

Top US Drivers

Le risque américain reste tiré par la techno et l'IA tandis que la trajectoire de la Fed se brouille. La progression du S&P 500 et du Nasdaq a été relancée par l'accord Amazon-OpenAI et par une nouvelle vague de capex cloud/IA, illustrée par le contrat de 9,7 milliards de dollars signé par Microsoft avec IREN et l'annonce d'un partenariat multi-milliardaire avec Lambda. La demande de financement primaire demeure profonde, Alphabet préparant une émission en dollars et en euros, signe de conditions de marché encore accommodantes pour les émetteurs de qualité. En parallèle, le M&A énergétique consolide l'offre américaine avec la fusion SM Energy-Civitas à 12,8 milliards de dollars, tandis que les États-Unis deviennent le premier exportateur à franchir 10 millions de tonnes de GNL sur un mois, renforçant l'exceptionnalisme énergétique. Les flux d'IPO et de véhicules alternatifs restent ouverts aux techs de rupture, à l'image de la cotation via SPAC de Xanadu à 3,6 milliards de dollars. Sur le plan macro, le contraste se durcit: les enquêtes manufacturières américaines restent enlisées et l'ombre tarifaire s'épaissit, la Cour suprême ne s'opposant pas aux droits de douane de l'ère Trump, ce qui pèse déjà sur les carnets des grandes économies industrielles. La consommation et la santé gardent un ton défensif mais actifs, entre la construction par Lilly d'un site de 3 milliards aux Pays-Bas pour les pilules de perte de poids et l'appétit de Kimberly-Clark pour Kenvue, évalué autour de 40 milliards de dollars malgré le passif Tylenol. Dans le crédit à la conso, l'accord Pagaya-Castlelake pour jusqu'à 500 millions de dollars de prêts auto souligne une normalisation prudente du financement subordonné. La tech reste en sur-régime, mais la cyclicité réelle patine, avec des ventes Tesla repartant à la baisse en Europe et une chaîne autos-composants prise dans la re-fragmentation, les équipementiers allemands cherchant des exemptions Chine sur des puces Nexperia. En toile de fond, le dollar s'est légèrement raffermi alors que les attentes de baisse des taux restent en suspens, et la banque de détail fait face à un besoin de démontrer sa rentabilité, les investisseurs pressant BofA d'améliorer le ROTE et le deal-making. Le contexte géopolitique et réglementaire reste bruyant, de la saisie de 853 millions de dollars d'actifs liés au groupe Anil Ambani par l'agence indienne de lutte contre la criminalité financière aux démissions et contentieux dans la pharma américaine, sans infirmer pour l'instant l'appétit pour le risque de méga-cap.

Central Banks

Le cadrage de politique monétaire est devenu plus heurté. À la Fed, Miran juge le niveau des Fed funds trop restrictif quand Goolsbee maintient le focus sur l'inflation, reflet d'un FOMC qui ne valide ni un pivot rapide ni un durcissement additionnel, surtout avec un choc potentiel de type coûts importés si la dynamique tarifaire devait persister. Les anticipations de cuts restent en l'air, et le marché privilégie un «higher-for-longer» modulé par l'atterrissement manufacturier. En Europe, l'ECB affronte un mix stagflationniste défavorable à l'industrie mais un canal de crédit qui se ré-ouvre graduellement grâce au primaire IG robuste, ce qui plaide pour une normalisation graduelle et conditionnelle plutôt qu'un cycle agressif de détente. La BoE reste contrainte par l'inertie des services et des salaires; l'ajustement se fera plus par le temps que par l'ampleur. Les banques nordiques sont en fin de cycle avec des devises sensibles au cycle mondial et à la volatilité des matières premières, quand la RBNZ navigue entre carry attractif et moteur de croissance extérieur atone.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar s'est repris à la marge, porté par l'incertitude sur le calendrier des baisses et par des différentiels de taux réels encore favorables. Les taux américains évoluent en range, le primaire corporate mené par les émetteurs de qualité — Alphabet en tête — procurant un socle technique à la courbe sans renverser la prime de terme. En actions, les indices US surperforment sur l'impulsion IA, tandis que l'Europe cyclique demeure capée par la faiblesse industrielle et les vents contraires commerciaux. Les devises cycliques à bêta élevé restent sous pression relative, l'EURNOK et l/EURSEK trouvant du soutien malgré l'absence de catalyseurs domestiques. Les matières premières s'installent dans un régime où l'offre américaine compte davantage: la consolidation du schiste, les explorations stratégiques de majors en Afrique de l'Ouest et le cap des 10 Mt mensuelles de GNL exportées par les États-Unis ancrent un plancher à l'énergie tout en réduisant la prime de risque d'approvisionnement de l'Europe. Les métaux industriels restent sensibles aux manchettes sur la Chine et aux restrictions export, et l'écosystème data centers-thermique, dynamisé par l'opération d'Eaton à 9,5 milliards de dollars sur Boyd Thermal, soutient les complexes industriels liés à l'IA.

FX Bias

Le biais directionnel reste favorable au dollar dans un environnement où le portage, la dynamique macro relative et la prime de risque soutiennent la devise, avec une préférence pour l'USD contre les devises à bêta conjoncturel. L'euro conserve une trajectoire plus équilibrée qu'au cœur de 2023 grâce à une balance énergétique améliorée par le GNL et à un primaire solide, ce qui limite l'asymétrie à la baisse hors choc de croissance. La livre se maintient en haut de fourchette, le «higher-for-longer» domestique compensant la faiblesse réelle. À l'inverse, le NZD demeure vulnérable à la mollesse chinoise et au plafonnement de la RBNZ, tandis que la NOK et la SEK subissent la combinaison d'un cycle manufacturier exsangue en Europe, d'une sensibilité à la volatilité de l'énergie et d'un contexte commercial plus fragmenté.

Scénarios Binaires

Deux axes dominent la distribution des résultats à court terme. D'un côté, une stabilisation de l'inflation cœur et une Fed validant un narratif de baisse au second semestre provoqueraient une détente des rendements réels, un affaiblissement modéré du dollar et un rattrapage contrôlé des devises européennes, le tout adossé à un cycle IA qui continue d'attirer les flux de capitaux comme en témoignent les 9,7 milliards de Microsoft, le pipeline obligataire d'Alphabet et la réallocation vers les infrastructures thermiques et data. De l'autre, un durcissement des tensions commerciales — prolongement des tarifs et application efficace après le feu vert judiciaire — couplé à des données d'activité hésitantes enfermerait les banques centrales dans un régime prudent, soutiendrait l'USD via les taux réels et pèserait sur les devises cycliques, avec une sous-performance accrue du complexe scandinave et océanien. L'issue sur l'énergie agit comme modérateur: davantage de GNL américain et la consolidation du schiste amortissent les chocs d'offre, alors qu'un regain de tensions géopolitiques réactiverait la prime pétrolière, aidant la NOK à court terme sans corriger le handicap macro.

Conclusion

Le marché navigue entre une micro-technologique euphorisante et une macro réelle atone, sur fond de politique monétaire hésitante et de commerce mondial re-fragmenté. L'exceptionnalisme énergétique et technologique américain continue de parrainer le dollar et les actifs US, tandis que l'Europe reste en mode défensif mais non disloqué grâce à une amélioration des termes de l'échange et à un primaire vigoureux. Dans ce régime, le carry et la qualité priment, le bêta conjoncturel restant pénalisé par la faiblesse des PMI et les manchettes tarifaires.

Implication du desk (En recherche de position)

Nous recherchons des expressions directionnelles et relatives qui capturent le portage et la résilience américaine tout en limitant l'exposition aux chocs binaires. La préférence va à des expressions longues USD contre NZD et NOK, éventuellement via options pour encadrer le risque d'un pivot verbal de la Fed. Côté Europe, un biais modérément constructif sur EUR et GBP contre le panier scandinave et océanien s'envisage tant que les données manufacturières ne surprennent pas positivement et que le narratif tarifaire perdure. Des fenêtres tactiques d'achat de GBP sur repli et des ventes de SEK sur rebond sont à l'étude, avec un œil sur le flux primaire corporate en euros et sur les annonces IA/capex qui continuent de porter le risque US. Nous attendons des catalyseurs de timing sur les prochains ISM, la rhétorique Fed et l'évolution des dossiers commerciaux avant d'engager la taille.