l'écart de croissance reste défavorable. La BOJ, de son côté, a déçu les partisans d'une normalisation plus rapide, déclenchant une glissade du yen qui reflète l'écart nominal/real yield persistant avec les UST et l'absence de signal fort sur un resserrement des conditions financières domestiques. Le fil conducteur global demeure une préférence pour des mini-ajustements plutôt que des changements de régime: réduction graduelle des taux là où l'inflation cœur recule mais refus d'alimenter une ré-accélération du crédit tant que les effets de second tour ne sont pas éteints. Pour les courbes, cela se traduit par des front-ends ancrés, des bellies réactifs aux surprises d'inflation et des back-ends sensibles aux annonces d'offre, avec une prime de terme qui remonte dès que l'appétit primaire s'intensifie.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar demeure ferme en termes effectifs, porté par la résilience relative des données US et par le différentiel de taux réel toujours favorable, tandis que le yen s'affaiblit après la BOJ, en dépit d'épisodes de couverture de shorts sporadiques. L'euro oscille dans un couloir étroit, acheteur sur repli contre USD mais sans catalyse domestique forte, et les devises cycliques restent corrélées au beta actions et au complexe matières premières, avec un AUD qui latéralise malgré un soutien venu de la détente commerciale.

sino-américaine. Sur les taux, le front-end américain se détend modérément à la faveur de la communication de la Fed, tandis que le 10-30 ans reste tenu par l'offre, les hedge ratios des assureurs et les attentes de term premium positif; en zone euro, la courbe se replie modestement dans le belly, faute de surprise de l'ECB. L'or progresse dans un mix de baisse marginale des taux réels US, de couverture macro et de flux CTA opportunistes. Le pétrole se stabilise, pris entre détente géopolitique relative sur le commerce et contraintes d'offre toujours bien présentes, ce qui ancre le CAD et limite la volatilité de l'EMFX corrélé aux matières.

FX Bias

Le biais tactique reste modérément positif USD à très court terme, tant que le marché doute de la profondeur du cycle de baisses de la Fed et que l'exceptionnalisme de la croissance US conserve l'avantage sur G10. Nous privilégions d'acheter les creux de USD/JPY dans un régime encore porté par le carry et la communication prudente de la BOJ, tout en restant attentifs au risque d'inflexion verbale côté MoF. EUR/USD demeure un marché de range à vendre sur rebonds vers le haut de bande, l'ECB ne fournissant ni prime de croissance ni prime de taux suffisante pour une rupture directionnelle. Nous restons constructifs en horizon moyen sur AUD/USD, soutenu par la détente sino-américaine, un plancher en matières premières et une RBA qui ne valide pas un profil de cuts agressif, mais reconnaissons une vulnérabilité near-term au sentiment actions et au dollar fort de données US. GBP reste idiosyncratique, piégé entre inflation services encore rigide et croissance molle, ce qui maintient un profil de portage sans impulsion. Sur les émergentes sensibles au pétrole et aux exportations vers la Chine, le filtre de qualité et de liquidité reste déterminant.

Scénarios Binaires

Dans un scénario de désinflation ré-accélérée aux États-Unis, catalysée par un ralentissement des loyers OER et des services, la Fed peut valider un rythme de baisses plus régulier, la courbe bull-steepen, l'or rester soutenu et le dollar céder face aux cycliques, au bénéfice de AUD, NOK et MXN; à l'inverse, si les services repartent et que la productivité déçoit, la Fed met en pause après une coupe « technique », la courbe bear-flatten et le dollar se raffermir, avec un stress accru sur EUR et AUD. Dans un scénario de normalisation plus nette de la BOJ avant la fin d'année, le yen se renforce brutalement via unwind de carry et rééquilibrage des portefeuilles, pénalisant les paires à fort portage; à l'opposé, une prolongation du statu quo japonais prolonge le régime de carry et maintient USD/JPY bid sur dips. Enfin, si la trêve commerciale sino-américaine s'institutionnalise et que les flux d'investissement vers l'IA et les semi-conducteurs se traduisent par une amélioration du capex mondial, les devises bêta et les métaux industriels surperforment; si la trêve échoue et que le bruit politique US monte, l'aversion au risque revient, soutenant USD et or au détriment des cycliques.

Conclusion

Le marché se repositionne d'un régime dominé par la concentration tech vers un environnement plus équilibré où le coût du capital redevient la variable clé. La Fed a offert une détente marginale mais garde un ancrage restrictif en termes réels, l'ECB gagne du temps et la BOJ temporise, ce qui prolonge un

différentiel de taux favorable au dollar tant que la croissance US résiste. Les flux primaires de haute qualité absorbent la duration et réduisent les primes de risque idiosyncratiques, tandis que l'IPO et la périphérie de la cote restent discriminants. Dans ce contexte, les stratégies FX gagnantes privilégient le portage discipliné, la gestion de gamma autour des niveaux ronds d'indices US et des expositions directionnelles calibrées aux catalyseurs macro de court terme.

Implication du desk (SL AUD/USD Long)

Nous maintenons un biais acheteur sur AUD/USD en construction graduelle, à taille réduite et add-on sur repli en amont des prochains indicateurs chinois, avec couverture partielle du risque dollar via options lorsque les indices US testent des zones de gamma élevé. Le stop-loss est placé sous les plus bas récents et sera remonté dynamiquement au fil des confirmations macro, la cible initiale restant un retour vers la partie supérieure du range récent conditionnée à la stabilité des matières et à la validation de la trêve commerciale. Dans l'intervalle, nous privilégions de financer la position par une préférence relative vendeuse de EUR/AUD sur rebonds et une gestion active de l'exposition au risque actions qui demeure le principal driver de court terme.