

Top US Drivers La dynamique américaine reste dominée par l'enjeu budgétaire et le marché du travail. La perspective d'un vote positif à la Chambre sur le projet de financement fédéral a ravivé l'appétit pour le risque, propulsant le Dow Jones d'environ 570 points alors même que la surperformance IA s'essouffle et que Wall Street demeure partagée par des dégagements sur certaines méga-cap technologiques. Le dollar s'est tassé vers de nouveaux plus bas mensuels après un ADP plus faible, nourrissant les anticipations d'assouplissement supplémentaire de la Fed. Dans ce cadre, le pétrole se raffermi sur l'idée d'une reprise de l'activité après réouverture, tandis que les compagnies aériennes préviennent que les ajustements de programme persisteront au-delà de l'échéance budgétaire. Sur la micro, la cession intégrale par SoftBank de sa participation dans Nvidia pour 5,83 milliards de dollars illustre la rotation en cours au sein du complexe IA et la recherche de liquidité, alors que le débat public oscille entre promesse et exubérance. Le flux politique demeure chargé, avec le risque de contentieux tarifaires si la Cour suprême impose un remboursement d'environ 200 milliards de dollars aux importateurs, pendant que Washington et Berne travaillent à réduire des droits pouvant atteindre 39 %, signe d'un balancier anticyclique entre protectionnisme et normalisation commerciale. En toile de fond, la désynchronisation du marché du travail se manifeste par des « ghost postings » et un écart moyen supérieur à 2,2 millions par mois entre offres et embauches depuis 2024, nuance qui milite pour une décélération graduelle plutôt qu'une rupture. Les anecdotes de consommation et d'auto-entrepreneuriat, du chiffre d'affaires de 20 000 dollars en septembre pour une micro-activité alimentaire aux projections d'environ 2 milliards de dollars de ventes en 2026 pour Oura, indiquent une demande granulaire résiliente mais plus sélective.

Central Banks Le message implicite des marchés à la Réserve fédérale est celui d'un pivot graduel facilité par l'assouplissement des conditions de l'emploi, la baisse du dollar et le repli des rendements. Les interventions des responsables de la Fed devraient entretenir la thématique d'un calibrage fin plutôt qu'un cycle agressif, l'arbitrage se jouant entre une inflation qui ralentit de façon inégale et une activité qui reste au-dessus du potentiel. Au Royaume-Uni, la remontée du chômage a accru les paris de baisse de taux par la Banque d'Angleterre dès décembre, pesant sur la livre en relatif, tandis que la Banque centrale européenne conserve un biais prudent avec une croissance en reprise marginale et un différentiel de carry encore porteur pour l'euro face aux devises à bêta plus élevé. Au Japon, la Banque du Japon demeure prudente, ce qui maintient le yen fragile et ancre USD/JPY près de 154, même si la sensibilité des autorités au rythme de dépréciation limite le risque asymétrique. Dans les pays périphériques et scandinaves, l'équilibre de politique est moins favorable, la combinaison de différentiels de taux moins attractifs et de données plus hésitantes accentuant la vulnérabilité des devises à bêta.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities) Le marché des changes reflète un dollar plus lourd, un euro résilient et une livre en convalescence. EUR/GBP évolue autour de 0,8800, en hausse d'environ 0,30 % sur la séance, et travaille une zone de rupture vers 0,8830 alors que la faiblesse du marché du travail britannique renforce le différentiel de politique en défaveur de la BoE. USD/JPY demeure proche de 154, la baisse du billet vert tempérée par la prudence persistante de la BoJ, tandis que EUR/JPY progresse modérément d'environ 0,10 % autour de 178,30. USD/CAD se replie vers 1,4008, proche de ses plus bas de deux semaines, aidé par un pétrole plus ferme, quand AUD/USD consolide près de 0,6530, en léger retrait d'environ 0,15 % après un pic hebdomadaire à 0,6540. Sur les taux, la détente s'inscrit avec les anticipations de cuts, et le crédit demeure soutenu par des micro-catalyseurs, à l'image d'Enerflex relevé à

BB et de Public Property Invest à BBB+, qui favorisent une compression sélective des primes. Les matières premières se raffermissent en mode pro-risque contrôlé: le WTI s'établit autour de 60,75 dollars, en hausse de près de 1,20 %, porté par l'optimisme sur la demande liée à la réouverture budgétaire américaine malgré des inquiétudes d'offre persistantes. L'or consolide à proximité de 4 107 à 4 110 dollars après un plus haut de trois semaines à 4 148 dollars, des vendeurs se manifestant autour de 4 150 dollars et induisant un tassement d'environ 4 dollars, reflet d'une demande de couverture qui se normalise avec le repli du dollar. Sur les actions, l'optimisme lié au budget et aux taux se heurte à la rotation hors des leaders IA, Wall Street restant partagée malgré la hausse des indices à bêta plus cyclique.

FX Bias Notre biais directionnel reste constructif sur USD, EUR et GBP dans un environnement dominé par le carry, la robustesse relative du momentum macro des blocs américain et européen, et un régime de risque et de taux plus favorable aux devises cœur. À l'inverse, nous anticipons une pression relative persistante sur NZD, NOK et SEK, où la sensibilité au cycle mondial et aux termes de l'échange, la profondeur moindre des marchés et des différentiels de taux moins attractifs exposent à la fois aux à-coups de volatilité et aux sorties de capitaux tactiques. La configuration technique de EUR/GBP plaide pour une extension haussière en cas de passage confirmé au-dessus de 0,8830, tandis que le couple USD/JPY appelle à la discipline, la faiblesse structurelle du yen coexistant avec un risque de régulation de la volatilité. Sur le complexe dollar-bloc, la fermeté du baril soutient le CAD en relatif, alors que la NOK demeure plus corrélée aux flux de risque et aux conditions financières globales; la SEK, quant à elle, reste vulnérable aux baisses de rendement et aux dégradations de sentiment européen périphérique.

Scénarios Binaires Le premier axe se joue sur l'issue budgétaire américaine. Si la Chambre valide sans heurts le projet de financement, le schéma risk-on se prolonge, les rendements se stabilisent en bas de fourchette et le dollar s'en tient à une consolidation ordonnée, ce qui favoriserait la pente haussière de EUR/GBP et un biais vendeur modéré sur USD/CAD dans le sillage du pétrole. En cas de retard ou de blocage, un repli de l'appétit pour le risque réactiverait la demande de dollar et de duration, mettrait l'or à l'épreuve au-dessus de 4 150 dollars et plafonnerait le WTI sous 60,75 dollars, avec accélération baissière des devises à bêta comme NZD et NOK. Le second axe tient au marché du travail américain. Si la série de données confirme un refroidissement ordonné, la Fed gagnera de l'espace pour un assouplissement gradué, maintenant le dollar en biais de range à légèrement baissier et soutenant les paires en carry contre les devises à faible rendement. À l'inverse, un rebond inattendu des créations et des salaires réanimerait le thème « higher for longer », durcirait le dollar, briderait EUR/USD et pénaliserait les cross en EUR et GBP contre USD, tout en comprimant l'attrait relatif des matières premières non cycliques.

Conclusion Le régime courant resterait celui d'une détente ordonnée des taux, d'une rotation factorielle hors des leaders IA vers des segments plus cycliques et d'un dollar moins tendu, porté par des données de l'emploi qui se normalisent et par un apaisement budgétaire. Les signaux techniques en Europe demeurent constructifs sur EUR/GBP, tandis que la faiblesse du yen perdure sous l'effet d'une BoJ prudente. Les risques de queue proviennent d'un dérapage de la séquence budgétaire, d'un volte-face des données américaines ou d'un choc commercial exogène, qu'il s'agisse d'un remboursement tarifaire massif de l'ordre de 200 milliards de dollars ou, à l'inverse, d'un accord de réduction de droits jusqu'à 39 % avec la Suisse, chacun pouvant reconfigurer la hiérarchie des devises défensives et cycliques.

Implication du desk (En recherche de position) Nous recherchons des points d'entrée acheteurs sur USD contre NZD, NOK et SEK, en privilégiant des constructions portées par le carry et la momentum-macro, avec une gestion stricte du risque autour des échéances budgétaires américaines. Nous privilégions un biais acheteur sur EUR/GBP en cas de clôture confirmée au-dessus de 0,8830, la dynamique actuelle autour de 0,8800 et l'écart de politique monétaire consécutif aux données d'emploi britanniques soutenant une extension. Sur USD/JPY, nous favorisons une exposition tactique et optionnelle, afin de bénéficier du portage tout en bornant le risque d'épisodes de normalisation de volatilité. Enfin, nous restons constructifs CAD en relatif dans un environnement où le WTI s'ancre vers 60,75 dollars, et prudents sur l'or proche de 4 110 dollars tant que la zone de 4 150 dollars attire des vendeurs et que le dollar se consolide sans choc exogène.