
Top US Drivers

Les actions américaines prolongent leur reprise mensuelle, portées par un enchaînement de publications solides dans la tech et par un narratif de productivité qui s'étend au-delà des "Magnificent Seven". L'amélioration des perspectives d'Amazon et les indications d'un trimestre des fêtes robuste chez Apple réactivent la dynamique de bénéfices, tandis que le crédit primaire absorbe un afflux massif lié à l'IA, avec près de 200 milliards de dollars d'émissions thématiques visant à financer data centers, semi-conducteurs et infrastructures électriques. Ce mélange de capex technologique, d'optimisme micro et de marchés primaires ouverts soutient la prise de risque actions mais maintient la prime de terme américaine élevée et un dollar ferme, d'autant que les commentaires restrictifs des responsables de la Fed rappellent que l'inflation reste trop haute pour envisager rapidement un assouplissement. Le billet vert s'apprécie en parallèle de la surperformance des méga-cap, un schéma cohérent avec un régime "carry + momentum + taux" où la croissance américaine demeure la plus résiliente du G10.

Central Banks

La Réserve fédérale reste focalisée sur le retour de l'inflation à l'objectif et des voix faucons ont écarté l'idée d'une baisse proche des taux, validant un biais de patience malgré l'amélioration graduelle de certains indicateurs de prix. Le marché conserve une courbe d'assouplissement en 2025, mais les points d'entrée pour jouer un pivot rapproché se détériorent tant que l'activité résiste et que le pétrole ajoute un plancher aux anticipations d'inflation. En zone euro, la BCE maintient une posture de dépendance aux données et poursuit des décisions opérationnelles au-delà du niveau des taux pour normaliser progressivement le bilan, ce qui ancre les conditions de financement et réduit la volatilité de la base EUR. Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre reste contrainte par une inflation de services lente à refluer, ce qui confère un portage relatif au GBP sur les crosses. Au Canada, la contraction du PIB d'août accroît le risque d'un ralentissement plus marqué, inclinant la Banque du Canada vers une tolérance accrue au relâchement des conditions, à rebours du ton encore restrictif de la Fed; les signaux politiques défavorables autour des relations commerciales bilatérales avec Washington ajoutent une couche de prudence sur le CAD. Dans les pays nordiques et en Océanie, la hiérarchie des différentiels de taux et la sensibilité au cycle global demeurent déterminantes, avec des banques centrales désormais plus data-dépendantes et moins enclines à défendre leur devise face à la force du dollar.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar se raffermi face à l'ensemble du G10 après les remarques restrictives de la Fed, tandis que l'euro et la livre tiennent relativement mieux que les devises pro-cycliques périphériques. Le NZD, le NOK et le SEK sous-performent dans un environnement de reprise des taux réels américains et de sélectivité du risque, tandis que le CAD recule sur la faiblesse domestique et le bruit politique autour du commerce transfrontalier. Les Treasuries se déprécient en légère pentification, reflet d'un mix croissance-bénéfices robuste et d'un primaire crédit actif, où l'"invasion" d'émissions liées à l'IA avoisinant 200 milliards de dollars témoigne d'un appétit encore élevé pour financer la montée en puissance énergétique et numérique. Les spreads investment grade se montrent résilients, l'abondance de demande absorbant

l'offre. Sur matières premières, le pétrole progresse après des informations de frappes américaines envisagées contre un producteur de l'OPEP, renforçant une prime de risque géopolitique déjà alimentée par le Moyen-Orient; les métaux industriels bénéficient marginalement du narratif capex IA et des annonces de futurs accords miniers canadiens au G7 énergie, tandis que des signaux micro comme le dividende trimestriel de 0,12 dollar par action d'un acteur du transport confirment une normalisation graduelle des flux dans la logistique.

FX Bias

Le contexte macro-taux et la dynamique de portage militent pour un dollar tactiquement soutenu, particulièrement face aux devises les plus sensibles au cycle global et à la duration américaine. Nous privilégions une approche constructive sur USD contre NZD et SEK, où le différentiel de croissance et l'élasticité au risque demeurent défavorables. En Europe, l'euro bénéficie d'une meilleure ancre de financement et d'une volatilité compressée; il devrait surperformer les devises scandinaves sur fond de beta plus faible au cycle mondial. La livre conserve un portage relatif et une inertie d'inflation de services qui limitent le downside sur les crosses, en particulier face aux devises cycliques faibles; contre le dollar, le biais demeure néanmoins contraint par la hiérarchie des taux réels. Le CAD reste vulnérable à la surprise négative de croissance et aux incertitudes politiques, surtout si le baril renchérit la facture énergétique sans catalyseur positif sur les exportations. Le JPY reste défensif en environnement de rendements US élevés, l'absence de catalyseur domestique clair maintenant une prime de risque d'intervention mais sans inversion de tendance durable.

Scénarios Binaires

Le premier nœud binaire réside dans la trajectoire des prix américains à court terme. Une inflation cœur qui se ré-accélère sous l'effet combiné d'une demande finale solide et d'un baril plus ferme repousserait le calendrier d'assouplissement, renforcerait le dollar et prolongerait la pentification des courbes, au détriment des devises à faible portage et des beta-croissance comme le NZD et le SEK. À l'inverse, une séquence de désinflation nette couplée à un atterrissage en douceur des bénéfices favoriserait une détente des taux réels, un repli graduel du dollar et un rebond des devises périphériques, avec une meilleure tenue du CAD si le commerce bilatéral se stabilise. Le second nœud concerne la géopolitique de l'énergie. Une escalade impliquant un producteur clé de l'OPEP soutiendrait le pétrole, raviverait les primes de risque et pénaliserait les importateurs nets en Europe et en Asie; une désescalade ramènerait le baril vers ses fondamentaux d'offre et de demande et allégerait la contrainte sur l'inflation attendue, ouvrant de l'upsides aux devises européennes core et à la duration.

Conclusion

Le marché réinstalle un régime dans lequel la croissance américaine, la profondeur du crédit et la visibilité bénéficiaire des grandes capitalisations technologiques attirent les flux, tandis que la Fed maintient une rhétorique incompatible avec un pivot rapide. Le dollar en sort naturellement soutenu, surtout face aux devises à beta macro élevé. En Europe, la BCE stabilise le cadre de financement et limite la volatilité de l'euro, pendant que la livre conserve un avantage de portage relatif. La périphérie G10, en particulier

Nouvelle-Zélande et Scandinavie, reste le maillon faible tant que les taux réels américains demeurent élevés et que la prime de risque géopolitique soutient l'énergie. Le Canada se situe à la croisée des chemins, sa trajectoire dépendant d'un arbitrage délicat entre croissance atone, politique commerciale et opportunités en matières premières et transition énergétique.

Implication du desk (En recherche de position)

Tactiquement, nous recherchons des expressions directionnelles du dollar contre des devises cycliques à faible portage, avec une préférence pour des structures optionnelles longues USD contre NZD et SEK afin de capter le régime de volatilité sans surexposition directionnelle. En Europe, nous privilégions des positions longues EUR contre NOK et SEK, profitant de la résilience du financement euro face à la sensibilité nordique à la liquidité globale. La livre nous paraît mieux s'exprimer sur les crosses contre NZD et SEK plutôt que contre le dollar, en cohérence avec la hiérarchie des taux réels. Sur Amérique du Nord, un biais haussier prudent sur USD/CAD se justifie tant que la série d'activité canadienne reste molle et que l'incertitude commerciale persiste; sur matières premières, la couverture du risque de hausse du pétrole via des call spreads demeure pertinente compte tenu du contexte géopolitique. Enfin, nous privilégions des durations courtes à neutres et des stratégies de pentification modérées, tout en surveillant la matérialisation des flux de financement liés aux 200 milliards de dollars d'émissions dédiées à l'IA, susceptibles d'entretenir un bid structurel du dollar via le canal du taux réel.