

---

## Top US Drivers

Les moteurs américains restent dominés par la rotation défavorable aux mégacaps technologiques, avec un enchaînement de nouvelles centrées sur l'IA qui entretient une dispersion élevée entre leaders et suiveurs. La pression sur les indices vient d'un double choc d'évaluation et de microstructure: d'une part, l'augmentation du coût du capital, même marginale, pénalise les durations longues de cash-flow; d'autre part, l'intensification des programmes d'options directionnelles concentre la liquidité autour de niveaux techniques, exacerbant les oscillations intraday. Sur le primaire, l'annonce d'une levée obligataire de très grande taille par un émetteur de la tech de premier rang traduit une demande de capex/opex structurante pour l'IA mais renforce, à court terme, la prime d'illiquidité et la concession de nouvelle émission dans le crédit high-grade, avec un effet d'entraînement transitoire sur les Treasuries. Le ruban d'actualités corporates reste orienté IA et données (acquisitions envisagées dans les semi-conducteurs d'IA, investissements dans des centres de données hyperscale, financements de plateformes), ce qui soutient le thème de cycle d'investissement mais fragilise l'argument d'une détente rapide des spreads tant que la fenêtre d'émission reste ouverte. En arrière-plan, la fenêtre IPO demeure fragile à la faveur d'un risque de shutdown budgétaire et d'une sélectivité extrême des investisseurs primaires; le marché teste la profondeur de la demande hors mégacaps alors que la visibilité sur les bénéfices se resserre. Sur le plan géopolitique et commercial, la lecture d'un apaisement relatif dans le dialogue États-Unis/Chine ancre un ton de trêve, suffisant pour réduire la prime de risque de chaîne d'approvisionnement sans modifier, à ce stade, les trajectoires de tarifs ou de contrôle export; cela reste favorable aux cycliques à bêta Asie mais ne désarme pas le soutien tactique au dollar via le canal des flux.

## Central Banks

La Réserve fédérale a amorcé un assouplissement graduel, validant un premier ajustement des taux tout en cadrant un sentier de coupes prudent, dépendant des données, ce qui maintient des différentiels de taux réels encore attractifs en faveur du dollar. La Banque centrale européenne conserve le statu quo, en soulignant une activité qui se maintient suffisamment pour éviter de pré-communiquer des coupes agressives; la communication cherche à ancrer les anticipations d'inflation tout en laissant le marché tester la pente de la courbe. La Banque du Japon a surpris par son effet net dovish sur le FX, non pas par un geste abrupt mais par la réaffirmation d'un tempo graduel de normalisation, ce qui a provoqué une faiblesse du yen via le canal des écarts de taux réels et des positions de carry. À l'échelle globale, le message convergent est celui d'une prudence sur les découpes: l'inflation de services collante limite l'ampleur des cycles d'assouplissement, tandis que l'atonie manufacturière justifie l'inflexion du ton. Dans cet entre-deux, la polarisation des devises se joue sur la vitesse relative des banques centrales et la sensibilité des économies aux prix de l'énergie.

## Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Sur le FX, le dollar reste ferme contre les devises à faible portage et forte sensibilité au différentiel de taux réels, avec une accélération notable face au yen après la communication de la BoJ, tandis que l'euro se tient autour de ses niveaux récents après la décision de la BCE. Les devises cycliques affichent une

résilience modérée sur fond de détente commerciale États-Unis/Chine et de stabilité des matières premières, l'aussie se comportant en proxy de bêta Asie/commodités. Sur les taux, la partie courte des Treasuries intègre la première coupe tout en reconstituant une prime de risque de politique, la partie longue restant contrainte par le surcroît d'offre primaire de qualité et la demande structurelle des assureurs; la pente se ré-accentue légèrement avec un biais de bear-steepening lorsque le primaire s'active. En matières premières, l'or poursuit sa progression, soutenu par l'érosion des rendements réels et par une demande de couverture face aux incertitudes de trajectoire monétaire et géopolitique, tandis que le pétrole se stabilise, l'impact d'une trêve commerciale et d'un équilibre offre/demande prenant le pas sur des risques ponctuels d'interruption.

## FX Bias

Nous conservons un biais tactique constructif sur les cycliques disciplinées en politique monétaire et adossées à des termes de l'échange soutenus, avec une préférence pour AUD contre USD sur horizon tactique, à condition que la volatilité actions reste contenue et que la Chine confirme une stabilisation de la demande finale. Le dollar devrait rester soutenu en portage contre JPY tant que la BoJ n'accélère pas sa normalisation réelle, et neutre/moins fort contre EUR à court terme dans un couloir étroit dicté par la BCE en attente. Le risque principal à ce biais vient d'un resserrement des conditions financières via le crédit primaire US et d'un épisode de deleveraging sur les mégacaps; dans ce cas, le billet vert reprendrait un rôle de refuge généralisé. À l'inverse, un enchaînement de prints d'inflation de services en décélération et une détente du primaire investment grade réduiraient l'avantage de carry du dollar et favoriseraient un rattrapage des bêta-FX.

## Scénarios Binaires

Un premier nœud concerne la matérialisation de la trêve commerciale États-Unis/Chine. En cas de consolidation par des gestes concrets sur les restrictions export et un apaisement rhétorique durable, les devises liées à l'Asie et aux matières premières devraient surperformer, l'AUD en tête, avec une compression de la prime de risque sur la courbe australienne. À l'inverse, un retour à des tensions commerciales ou technologiques réactiverait une prime de fragmentation, soutiendrait le dollar et pénaliserait AUD et CNH via les canaux de flux et de confiance.

Un second nœud porte sur la cadence d'assouplissement de la Fed et la réaction de la courbe. Une série de coupes graduelles accompagnées de données d'inflation favorables ancrerait un dollar plus faible hors JPY et redonnerait de l'air aux actifs risqués, alors qu'un ralentissement des coupes, imposé par une inflation de services persistante, restaurerait les différentiels réels en faveur du USD et pèserait sur EUR et AUD. La sensibilité la plus asymétrique se situe sur USD/JPY, où toute surprise hawkish de la BoJ ferait basculer le cross en cassure baissière rapide.

Enfin, le test de liquidité actions lié aux mégacaps et au marché des options peut déclencher soit une normalisation de la volatilité si la gamma se reconstitue autour de nouveaux niveaux d'équilibre, soit un épisode de désancrage de volatilité qui propage une demande de dollar de couverture; dans ce dernier cas, le seuil de douleur des carry-trades en JPY serait franchi avant celui des cycliques G10.

---

## Conclusion

Le régime de marché reste transitionnel: la Fed a ouvert la porte à un assouplissement contrôlé, la BCE s'aligne sur une patience contrainte et la BoJ temporise, ce qui maintient des différentiels de taux réels qui expliquent l'hyper-sélectivité sur le FX. Les flux primaires de la tech américaine retiennent une prime de temps sur les courbes en dollars et pèsent sur l'appétit pour le risque à court terme, alors que la trêve commerciale États-Unis/Chine fournit un plancher pour les actifs cycliques et les matières premières. Dans cet équilibre, le dollar conserve un soutien de portage et de flux, mais la convexité positive se trouve sur les devises bêta si la volatilité actions se normalise et si l'inflation de services imprime en ligne ou en dessous. La gestion doit rester opportuniste, avec des tailles contenues et des stops disciplinés, en privilégiant les points d'entrée lors des sur-réactions aux flux de nouvelles.

## Implication du desk (SL AUD/USD Long)

Nous maintenons une position longue AUD/USD à taille réduite, cherchant un portage asymétrique sur la stabilisation Chine/commodités et la prudence convergente des banques centrales. Le stop-loss est positionné de manière stricte sous la zone de support tactique récente, à savoir sous 0,6450 en clôture journalière, afin de couper tout scénario de retour en régime risk-off dominé par le dollar et une hausse de volatilité actions. L'exposition sera reconduite uniquement tant que la volatilité implicite reste contenue et que l'or et le pétrole demeurent stables, conditions nécessaires à la tenue du bêta AUD.