

Analyse Globale du Marché – 28 October 2025

L'édition du jour synthétise l'analyse de 818 articles couvrant les économies avancées et émergentes. Le profil de croissance demeure hétérogène, avec un affaiblissement manufacturier persistant compensé par des services résilients, un écart États-Unis/Europe qui perdure et une reprise chinoise inégale. La trajectoire des prix reste désinflationniste mais heurte l'inertie des services et la volatilité énergétique, fixant un plancher d'inflation supérieur à l'ère prépandémique. Les banques centrales opèrent dans un régime restrictif pour longer, avec un assouplissement sélectif dans plusieurs émergents et une normalisation graduelle qui gagne en probabilité au Japon. Le paysage des risques globaux est dominé par les tensions géopolitiques, la fragmentation commerciale, les chocs potentiels sur l'énergie et des incertitudes budgétaires et électorales accrues. Nous détaillons ciaprès les implications pour les taux, le crédit et les devises.

1. Tendances macroéconomiques globales

Le cycle global s'est réancré autour d'un double mouvement de désinflation graduelle aux États-Unis et de réaccélération hétérogène en Asie. Le CPI américain de septembre, inférieur aux attentes en glissement mensuel et à 3% en glissement annuel, a déclenché un soulagement sur les taux et une détente des primes de risque. La courbe des Treasuries s'est appréciée, validant la narration d'un atterrissage désinflationniste sans rupture de la croissance, et les actifs risqués ont amplifié le rebond. Le dollar a réagi de manière nuancée, légèrement plus faible face au yen sur l'impulsion de taux réels en baisse, mais stable à ferme en agrégé au gré d'un différentiel de croissance toujours favorable aux États-Unis. L'or a oscillé entre respiration technique après une séquence haussière prolongée et rachats tactiques sur fond de risque géopolitique, ce qui traduit une demande de couverture encore présente mais moins unidirectionnelle.

En Asie, les signaux cycliques se consolident. La croissance du bénéfice industriel chinois remonte vers un plushaut de près de deux ans, suggérant une amélioration de la rentabilité manufacturière et un soutien diffus à la demande de matières premières et aux chaînes régionales. La Corée du Sud surprend positivement sur le PIB du troisième trimestre, avec une dépense intérieure qui résiste, prolongeant l'idée d'un cycle domestique moins contraint que redouté. Au Japon, l'indicateur avancé des prix des services se raffermi et l'inflation globale reste proche de 3% en septembre, tandis que le nouveau gouvernement prépare un paquet de soutien et souligne les bénéfices du yen faible pour l'activité. Ce policymix maintient un biais accommodant de facto, même si la montée progressive des pressions de services appelle une normalisation très graduelle. Dans l'ASEAN, la préférence conjoncturelle pour la croissance l'emporte, comme en témoigne la probabilité d'un nouvel assouplissement en Indonésie malgré les enjeux de change. Ce balisage monétaire, combiné à la reprise partielle de l'industrie chinoise et à la résilience coréenne, entretient un environnement porteur pour les devises cycliques de la région.

L'Inde projette une trajectoire de croissance robuste tout en diversifiant ses flux commerciaux face aux tensions tarifaires américaines, autre facette d'une reconfiguration des chaînes qui, pour l'instant, soutient la dynamique d'investissement. En Europe, le Royaume-Uni voit l'inflation rester inchangée, ce qui n'empêche pas la livre de s'éroder face à un dollar encore porté par le différentiel de croissance. La solidité relative de certains bilans bancaires domestiques contraste avec les signaux de ralentissement idiosyncratiques, du transport aérien

régional à l'énergie de la mer du Nord. En Suisse, la banque centrale affiche un confort relatif avec la trajectoire des prix, alors que la Turquie ralentit son cycle d'assouplissement tout en reconnaissant un risque inflationniste encore élevé. Ces trajectoires divergentes confirment une séquence de politiques monétaires de plus en plus asynchrones.

Le micro ne dément pas ce cadrage. Les géants de la santé révisent à la hausse leurs perspectives, ancrant l'idée d'une demande finale encore solide aux États-Unis, tandis que les annonces de rationalisation de coûts dans les médias et la technologie s'accélèrent, accélération attribuée en partie au pivot vers l'IA. La combinaison d'un capex public et de dépenses liées aux risques climatiques et sécuritaires continue de porter des poches de croissance américaine, même si l'impulsion de productivité reste à démontrer à l'échelle agrégée.

Sur le FX, la conséquence est un dollar moins univoque, sensible à la baisse des rendements réels, mais soutenu par un socle macro domestique toujours supérieur à la tendance européenne. Le yen bénéficie par à-coups du repli des taux américains mais reste encadré par un Japon qui privilégie encore la croissance. La livre pâtit d'une inflation collante sans surcroît de momentum. Dans ce contexte, la convexité se situe du côté des devises bétacycle et matières premières. La consolidation du cycle asiatique, la remontée des profits industriels chinois et le relâchement des conditions financières globales améliorent le portage et le bêta macro de l'Australie. Notre biais directionnel demeure ainsi constructif sur AUD/USD, en cohérence avec un environnement de risque plus porteur et une désinflation américaine qui réduit la prime du dollar, tout en gardant à l'esprit que la résilience de l'activité US peut entretenir des épisodes de fermeté du billet vert. Le positionnement reste calibré pour capter l'amélioration graduelle du cycle régional et la détente des taux réels américains, avec une vigilance accrue sur l'agenda géopolitique et les signaux de services au Japon susceptibles de moduler la volatilité en Asie.

2. Politique monétaire et banques centrales

Le complexe dollar-taux aborde la séquence des banques centrales dans un régime de prudence mesurée. Les flux de couverture se sont intensifiés avant la décision de la Fed, tandis que le billet vert s'est stabilisé et que le yen a profité d'un regain de fermeté sur fond de rappels politiques à Tokyo. Le message de fond est celui d'une inflexion graduelle du cycle global vers davantage d'assouplissement, mais avec des rythmes et des canaux hétérogènes qui reconfigurent les différentiels de taux et la prime de liquidité.

Aux États-Unis, la Réserve fédérale s'apprête à abaisser ses taux et à conserver une orientation d'assouplissement conditionnelle, à la faveur d'une désinflation qui a surpris à la baisse et d'un refroidissement progressif de l'activité. L'enjeu n'est plus tant la probabilité du premier geste que la fonction de réaction au-delà, dans un contexte où le marché a déjà verrouillé des paris de baisse et se focalise sur les signaux de trajectoire. La discussion autour d'un ralentissement, voire d'une fin prochaine, du resserrement quantitatif a gagné en substance à mesure que les tensions latentes sur les marchés monétaires réapparaissent. L'hypothèse d'un arrêt anticipé de la réduction du bilan, portée par des transactions significatives dans le complexe de taux, interfère avec la construction de la courbe via une détente de la prime de terme et un biais de pentification par l'avant. Ce couple baisse des Fed funds et pivot sur le bilan est potentiellement négatif pour le dollar, tout en rendant la microstructure de marché plus sensible à la communication de la Fed, ce que reflètent la hausse des coûts de couverture et l'allongement des chaînes de transmission financières.

En zone euro, la BCE reste dans une position d'attente prolongée, jugeant le niveau courant des taux adéquat au regard d'une inflation en décélération mais encore proche de l'objectif et d'une croissance terne. Les enquêtes d'anticipations d'inflation glissent à la marge à un an, sans fournir de motif urgent à un recalibrage. La granularité des débats porte davantage sur la persistance des pressions de services et la normalisation graduelle du bilan que sur un cycle de baisse imminent. Par construction, un cycle d'assouplissement américain plus avancé que celui de la BCE resserre le différentiel nominal au détriment du dollar et tend à alléger le portage du billet vert dans le G10.

Au Japon, la combinaison d'un noyau d'inflation au-dessus de la cible, de signaux d'ébullition ponctuelle sur les actifs domestiques et d'un cadrage politique plus assertif de la part des autorités alimente l'idée d'une normalisation supplémentaire de la BoJ à horizon rapproché. La seule perspective d'un relèvement graduel, conjuguée à la détente attendue des rendements américains, comprime l'écart de taux et soutient le yen par la voie des flux de couverture et de l'allègement du coût de portage des positions vendeuses.

En Asie émergente et en Chine, l'orientation est plus accommodante, avec des autorités prêtes à accroître le soutien macroéconomique, y compris via des achats d'actifs publics si nécessaire, et à stabiliser les conditions financières domestiques. Un ancrage plus ferme du renminbi ainsi que des impulsions budgétaires ciblées fluidifient la transmission vers le commerce régional et les termes de l'échange des économies liées aux matières premières. L'Indonésie illustre un séquençement prudent de la détente, en marquant une pause tout en signalant des baisses supplémentaires, ce qui valide l'hypothèse d'une asymétrie des cycles asiatiques favorable à la croissance.

L'Australie se tient à un point de bascule où la désinflation s'étire tandis que le marché du travail perd en tension. La Banque de Réserve d'Australie a reconnu le dilemme entre protection de l'emploi et préservation de la crédibilité anti-inflation, et laisse ouverte l'option d'un soutien ciblé si la dynamique de l'emploi l'exige. Dans l'intervalle, le différentiel de rythme par rapport à la Fed et la perspective d'une Chine plus active dessinent un environnement bilatéralement favorable à l'AUD contre USD. La robustesse relative des termes de l'échange australiens, l'allègement du portage dollar sous un cycle américain en assouplissement et la réduction attendue de la prime de liquidité en dollars composent un biais directionnel constructif sur la paire, en cohérence avec notre positionnement long AUD/USD.

Le faisceau de risques immédiats reste non négligeable. Une Fed plus insistante sur les risques de persistance inflationniste, un calendrier plus lointain de la BoJ ou une communication européenne trop défensive pourraient retarder l'affaiblissement du dollar. La mécanique d'un éventuel arrêt du QT pourrait en outre produire des effets de second tour sur les réserves bancaires et les spreads de financement, avec des conséquences ambivalentes pour le billet vert à très court terme. À horizon tactique raisonnable toutefois, la conjonction d'un assouplissement américain, d'une normalisation japonaise graduelle et d'un attentisme européen suggère un glissement progressif du dollar, laissant place à une appréciation des devises cycliques de qualité, au premier rang desquelles l'AUD lorsque l'environnement chinois se stabilise.

3. Devises et marchés des changes

Le complexe de risque s'est raffermi sur l'axe des discussions commerciales, avec une série d'indices de détente entre Washington et Pékin qui soutient les actifs cycliques et pèse sur le dollar. Les actions européennes inscrivent des sommets historiques, tandis que le flux d'actualités procroissance, de la capitalisation d'Apple franchissant 4 000 milliards de dollars à la perspective d'un compromis commercial, alimente un appétit au risque plus large. Dans ce contexte, le billet vert s'érode en ligne avec une compression persistante des primes de risque de crédit, alors que les flux se réallouent vers la technologie et les marchés développés hors États-Unis. La lecture historique des précédents "dégrippages" USChine incite toutefois à la prudence: les marchés tendent à prépositionner un scénario de trêve, puis à en tester la substance, ce qui rend la trajectoire du dollar davantage dépendante de la matérialité des engagements.

En Asie, la granularité des signaux de politique économique chinoise est non négligeable. Pékin promet d'élever "significativement" le taux de consommation des ménages, de stabiliser les marchés financiers et d'approfondir la réforme du yuan. Ces éléments, ajoutés à des indices d'un réengagement diplomatique régional - y compris des échanges bilatéraux sur les chaînes d'approvisionnement en matières critiques et le nucléaire - atténuent le risque de queue lié à la demande asiatique. Les actifs émergents locaux réagissent positivement en agrégat, même si l'hétérogénéité persiste, comme l'illustre la faiblesse record du peso philippin sur un mix de différentiels de taux et de sorties de capitaux. Dans le monde développé, la dynamique du yen reste indexée au différentiel de rendements et au rythme de normalisation domestique; le cadrage stratégique d'un yen plus fort à horizon long ne neutralise pas l'élasticité de court terme aux mouvements de taux américains. Côté franc suisse, la course à la qualité a rapproché le change d'un seuil où une réaction de la BNS ne serait pas surprenante, limitant l'upside du CHF en cas de choc exogène modéré.

En Europe, la progression des indices et l'initiative de mutualisation de la demande gazière hors Russie s'inscrivent dans un schéma d'atténuation des chocs énergétiques pour l'hiver, ce qui ancre la désinflation et conforte un euro porté par le betarisque plutôt que par la croissance. Au Royaume-Uni, la première baisse des prix en magasin depuis mars signale un reflux de l'inflation "shelflevel" et nourrit l'idée d'une BoE moins contrainte à durcir davantage. La livre s'en trouve soutenue tactiquement face au dollar, sans que l'argument de portage se renforce structurellement. Aux États-Unis, l'activité de M&A; en reprise et les opérations bancaires domestiques indiquent une tolérance au risque intacte et des conditions financières encore accommodantes, validant la détente du dollar dans une phase où les publications des mégacaps dictent l'humeur. Le risque de second tour identifié réside moins dans une "bulle IA" que dans l'étroitesse des spreads de crédit, dont un réélargissement brutal serait le principal vecteur d'un bid défensif sur l'USD.

Les matières premières fournissent un amortisseur additionnel. La stratégie de l'OPEP, prise entre les intérêts américains et russes, milite pour une volatilité contenue du brut à court terme. L'Europe accroît ses importations de distillats en amont de nouvelles contraintes sur le pétrole russe, pendant que plusieurs raffineurs indiens suspendent des commandes en attendant plus de clarté, autant d'ajustements qui limitent les chocs de prix immédiats et soutiennent le narratif désinflationniste des banques centrales. Cet environnement de pétrole stable à légèrement ferme, combiné à des signaux chinois plus constructifs, favorise les devises de matières premières. L'AUD, avec son levier terme de l'échange et sa sensibilité au cycle asiatique, concentre ce beta prorisque. La perspective d'un rééquilibrage de la demande chinoise vers la consommation, la stabilisation souhaitée du marché financier local et l'apaisement commercial attendu créent une fenêtre où le différentiel de croissance au profit de l'AsiePacifique, même modeste, suffit à capter des flux. Dans ce cadre, un biais constructif sur AUD/USD reste

cohérent avec la toile de fond macro et le positionnement du marché; notre position longue sur la paire s'inscrit dans cette logique, avec un portage neutre à légèrement positif et une convexité aux nouvelles en provenance de Pékin et des pourparlers bilatéraux.

Sur les émergents hors Asie, l'Inde illustre la tension entre sorties de capitaux et accélération des réformes. Les retraits de nonrésidents accentuent la vulnérabilité de la roupie et durcissent les conditions financières locales, mais la réponse politique vise à restaurer l'attractivité du marché, ce qui réduit le risque d'une spirale désordonnée à court terme. En Amérique latine, l'amélioration des perspectives politiques en Argentine a généré un rebond des actifs, sans suffire à inverser la sélectivité des flux vers la région dans un environnement où le dollar se détend mais reste sensible aux aléas géopolitiques.

En synthèse, le régime actuel reste celui d'un adoucissement du dollar par amélioration graduelle du sentiment global, porté par la technologie, une détente commerciale anticipée et des prix de l'énergie contenus. Les devises procycliques captent l'alpha, l'euro en bénéficie par canal de risque plus que par fondamentaux, la livre se stabilise sur la désinflation retail, tandis que le franc voit son upside borné par la tolérance limitée de la BNS. Le yen conserve une optionalité haussière si les rendements US reculent de concert avec la progression du risque. La principale menace pour ce schéma demeure une désillusion rapide sur la substance d'un accord États-Unis/Chine ou un élargissement intempestif des spreads de crédit. À défaut de ces catalyseurs adverses, la dérive baissière du dollar devrait perdurer, ce qui plaide pour maintenir une exposition aux devises de matières premières, en premier lieu l'AUD, en cohérence avec notre positionnement long sur AUD/USD.

4. Marchés boursiers internationaux

L'onde porteuse des actions mondiales demeure intacte, portée par un mix de détente du dollar, d'optimisme commercial entre Washington et Pékin et d'une narration technologique qui continue de comprimer les primes de risque. Le flux est toutefois moins linéaire en amont d'une séquence dense de publications de résultats et de décisions de politique monétaire. La correction de l'or, sur fond de rendements réels toujours élevés, a signalé un repositionnement tactique vers le risque coté, mais l'attentisme prévaut à court terme alors que la valorisation des mégacaps exige une validation micro solide.

Aux États-Unis, la traction du thème IA reste le principal différenciateur d'indices. Les initiatives produits dans les semi-conducteurs et l'infrastructure de données, la spectaculaire capitalisation des plateformes dominantes, ainsi que l'intégration accélérée de l'IA générative dans les services de paiement alimentent un scénario dans lequel la croissance bénéficiaire demeure concentrée et tire les multiples. La dynamique est favorable aux indices larges, mais le régime de marché reste sensible à toute surprise sur les marges et les capex des "enablers" de l'IA. La légère décrue du dollar sur fond d'apaisement commercial US-Chine atténue la contrainte de valorisation sur les recettes internationales et facilite le bêta des cycliques, sans lever la contrainte principale, à savoir un coût du capital encore élevé tant que les banques centrales n'auront pas matérialisé un assouplissement plus franc.

En Europe, la construction haussière est plus heurtée. L'agrégat reste pénalisé par l'énergie, tandis que la résilience de certains bancaires n'efface pas l'atonie macro. L'amélioration marginale des enquêtes de climat des affaires en Allemagne signale un plancher cyclique, mais la faiblesse de la demande finale et les débats budgétaires

au Royaume-Uni laissent l'équité européenne ancrée dans une fourchette, dépendante du cycle externe et du dollar. L'exposition sectorielle aux matières premières demeure un facteur de dispersion, dans un contexte où les flux se concentrent sur la technologie américaine.

L'Asie affiche un profil plus asymétrique mais potentiellement porteur pour le bêta mondial. Les indices chinois ont réagi positivement à la détente des tensions commerciales et à l'accélération des profits industriels, même si la faiblesse persistante de la demande domestique en limite la soutenabilité. La rupture technique d'indices de Shanghai au-dessus de fourchettes pluriannuelles améliore le sentiment, avec des retombées sur les proxies régionaux et les devises sensibles aux matières premières. Ce contexte, combiné à un dollar moins ferme, ancre un biais plus constructif sur les actifs liés au cycle asiatique. La position longue AUD/USD du Desk s'inscrit dans cette logique, tirant parti d'un environnement de risque plus favorable, de l'optimisme commercial et d'une perspective de convergence monétaire progressive qui réduit le portage relatif du dollar.

Dans les émergents, l'Inde consolide après un parcours étiré, les financières et l'IT concentrant des prises de profit malgré des arguments de valorisation qui continuent d'attirer du capital local. Les chocs idiosyncratiques, qu'il s'agisse d'un ajustement de pondérations d'indices en Indonésie ou d'incidents techniques de marché, rappellent la sensibilité de la classe d'actifs aux flux, à l'heure où la liquidité globale reste guidée par Wall Street. La trajectoire de la Chine demeure l'alpha critique pour l'Asie hors Japon, avec un effet multiplicateur sur les matières premières et, par ricochet, sur les poches cycliques des actions mondiales.

Le paramètre monétaire évolue dans un sens moins restrictif à la marge. La Banque du Canada est positionnée pour abaisser son taux directeur vers 2,25 % sous l'effet du ralentissement domestique, renforçant l'idée d'un assouplissement séquentiel des banques centrales du G10. Si ce signal soutient la duration et l'appétit pour le risque, la réaction des métaux précieux suggère que l'ancrage des anticipations d'inflation et la prime réelle demeurent non négligeables. La conséquence pour les actions est un environnement où la duration actions bénéficie d'un cap du coût du capital, mais où la sélectivité par la génération de cash-flows reste prépondérante.

Les catalyseurs tactiques à très court terme restent binaires. Les publications des grandes capitalisations technologiques conditionneront la poursuite du leadership de croissance, tandis que les décisions des banques centrales et les signaux macro de Chine calibreront l'extension du bêta cyclique. Les avancées sur le front commercial américano-chinois et l'essaimage d'initiatives IA dans l'économie réelle élargissent l'angle offensif, y compris via des classes d'actifs périphériques révélant un appétit au risque plus prononcé. À l'inverse, les frictions géopolitiques de basse intensité et les aléas domestiques américains n'altèrent pas, à ce stade, la trajectoire de fond.

En synthèse, la toile de fond justifie un biais modérément pro-risque sur les actions internationales, porté par la combinaison d'un dollar moins exigeant, d'une détente graduelle des conditions financières et d'un cycle IA qui continue de délivrer. La validation micro reste la condition nécessaire à la poursuite des records, mais l'amélioration du sentiment en Asie et la normalisation progressive de la politique monétaire renforcent l'argument en faveur des cycliques et des proxies de Chine. Dans ce cadre, le positionnement long AUD/USD conserve sa cohérence, comme expression complémentaire d'un scénario de reflation douce et de respiration du dollar au bénéfice des actifs risqués globaux.

5. Matières premières (énergie, métaux, etc.)

Le complexe matières premières reste pris entre un ajustement baissier de l'énergie et une dynamique de métaux précieux encore surélevée malgré une purge de volatilité. Du côté de l'or, l'amélioration du dialogue commercial entre Washington et Pékin a comprimé la prime de risque et déclenché un reflux sous 4 000 dollars l'once, alimenté par du dégagement de positions après une phase de FOMO qui a laissé place aux appels de marge. Ce recul ne remet toutefois pas en cause le socle fondamental du marché: la perspective d'achats officiels plus diffus, illustrée par le regain d'intérêt de certaines banques centrales asiatiques, une offre minière contrainte et un consensus prévisionnel désormais ancré au-delà de 4 000 dollars l'once à l'horizon 2026, avec des scénarios extrêmes évoquant des pointes proches de 5 000. La microstructure suit, entre renforcement des capacités de négoce et recomposition de la garde des stocks, et laisse attendre une phase de consolidation heurtée plutôt qu'un retournement de cycle tant que le narratif de diversification des réserves et de rareté relative persiste.

L'énergie évolue dans un régime opposé. L'intention de l'OPEP d'augmenter sa production, l'existence d'une capacité excédentaire matérialisée et la nature des sanctions américaines contre le brut russe limitent l'amplitude haussière de Brent et WTI. Les mesures restrictives fragmentent les flux, compriment les recettes russes et perturbent ponctuellement l'accès de certains raffineurs asiatiques, mais l'Agence internationale de l'énergie souligne que le coussin d'offre global amortit l'effet prix. Les réallocations se multiplient: raffineurs indiens testant des approvisionnements alternatifs via appels d'offres, acteurs chinois modulant leur prise de grades russes selon les contraintes de paiement et d'assurance, tandis que des producteurs russes réévaluent leurs actifs hors du pays. Le résultat net reste une courbe d'équilibre où l'abondance relative de barils et l'ajustement des différentiels de qualité neutralisent la portée inflationniste des sanctions, sauf choc d'offre exogène. La narration de marché oscille donc entre "glut" latent et risque géopolitique, avec une structure de terme assouplie et un biais de volatilité plus directionnel sur les spreads produits que sur le flat price.

Ce double régime a des implications macro cohérentes avec un atterrissage en douceur du cycle. Un pétrole contenu soulage les composantes énergie des indices de prix et réduit la probabilité de nouveaux durcissements monétaires, tandis que la décrue du bêta géopolitique rogne le coussin refuge de l'or mais sans entamer sa demande structurelle. Pour l'AsiePacifique, la détente sur l'énergie se traduit par un transfert de revenu vers les consommateurs et par un environnement de financement moins contraint pour l'industrie, alors que la résilience des métaux précieux continue d'alimenter les balances extérieures des producteurs.

Dans ce contexte, la grille de lecture devises reste sensiblement procyclique en marge des décisions de banques centrales. La combinaison d'un baril plafonné, favorable à la croissance réelle mondiale, et d'un prix de l'or encore élevé en tendance soutient les termes de l'échange de l'Australie, au moment où le risque extrême lié au commerce sinoaméricain s'atténue. Ce cocktail milite pour un portage de qualité sur les devises à bêta Asie et conforte notre biais constructif sur AUD/USD, la devise profitant d'un mix où l'amélioration du sentiment vis-à-vis de la Chine, la stabilisation de l'énergie et la cherté relative des métaux précieux prolongent un soutien aux flux réels. Le risque principal à ce cadre tient moins à une rechute de la croissance qu'à un choc d'offre énergétique resserrant brutalement la courbe pétrolière, ou à une capitulation technique plus profonde de l'or qui entamerait l'histoire des revenus miniers. À ce stade, la logique d'un pétrole encadré par l'OPEP et la capacité disponible, et d'un or en consolidation haute avec bid structurel officiel, l'emporte dans notre scénario de base.

6. Entreprises & résultats financiers

Wall Street inscrit de nouveaux sommets sur la combinaison d'une saison de résultats mieux orientée et d'un regain d'optimisme commercial entre Washington et Pékin, selon Reuters. Le leadership revient aux valeurs technologiques, où la dynamique de revenus reste portée par les services et l'IA, tandis que la composante industrielle tire parti d'une discipline accrue sur les coûts. L'environnement de marché s'en trouve réancré dans un régime de risque positif, avec un resserrement des primes de risque et une volatilité contenue.

Le message micro est cohérent d'un secteur à l'autre. Dans la technologie et les paiements, le flux de nouvelles alimente un rérating sélectif: PayPal relève ses perspectives après l'annonce d'un accord avec OpenAI, d'après Bloomberg, et Apple franchit le seuil des 100 milliards de dollars de chiffre d'affaires dans les services malgré des risques juridiques persistants, souligne le Financial Times. Côté semiconducteurs, NXP anticipe un chiffre d'affaires trimestriel en amélioration sur fond de reprise de la demande, selon Reuters, signal avancé d'un redémarrage progressif du cycle. Dans la logistique, UPS surprend positivement après une réduction ample des coûts, ce qui propulse la marge au-delà des attentes, rapporte Bloomberg. La lame de fond des restructurations n'épargne pas les mégacaps: Amazon vise jusqu'à 30 000 suppressions de postes dans ses fonctions corporate d'après Reuters, tandis que la BBC fait état de 14 000 déjà confirmées. Le dénominateur commun reste une priorité donnée à la productivité, aux arbitrages de capital et à la défense des marges, plus qu'à l'expansion du périmètre. Le secteur bancaire illustre ce même équilibre: HSBC améliore sa guidance de revenus mais voit son bénéfice pénalisé par des charges liées au dossier Madoff, selon Reuters, quand Bank of China affiche une progression de 5 % de son résultat avec stabilisation de la marge d'intérêt nette, d'après Bloomberg, signe d'un atterrissage contrôlé plutôt que d'une accélération du crédit.

La conséquence macroéconomique de cette séquence est double. D'une part, la désinflation salariale reste compatible avec une prolongation du cycle de bénéfices, la baisse des intentions d'embauche dans la corporate tech et la logistique contribuant à détendre le marché du travail sans choc de demande. D'autre part, la qualité des surprises tient davantage à l'efficacité et au mix produits qu'à un effet volume généralisé, ce qui limite l'extension des multiples tout en soutenant le cashflow et les programmes de retour aux actionnaires. Les risques juridiques et réglementaires, mis en exergue par Apple et certaines banques, rappellent que la prime de risque ne peut pas s'éroder indéfiniment.

La Chine demeure un pivot. Bloomberg note que la reprise des profits des entreprises locales convainc peu des investisseurs encore focalisés sur la trajectoire commerciale, même si Pékin appelle Washington à préserver les acquis avant une rencontre XiTrump. La stabilisation des marges bancaires et la tonalité constructive des échanges réduisent néanmoins la queue de distribution défavorable pour les actifs liés à l'Asie. Ce filet de sécurité, conjugué aux signaux de reprise du cycle semiconducteurs, constitue un vent arrière pour les bêtas cycliques régionaux.

Dans ce contexte, l'Australie illustre le balancier entre vents contraires idiosyncratiques et soutiens globaux. CSL retarde une scission et abaisse ses perspectives en raison du repli des vaccinations aux États-Unis, selon Reuters, rappelant la spécificité des pressions sectorielles dans la santé. Mais le levier macro pour l'économie australienne

reste lié au cycle asiatique, aux matières premières et à l'investissement technologique mondial. L'amélioration de l'appétit pour le risque, la détente relative des tensions commerciales et les premiers signes de redressement du cycle des semiconducteurs sont traditionnellement favorables aux devises à bêta élevé. Dans ce cadre, le biais directionnel du Desk en faveur d'une appréciation de l'AUD contre USD s'inscrit dans une logique de portage de la reprise cyclique, la robustesse des résultats américains comprimant la prime de refuge du dollar plus qu'elle ne renforce ses fondamentaux de croissance différentielle.

La périphérie émergente renforce ce régime. Le rally consécutif aux résultats électoraux en Argentine, mentionné par le Financial Times, traduit un appétit pour le risque lorsque la visibilité politique s'améliore. Il convient toutefois de noter que la généralisation des plans d'efficacité chez les grandes capitalisations, d'Amazon à UPS, signale un environnement où la demande demeure hétérogène et où la soutenabilité des marges repose sur l'exécution. À très court terme, la trajectoire des guidances, les annonces autour du dossier commercial sinoaméricain et les données d'emploi américaines encadreront l'extension du mouvement. À ce stade, la saison de résultats valide l'idée d'un cycle de profits prolongé par la productivité et les services, dans un cadre de risque mieux ancré, ce qui milite pour une poursuite de la rotation vers les actifs cycliques et, sur le FX, pour la consolidation d'un ton dollar plus neutre à baissier au bénéfice de devises comme l'AUD.

7. Risques géopolitiques et diplomatie économique

Le signal géopolitique dominant de la semaine est un début de désescalade économique entre Washington et Pékin. Les titres convergent vers un compromis transactionnel: apaisement tarifaire, temporisation des restrictions sur les terres rares et gestes agricoles symboliques autour du soja. Pékin, de son côté, accélère l'ouverture procédurale aux investisseurs de long terme et verrouille son arc régional via une mise à niveau de l'accord de libre-échange avec l'ASEAN. Le message est clair: contenir le risque d'accident macro en 2025 en échangeant du temps contre de la visibilité, sans renoncer aux priorités stratégiques. Le prix des actifs a immédiatement intégré cette détente, via un bêta actions revalorisé, une compression du prime de risque industriel et une rotation vers les devises cycliques sensibles à l'Asie.

Cette détente reste toutefois encadrée par des lignes rouges qui ne disparaissent pas. Le registre sécuritaire demeure chargé, de la rhétorique sur Taïwan aux épisodes récurrents de tension au Moyen-Orient. En Europe, le durcissement du régime de sanctions, l'instrumentalisation d'avoirs russes et les demandes d'exemptions ciblées illustrent la fragmentation réglementaire et l'extraterritorialité concurrente des normes. L'Inde, en signant avec un groupe russe sanctionné pour un programme aéronautique civil, poursuit sa stratégie d'alignement multiple, ajoutant une couche de complexité aux chaînes de valeur et au risque de conformité pour les flux financiers. Les mises en garde de la BRI et d'établissements systémiques sur les poches d'opacité du crédit privé indiquent par ailleurs que la vulnérabilité financière occidentale n'a pas disparu; elle pourrait resurgir si le coût du capital restait élevé plus longtemps que prévu.

Pour l'Asie réelle, l'addition de facteurs est néanmoins favorable à court terme. Un *modus vivendi* sur les export-controls, même partiel, desserre l'étau sur l'électronique et la fabrication de précision, tandis que l'assouplissement des contraintes de capitaux et la recherche de stabilité avant le pic de demande énergétique hivernale en Chine limitent le risque de sous-activité industrielle. Le réancrage des flux commerciaux régionaux,

via l'ASEAN et des ajustements tactiques de Pékin sur ses achats agricoles, soutient les indices de fret et le sentiment cyclique. La réouverture progressive des canaux diplomatiques avec des interlocuteurs occidentaux de premier plan confirme que le canal bilatéral États-Unis-Chine cherche une zone de gestion des conflits plutôt qu'une escalade frontale. Le risque de queue ne disparaît pas, mais sa prime se comprime.

Dans cet environnement, le positionnement macro en devises reflète une dualité. Le dollar conserve un plancher de prudence via les risques résiduels européens, la géopolitique énergétique et la possibilité de chocs endogènes liés au crédit non bancaire. Mais la détente commerciale sino-américaine, la consolidation d'une architecture asiatique plus résiliente et la perspective d'un cycle manufacturier moins contraint favorisent une réallocation vers les actifs pro-cycliques. L'Australie bénéficie mécaniquement d'un meilleur trait de termes de l'échange via les métaux et d'une moindre probabilité de frictions bilatérales avec Pékin, tandis que la bêta-sensibilité de l'AUD au cycle chinois et à l'appétit pour le risque reprend le dessus malgré l'érosion du premium de rareté liée aux terres rares. Dans ce cadre, le biais directionnel du Desk reste constructif sur les antipodéennes et cohérent avec une position longue AUD/USD, avec une attention portée aux risques d'événements sur le front sécuritaire asiatique et aux signaux de stress dans le crédit privé qui pourraient retarder la normalisation complète des primes de risque.

La grille de lecture reste celle d'une trêve économique partielle qui achète de la visibilité mais ne ferme aucun dossier stratégique. Tant que ce compromis tient, la diplomatie commerciale soutient la jambe cyclique du complexe Asie-Pacifique et la trajectoire de l'AUD face au dollar. La gestion du risque impose toutefois de traiter cette embellie comme un régime de volatilité plus basse mais réversible, où l'équilibre entre détente commerciale et rigidité géopolitique fixera l'amplitude du mouvement plutôt que sa direction immédiate.

8. Nouveaux développements technologiques

Le cycle technologique reste l'axe dominant du macro-risque, avec une accélération simultanée de la concentration industrielle, de l'intervention étatique et de la diffusion rapide des usages d'IA. La consolidation dans les semi-conducteurs radiofréquence autour de Skyworks et Qorvo, la montée en puissance de Qualcomm sur le calcul IA en périphérie, et l'accord réévaluant OpenAI à des niveaux de valorisation sans précédent signalent un pari collectif sur la pérennité d'une demande d'infrastructure numérique à forte intensité capitalistique. Dans le même temps, la prise de contrôle de Nexperia par les autorités néerlandaises et le durcissement diffuse des cadres de marchés, de l'Italie au Canada, confirment la primauté des objectifs de sécurité économique dans l'allocation du capital technologique. L'écosystème s'oriente vers un oligopole de plateformes, un amont matériel sous contraintes de goulots d'étranglement, et une régulation plus intrusive des actifs stratégiques.

La conséquence macro la plus tangible se lit dans les flux d'investissement et l'énergie. La demande en centres de données et en calcul intensif réalloue du capital, de la capacité électrique et des intrants vers l'IA, au détriment potentiel d'autres segments manufacturiers. Les signaux concordent: Oracle décrit une demande dépassant l'offre, Foxconn engage des montants significatifs dans des grappes de calcul, et des projets d'infrastructures IA se multiplient jusqu'au Golfe via des partenariats technologiques avec des acteurs américains. Ce basculement accroît la tension sur les réseaux et nourrit un cycle d'équipement réseau-électrique et matériaux. Du point de vue matières, la trajectoire du cuivre demeure centrale: la perspective d'un déficit persistant, alimenté par les perturbations minières et l'électrification, ancre un biais haussier vers 2026. Les annonces cargo long-courrier

pour 2026 et l'augmentation de la capacité logistique ajoutent un amortisseur à la volatilité des chaînes, mais la fréquence d'événements climatiques extrêmes rappelle un aléa d'exécution non négligeable.

Sur la couche logicielle, l'intégration généralisée d'assistants IA chez des éditeurs établis et l'élargissement de l'accès via des offres gratuites sur des marchés émergents accélèrent la courbe d'adoption. Le glissement vers des interfaces conversationnelles intégrées et l'usage en industrie, en santé et en design pharmaceutique, y compris via des initiatives mêlant IA et quantique, renforcent la conviction d'un multiplicateur de productivité. Toutefois, la dynamique d'investissement reste asymétrique: l'hypercroissance de quelques segments masque un affaiblissement plus diffus de l'investissement hors-IA, et les premières révisions prospectives laissent envisager un étalement d'une partie des dépenses au-delà de 2026. L'équilibre entre promesse de productivité et contrainte de rentabilité capitaliste dépendra d'une disponibilité énergétique et d'une normalisation des coûts du silicium plus rapides que prévu. L'entrée de nouveaux acteurs visant à défier les positions dominantes en lithographie ou en fonderie reste, à horizon prévisible, limitée par les barrières technologiques et de capital.

Les paiements évoluent en parallèle vers une infrastructure numérique hybride. L'intégration de rails crypto dans les offres de banques globales pour la clientèle institutionnelle est moins une discontinuité qu'une réduction graduelle des frictions de règlement et de la latence cross-border. À court terme, cela tend à renforcer l'hégémonie du dollar via la dollarisation des stablecoins et des corridors de paiement, mais le bénéfice macro se matérialise surtout par la baisse du coût du capital transactionnel pour le commerce et les matières. La normalisation de ces outils dans les flux commerciaux reste un risque de second ordre pour les devises G10, mais peut accélérer des cycles de trésorerie pour les exportateurs de commodities.

Le cadre politico-réglementaire continue de se durcir. La posture canadienne sur l'accès au marché en cas d'échec de négociations commerciales, les changements de droit des marchés en Italie, les exigences de sécurité nationale en Europe, et les initiatives de partenariat technologique sécurisées entre alliés réorientent la géographie de la chaîne de valeur. Cette fragmentation "friends-shoring" favorise des juridictions perçues comme sûres pour l'extraction et la transformation des intrants critiques. Elle agit comme catalyseur de réévaluation des actifs de ressources dans les économies avancées exportatrices et soutient leurs termes de l'échange, surtout dans un contexte où la composante immobilière américaine montre des signes de perte de vitesse relative et où l'exceptionnalisme de croissance reste concentré sur la technologie.

Dans ce contexte, la traduction FX se fait par la sensibilité aux matières, au beta risque et à la prime de politique industrielle. Le dollar conserve un support structurel via sa centralité financière, mais la pente cyclique dépendra de la capacité des États-Unis à accommoder le choc énergétique des data centers sans évincer d'autres poches d'investissement. À l'inverse, les devises à levier matières et juridictions "friend-shore" captent un multiplicateur sur le thème IA par la voie des intrants physiques. L'AUD se situe à cette intersection: exposition directe aux métaux de base via les grands groupes miniers, statut de fournisseur fiable dans les chaînes occidentales, et corrélation au cycle global des capex technologiques et des infrastructures énergétiques. La perspective d'un marché du cuivre en déficit, le pipeline d'investissement IA et la déréglementation progressive des rails de paiement avantageant les flux commerciaux constituent, ensemble, un support à moyen terme. Ce biais est cohérent avec notre positionnement long AUD/USD, avec un portage de conviction modulé par trois risques de scénario: une normalisation plus rapide que prévu des budgets IA d'entreprise, des contraintes énergétiques retardant les déploiements d'infrastructures, et une résurgence protectionniste perturbant les flux de biens

intermédiaires.

Au total, la technologie n'agit pas seulement comme thème equity, mais comme moteur de réallocation macro qui renchérit le capital matériel et redessine les termes de l'échange. Tant que l'IA demeure une fonction de demande d'énergie, de cuivre et de connectivité, la prime va aux économies qui fournissent ces intrants sous un cadre institutionnel jugé sûr. Dans cette phase du cycle, le canal matières et l'angle "friend-shoring" maintiennent un biais constructif sur les devises de ressources de qualité, avec l'AUD en première ligne, sous réserve d'une gestion fine des points d'entrée face à une volatilité de flux dictée par l'actualité des capex et des contraintes de réseau.

9. Environnement réglementaire et mesures commerciales

Le rebond du risque observé en ouverture de semaine s'ancre dans une séquence où l'environnement réglementaire et les mesures commerciales redeviennent des catalyseurs dominants de prix d'actifs. Les annonces et rumeurs de compromis commerciaux ont déclenché une détente du facteur politique perçu, entraînant une baisse des Treasuries sur l'ensemble de la courbe et une amélioration mécanique de l'appétit pour le bêta cyclique. Cette embellie reste toutefois construite sur des fondations institutionnelles fragiles. L'OMC, toujours entravée par l'exigence du consensus et un mécanisme d'appel paralysé, s'efforce de regagner de la pertinence. L'appel de sa direction à réformer la règle du consensus signale une prise de conscience que l'architecture multilatérale actuelle ne suffit plus à gérer l'accumulation de mesures unilatérales et de différends sectoriels. Dans ce cadre, l'arbitrage favorable à l'UE dans le litige des frites surgelées avec la Colombie illustre que la voie contentieuse peut encore produire des résultats, mais la portée dissuasive demeure limitée tant que l'organe d'appel n'est pas rétabli.

La stratégie commerciale américaine reste le principal vecteur d'incertitude exogène. Les critiques formulées par d'anciens présidents de la Fed à l'encontre des tarifs à la Cour suprême mettent en exergue le risque juridique entourant l'usage extensif des clauses de sécurité nationale. Si un encadrement judiciaire venait à réduire la latitude de l'exécutif, la volatilité de l'agenda tarifaire diminuerait, ce qui comprimerait le risque politique incorporé dans les primes d'actifs sensibles au commerce. À l'inverse, l'ambition d'aligner des accords favorisant les États-Unis par rapport à l'Asie du Sud-Est, la suspension déclarée des discussions avec le Canada et la résilience d'un discours pro-tarif renforcent l'idée d'un protectionnisme persistant. L'Asie demeure en première ligne. Le Fonds monétaire souligne qu'un retournement de la faiblesse du dollar amplifierait l'effet des barrières sur la région, via une détérioration des termes de l'échange et un durcissement financier. L'Inde en fournit un signal d'alerte, avec un infléchissement de son impulsion économique sous l'effet des tarifs américains, même si le dynamisme des exportations e-commerce montre la capacité des acteurs à s'adapter en contournant partiellement les frictions.

Sur le plan micro-institutionnel, la montée des contentieux et l'activation de recours - du "tariff refund trade" aux litiges emblématiques dans l'univers bancaire - ajoutent une couche de volatilité discrétionnaire aux flux de trésorerie des entreprises et aux statistiques commerciales. Les demandes de remboursement de droits, lorsqu'elles aboutissent, peuvent comprimer l'inflation importée à la marge et soulager temporairement les marges industrielles, mais leur caractère rétroactif et inégal limite la visibilité macro. La baisse récente de la volatilité implicite sur actions et devises traduit une normalisation tactique, plus qu'une disparition du risque

événementiel. Les options traders s'ajustent à une structure de marché encore fragile, où la baisse de la prime de risque se heurte à la densité du calendrier politique et juridictionnel.

Le débat budgétaire dans les économies avancées ajoute un second vecteur de prime de terme. La perspective d'un fardeau de dette publique plus lourd, synonyme d'augmentations d'impôts et de pressions de prix plus durables, est susceptible de maintenir une composante de terme élevée dans les taux réels américains. Ce régime produit une tension directionnelle classique pour le change: des rendements américains plus fermes offrent un plancher au dollar, alors même que l'amélioration du sentiment lié au commerce soutient les devises cycliques. La résolution de ce tiraillement se fait au rythme des signaux de désescalade commerciale, de l'orientation de la politique chinoise et de l'arbitrage juridico-institutionnel aux États-Unis.

Dans ce contexte, les devises à bêta croissance comme l'AUD restent un baromètre utile. La corrélation avec les actifs risqués globaux et l'exposition au cycle asiatique positionnent l'Australie en bénéficiaire net d'une décrue de l'incertitude commerciale et d'un redressement graduel de la demande chinoise. La perspective d'un encadrement judiciaire des leviers tarifaires américains, l'initiative de réforme à l'OMC et des signaux de gouvernance renforcée en Asie du Sud-Est améliorent, à la marge, la visibilité sur les flux régionaux. À court terme, la hausse des rendements américains limite l'ampleur des extensions, mais le facteur commerce domine lorsqu'un cadrage positif s'installe. C'est dans cette logique que notre biais directionnel demeure constructif sur les actifs cycliques et que, dans l'espace G10, une exposition longue AUD/USD reste cohérente avec la combinaison actuelle de soutien du risque et de normalisation progressive du cadre réglementaire, sous réserve d'une gestion stricte du risque événementiel lié aux sommets bilatéraux et aux décisions de justice.

La trajectoire reste conditionnelle. Si les discussions au plus haut niveau entre Washington et Pékin débouchaient sur des gestes substantiels ou, à défaut, sur une stabilisation crédible du cadre de négociation, le resserrement des primes de risque commerciales se poursuivrait, au bénéfice des devises de termes de l'échange positifs. À l'opposé, un retour à une rhétorique offensive, un durcissement tarifaire supplémentaire ou une inflexion hawkish imposée par une inflation alimentée par la fiscalité pèseraient sur la propension au risque et redonneraient de la portance au dollar via les rendements. Entre ces pôles, l'environnement réglementaire et commercial reste le principal modulateur du cycle de marché actuel, et la séquence de nouvelles en cours incline, pour l'heure, vers un allègement prudent du risque politique global.

10. Conclusions et perspectives

La séquence récente confirme un régime de croissance à deux vitesses et un environnement de prix en recomposition, avec des implications différenciées pour les devises cycliques. L'Inde surprend à la hausse, avec une trajectoire de 6,7% sur l'exercice en cours selon un sondage Reuters, prolongeant une dynamique domestique robuste et une demande d'infrastructures porteuse pour les métaux. À l'inverse, l'Europe reste en zone de faiblesse, matérialisée par une confiance des ménages allemands qui rechute sous les attentes, tandis que la qualité d'actifs se dégrade dans la banque de détail, à l'image de BNP confrontée à une montée des défauts et à une clientèle plus prudente. Le contraste sectoriel et géographique reste net: la résilience des économies orientées investissement et chaîne de valeur en Asie compense partiellement l'atonie de la consommation en zone euro.

Sur la composante matières premières, le tableau est plus nuancé qu'il n'y paraît. L'Agence internationale de l'énergie anticipe une vague d'offre sur le GNL susceptible de " changer les règles " du marché, ce qui plaide pour une normalisation graduelle des prix de l'énergie et une désinflation importée étendue en Asie. Dans le même temps, le recul de 9% de la production de cuivre rapporté par un acteur majeur souligne la tension persistante du côté des métaux de base, au moment où la demande liée à l'électrification et aux infrastructures demeure vigoureuse. Le fort régime des moussons en Inde, qui relance l'appétit des exportateurs de riz vers les marchés émergents, ajoute un amortisseur sur les prix alimentaires. L'ensemble dessine un mix prix favorable aux pays exportateurs de métaux avec une exposition plus limitée au gaz, tout en soutenant le pouvoir d'achat en Asie.

Les flux de capitaux restent l'angle mort principal. Les interrogations sur un reflux de la mondialisation financière et un biais de " rapatriement " domestique, mises en avant par Reuters, créent un plancher intermittent sous le dollar lorsque le risque se contracte, sans invalider pour autant l'idée d'une érosion graduelle de la prime de taux américaine à mesure que l'exceptionnalisme se normalise. Les rallyes sélectifs d'actifs en Amérique latine après la victoire de Milei illustrent une appétence au risque conditionnelle, centrée sur les histoires de réforme crédibles, plus que sur un appétit généralisé pour le carry. Sur le plan géopolitique, l'APEC en Corée du Sud s'annonce davantage comme un théâtre de gestion de rivalités que comme un catalyseur de libéralisation commerciale, ce qui maintient une prime de risque politique de fond sans dérive systémique. À la marge, l'innovation financière progresse, de la tokenisation en route vers une cotation en 2026 à la première stablecoin indexée sur le yen, mais ces développements influencent surtout la microstructure de marché plutôt que le cycle.

Dans ce contexte, les perspectives de change se lisent au prisme d'un rééquilibrage de la croissance vers l'Asie, d'une désinflation d'origine énergétique et d'une offre contrainte sur certains métaux. Pour le complexe des devises cycliques, ce triptyque est plus porteur que ne le suggère le seul facteur " dollar ". Le différentiel de croissance relative et la pente attendue des différentiels de taux, si elle converge progressivement, devraient réduire l'attrait défensif du billet vert hors épisodes de stress. L'Australie, plus indexée aux métaux qu'au gaz, bénéficie d'un terme de l'échange résilient face à la détente énergétique et d'un environnement régional soutenu par l'Inde. Les risques immédiats tiennent à une accentuation de la faiblesse européenne contaminant le commerce mondial, à un regain de prudence des investisseurs amplifié par la thématique du rapatriement, et aux aléas de gouvernance globale à l'APEC. Mais l'équilibre des forces penche vers une prime de croissance asiatique et une compression de la prime de taux américaine, facteurs qui militent pour une réappréciation graduelle des bêtas de qualité.

En conclusion, nous abordons la phase suivante avec un biais pro-risque sélectif, ancré sur les économies adossées à la demande d'investissement et aux chaînes de valeur régionales. La combinaison d'une demande asiatique soutenue, d'une offre contrainte sur les métaux et d'une détente énergétique conforte, à ce stade, une lecture constructive des devises cycliques de qualité. Dans cet esprit, notre construction de portefeuille conserve une exposition acheteuse sur AUD/USD, cohérente avec un scénario de rééquilibrage macro régional et de normalisation progressive de la prime dollar, tout en restant disciplinée sur le risque d'un sursaut de l'aversion au risque ou d'un ralentissement plus marqué en Europe. L'horizon demeure heurté, mais les vecteurs de performance se clarifient: désinflation exénergique, prime de croissance asiatique, et sélectivité stricte vis-à-vis des histoires de réforme crédibles en émergents.

11. Implication du Desk (AUD/USD Long)

La position longue AUD/USD du Desk s'inscrit dans un régime macro où la désinflation américaine se consolide, l'Asie réaccélère de manière hétérogène et la prime de risque se contracte sans excès. La lecture de la politique monétaire globale reste décisive: la Fed se dirige vers un assouplissement plus explicite, avec en arrièreplan l'hypothèse d'un arrêt anticipé du resserrement quantitatif qui comprime la prime de terme et dégrade le portage relatif du dollar. La BCE demeure attentiste sur une croissance molle et une inflation en reflux, tandis que la BoJ s'achemine vers une normalisation graduelle qui réduit l'écart de taux avec les États-Unis. Ce trio, assouplissement américain, statu quo européen prolongé et resserrement japonais très lent, fait glisser la trajectoire du dollar vers un régime moins porteur. L'Australie, de son côté, se situe à un point d'équilibre où la désinflation s'étire et le marché du travail perd de sa tension, la RBA ménageant une option de soutien si l'emploi fléchit mais sans contredire l'ancrage antiinflation. Le différentiel de rythme par rapport à la Fed et la perspective d'un allègement de la prime de liquidité en dollars composent un arrièreplan bilatéralement favorable à l'AUD.

Le canal croissance et matières prolonge cette thèse. La remontée des profits industriels en Chine, la résilience coréenne et l'orientation plus accommodante de l'Asie émergente réaniment le cycle manufacturier régional et la demande d'intrants, au moment où l'OPEP maintient une volatilité contenue sur le pétrole et où la contrainte d'offre sur certains métaux demeure visible. L'Australie, plus indexée aux métaux qu'au gaz, conserve des termes de l'échange robustes dans un contexte de baril plafonné et de biais haussier structurel sur le cuivre à horizon moyen terme, nourri par l'électrification et le capex IA. L'amélioration du dialogue économique États-Unis-Chine réduit la prime de risque commerciale et réactive les flux vers les actifs bêta-cyclé de qualité, ce que reflète la rotation en faveur des devises de matières et des proxies asiatiques. La microstructure de marché valide ce cadrage: l'érosion des rendements réels américains, la hausse relative du coût de couverture en dollars et la pentification par l'avant de la courbe américaine abaissent le plancher du billet vert et redonnent de la convexité aux paires prorisque, l'AUD concentrant une sensibilité utile aux surprises chinoises positives.

La fonction de réaction des banques centrales devient le principal modulateur tactique du trade. Un ton de la Fed insistant sur la désinflation et un balisage plus précis d'un pivot de bilan affaibliraient la prime de rareté du dollar, alors que toute déception sur la cadence de normalisation de la BoJ resterait moins pénalisante pour l'AUD que pour le yen, compte tenu de la pente cyclique asiatique. La RBA, en arbitrant entre emploi et inflation, laisse une asymétrie modérée en faveur d'un maintien de taux réels peu restrictifs, ce qui soutient la demande domestique sans contrecarrer la baisse de l'inflation. Cette combinaison réduit le coût d'opportunité d'un long AUD/USD et renforce l'argument de portage neutre à légèrement positif de la position.

Le Desk traduit cette toile de fond par un biais d'accumulation opportuniste sur faiblesse, en privilégiant les fenêtres de volatilité induites par des surprises de données américaines ou des à-coups de crédit qui réinstallent temporairement un bid défensif sur l'USD. La structure d'expression demeure mixte entre spot et convexité optionnelle afin de capter l'upside lié aux impulsions chinoises et à la détente des taux réels, tout en bornant le risque d'événements. Les catalyseurs favorables identifiés sont une séquence Fed confirmant la baisse des Fed funds et clarifiant le calendrier de bilan, des signaux chinois tangibles sur la stabilisation de la demande et la consommation, la permanence d'un pétrole encadré, ainsi que la poursuite d'un appétit pour le risque porté par la technologie et la détente commerciale. À l'inverse, une réaccélération inattendue de l'inflation américaine forçant une rhétorique plus restrictive, un élargissement brusque des spreads de crédit ou une déception sur la

matérialité d'une trêve États-Unis-Chine constitueraient les principaux freins, justifiant un allègement tactique du delta et un recours accru à la protection.

L'aspect fondamental demeure un filet de sécurité de moyen terme. Le dollar perd du soutien à mesure que l'exceptionnalisme de croissance se normalise et que la rareté des réserves bancaires en USD s'atténue, tandis que la prime industrielle liée à l'IA réalloue des flux vers les fournisseurs d'intrants physiques dans des juridictions perçues comme sûres. L'AUD se positionne à l'intersection de ces deux tendances, avec un levier matières et une intégration au complexe Asie-Pacifique qui rendent la devise réceptive à une amélioration du sentiment global. La valorisation relative, encore déprimée au regard des termes de l'échange, ajoute une asymétrie favorable pour un scénario de réappréciation graduelle plutôt que de rupture.

Dans ce cadre, l'implication du Desk est de maintenir une exposition longue AUD/USD disciplinée par une gestion dynamique du risque, en traitant les reculs liés à la volatilité dollar comme des opportunités de renforcement conditionnel et en calibrant l'optionnalité pour traverser les échéances de banques centrales et les jalons chinois. La thèse reste celle d'une appréciation progressive au gré d'un glissement baissier du dollar, d'une consolidation du cycle asiatique et d'une structure de matières premières neutre à favorable pour l'Australie. La vigilance porte sur la microstructure du dollar autour d'un éventuel arrêt du QT et sur les poches de fragilité du crédit privé qui, si elles venaient à se matérialiser, retarderaient la compression des primes de risque. Sauf matérialisation de ces chocs, le couple macro et flux continue de plaider pour porter la position, avec un horizon d'expression aligné sur la séquence d'assouplissement américaine et la normalisation graduelle de la politique japonaise, et une gestion de l'exécution centrée sur la captation de la convexité aux nouvelles en provenance de Pékin.

12. Notes internes du Desk

Le Desk maintient une lecture unifiée du régime macro et de ses traductions marché, et consolide sa position longue AUD/USD comme vecteur principal d'exposition au glissement baissier de la prime dollar et à la réaccélération sélective du cycle asiatique. La combinaison d'une désinflation américaine crédible, d'un pivot d'assouplissement de la Fed où la discussion sur le bilan gagne en centralité, et d'une normalisation très graduelle de la BoJ continue de comprimer les différentiels réels au détriment du billet vert. En parallèle, l'amélioration des signaux cycliques en Asie, la reprise des profits industriels en Chine et la résilience coréenne réancrent une demande d'intrants compatible avec des termes de l'échange robustes pour l'Australie, d'autant que l'énergie demeure encadrée par l'OPEP tandis que la contrainte d'offre sur certains métaux persiste. Cette toile de fond alimente un biais directionnel constructif sur AUD/USD et justifie le maintien d'un cœur d'exposition, avec une gestion tactique attentive aux inflexions de microstructure dollar.

Sur le plan d'exécution, le Desk opère dans un régime où la pentification par l'avant de la courbe américaine et la détente de la prime de terme rendent le dollar plus élastique aux surprises de données et à la communication de la Fed. L'érosion des rendements réels a réintroduit de la convexité sur les paires prorisque; nous privilégions une expression mixte en spot et en optionnalité afin de capter l'upside lié aux impulsions chinoises et à la détente des taux américains, tout en bornant le risque d'événements autour des réunions de banques centrales et des publications d'inflation US. Le portage sur AUD/USD étant redevenu neutre à légèrement positif, l'allocation temporelle s'appuie sur des fenêtres de faiblesse induites par des à-coups de crédit ou des surprises hawkish de

court terme pour accumuler de manière opportuniste, en évitant les heures de liquidité dégradée sur l'axe Asie-Londres qui exacerbent l'impact des ordres.

La lecture des flux confirme le cadrage. La compression des primes de risque de crédit et la rotation des portefeuilles vers le bêta technologique et les marchés développés hors États-Unis desserrent le plancher défensif du dollar. Les signaux d'apaisement commercial entre Washington et Pékin ont fait reculer la prime de risque industrielle et ravivé la demande pour les devises de matières, avec une sensibilité accrue de l'AUD aux surprises chinoises positives. Dans l'optionnel, la pente de skew s'est légèrement redressée en faveur des calls AUD, validant une demande de convexité alignée avec notre biais directionnel. La base crosscurrency reste contenue et n'oppose pas de contrainte de financement additionnelle à l'expression en dollars.

La fonction de réaction des banques centrales demeure le modulateur tactique clé. Une Fed insistant sur la désinflation et clarifiant un calendrier de normalisation du bilan affaiblirait encore la prime de liquidité du dollar, tandis qu'une BoJ plus lente qu'attendu à normaliser pèserait davantage sur le yen que sur les bêtacycle, dans la mesure où l'élasticité de l'AUD reste d'abord dictée par l'axe Chine-matières. La RBA conserve un calibrage équilibré entre emploi et inflation, laissant en place des taux réels peu restrictifs et un canal domestique compatible avec une baisse graduelle de l'inflation. Ce triptyque réduit le coût d'opportunité d'un long AUD/USD et encadre la trajectoire de carryrisk à un niveau acceptable dans notre budget de risque.

La gestion du risque s'organise autour de trois sources d'asymétrie. Le premier risque tient à une réaccélération de l'inflation américaine forçant une rhétorique plus restrictive et un resteeptening réel, scénario qui réinstallerait un bid défensif sur l'USD; la réponse du Desk consisterait à réduire le delta directionnel et à laisser davantage de poids à la convexité, tout en activant des couvertures via duration US comme tampon de corrélation inverse. Le second concerne une désillusion sur la matérialité de la trêve commerciale États-Unis-Chine ou des signaux chinois décevants sur la consommation, auquel cas l'exposition serait allégée sur rebonds, en s'appuyant sur des structures de protection financées par ventes de volatilité lointaine sur paires moins corrélées. Le troisième porte sur un élargissement abrupt des spreads de crédit après une phase de compression rapide; la discipline de réduction procyclique s'appliquerait avant que la dynamique de flux CTA ne force l'illiquidité, avec un pilotage par le signal spreads vs. vol implicite FX.

La surveillance croisée des actifs reste centrale pour l'arbitrage intrajournée. La corrélation AUD avec le cuivre et les indices actions mondiaux conserve sa valeur d'indicateur de risque; une décorrélation persistante entre bêta actions et métaux induirait un ajustement tactique de l'exposition en attente d'un signal directionnel plus net. Les adjudications du Trésor américain, la communication sur l'arrêt du QT et la granularité des PMI chinois servent de garde-fous sur le calendrier d'ajustement. Dans le même esprit, les fenêtres de volatilité liées à la BoJ seront traitées comme des chocs de liquidité du dollar, susceptibles d'offrir des points d'entrée attractifs sur l'AUD si la thèse fondamentale demeure intacte.

La valorisation relative de l'AUD par rapport à ses termes de l'échange demeure déprimée, offrant un coussin fondamental qui réduit la probabilité d'une rupture à la baisse hors choc systémique. La dynamique technologique mondiale et l'intensification des capex IA, en réallouant du capital vers l'énergie, la connectivité et les métaux, ancrent un support de moyen terme pour les exportateurs de ressources fiables. Dans ce cadre, l'Australie se trouve à l'intersection du friendshoring de matières critiques et d'un cycle asiatique en

réhabilitation, ce qui milite pour prolonger l'expression longue malgré une volatilité de flux dictée par les jalons de politique monétaire et les headlines géopolitiques.

Au plan opérationnel, l'exposition est maintenue dans les limites de risque allouées, avec une gestion active de la taille autour des publications d'inflation US, des réunions Fed, RBA et BoJ, et des lots de données chinoises sur l'industrie et la consommation. L'exécution privilégie le slicing sur les transitions de séance pour limiter l'impact, et la liquidité optionnelle est utilisée pour lisser la trajectoire de P&L; lors des événements binaires. Le marquage des stops demeure dynamique, indexé sur la vol réalisée plutôt que sur des niveaux statiques, afin d'éviter une capitulation mécanique dans des marchés à microstructure fragile.

En synthèse, le Desk conserve une exposition acheteuse sur AUD/USD comme expression disciplinée d'un scénario de désinflation américaine, de détente graduelle du dollar et de normalisation du cycle asiatique, adossée à des termes de l'échange australiens résilients et à une structure matières premières neutre à favorable. La priorité est donnée à la captation de la convexité liée aux impulsions de politique monétaire américaine et aux signaux chinois, avec une vigilance accrue sur les poches de fragilité du crédit privé et les épisodes de stress de liquidité en dollar qui pourraient retarder la compression des primes de risque. Tant que ces risques ne se matérialisent pas, la probabilité d'une appréciation graduelle de l'AUD contre USD demeure supérieure, et la stratégie d'accumulation sur faiblesse conserve sa pertinence dans un cadre de risque strictement contrôlé.