

---

## Top Overnight Drivers

La séance a été dominée par un retour de l'aversion au risque sous contrainte géopolitique et par une série de signaux de flux qui réorientent les attentes de marché. Le brut a rebondi après l'annonce d'un durcissement américain vis-à-vis de la Russie et la déclaration d'un blocus des exportations pétrolières vénézuéliennes, tandis qu'un message politique aux accents maximalistes à Washington réactivait le risque d'incident maritime en Amérique latine. L'or s'est rapproché de ses sommets historiques, l'argent a inscrit un nouveau pic et le platine a atteint un plus haut depuis 2008, témoignant d'une demande de couverture accrue à l'approche des prochains chiffres d'inflation américains. En Asie, la dynamique externe japonaise s'est distinguée avec des exportations en hausse de 6,1% sur un an, nettement au-dessus d'attentes à 4,8% et de 3,6% le mois précédent, ce qui nourrit la thèse d'une normalisation graduelle des termes de l'échange malgré les doutes sur la profondeur du marché obligataire local. En Chine, le flux de données moroses n'a pas empêché le minerai de fer de progresser pour une deuxième séance, tandis que Pékin accentue les enchères de soja en parallèle d'achats accrus de graines américaines. Côté flux de capitaux, la collecte d'un géant de la santé a abouti à environ \$6,3 milliards, la plus importante IPO de 2025 à ce stade, et l'appétit pour la technologie a été entretenu par des informations de levée pour une filiale autonome de mobilité visant plus de \$15 milliards pour une valorisation proche de \$100 milliards, alors que d'autres discussions portent sur un investissement de plus de \$10 milliards dans l'IA, sur fond de projections sectorielles pouvant atteindre \$500 milliards d'engagements pluriannuels. En contre-point, des risques idiosyncratiques ont pesé avec un règlement de \$15 millions dans la santé outre-Atlantique, des décisions réglementaires ciblant l'autopilot d'un constructeur automobile californien, et une affaire de \$2 milliards aux Philippines rappelant la fragilité de certaines juridictions EM. Sur les flux de taux, un signal fort est venu des États-Unis avec l'annonce que la première banque du pays a redéployé environ \$350 milliards de liquidités issues de la Fed vers des achats de Treasuries, convergeant avec un fléchissement des rendements après les derniers chiffres d'activité, alors que les actions ont terminé mitigées sous la pression des secteurs énergie et santé.

## Central Banks

Le cadrage monétaire reste marqué par un Fed-watching de fin de cycle où la granularité des données fait l'essentiel de la narration de courbe. La détente des rendements américains consécutive au redéploiement de réserves bancaires vers les Treasuries et à des chiffres d'activité plus mous réduit marginalement la prime de terme, sans invalider l'idée d'un plateau de taux élevé prolongé tant que l'inflation de services n'est pas clairement ancrée plus bas. Au Japon, la combinaison d'une reprise des exportations et d'une inquiétude croissante des investisseurs pour la liquidité et la convexité du marché JGB, sur fond de ménages en quête de rendement hors dépôts, augmente le bêta du yen à tout signal de normalisation, même si la Banque du Japon demeure graduelle dans la levée de ses distorsions résiduelles. En Inde, la banque centrale est repassée à l'offensive pour enrayer la glissade de la roupie, avec des interventions jugées agressives alors même que la désinflation importée par les exportations chinoises milite pour des taux domestiques bas « pendant une longue période », selon la tonalité relayée par la presse spécialisée. En Amérique latine, la dégradation supplémentaire de la Colombie plus profondément en catégorie spéculative au motif de déficits persistants complexifie la fonction de réaction de la banque centrale face à

une devise fragilisée, tandis que l'Argentine tente de regagner de la crédibilité avec de nouvelles bandes de change et une politique de réserves redessinée. En zone euro, l'attention se porte sur les implications du grand basculement des fonds de pension néerlandais vers un nouveau modèle d'investissement, susceptible d'entraîner des débouchements d'échanges de taux et d'élargir temporairement certaines bases de swap, ce qui peut brouiller les signaux de la BCE sur la transmission.

## Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar s'est raffermi sur un mélange de carry, de momentum macro américain résilient malgré la détente des rendements, et d'une demande de liquidité de précaution. L'euro a montré une résilience relative portée par des flux intra-européens liés à la réallocation LDI et par une amélioration marginale des termes de l'échange, alors que la livre est restée ancrée par un carry encore attractif dans le G10. Le yen a sous-performé en intraday sur la baisse des rendements US réels, avant de retrouver un peu de soutien avec l'imbrication des risques JGB domestiques et des bons chiffres d'exportations. Les devises cycliques à bêta élevé ont été pénalisées par l'aversion au risque, avec un biais négatif persistant sur les dollars néo-zélandais et scandinaves malgré le rebond du brut. En Asie EM, l'USD/INR a été contenu par des interventions visibles, tandis que la COP est restée vulnérable à la sanction souveraine et à la prime de risque fiscale malgré un pétrole mieux orienté. Sur taux, la courbe américaine s'est réaplatit par l'intermédiaire et le long, aidée par les achats de bilan bancaire et par des données plus mitigées, alors que les Bunds ont suivi avec un beta inférieur, dans un contexte de volatilité de base liée aux flux de pension néerlandais. Les JGB restent gouvernés par la liquidité et la perception d'un retrait graduel du soutien implicite de la BoJ. Sur matières premières, le pétrole a rebondi sur la montée des tensions de la Russie au Venezuela et la perspective de perturbations physiques, l'or a approché un record en réactivité aux risques géopolitiques et à la trajectoire des rendements réels, l'argent et le platine ont prolongé la hausse, le minerai de fer a ignoré la faiblesse des statistiques chinoises, et l'agricole a réagi aux enchères accrues de soja de Pékin. Le compartiment actions, enfin, a terminé en ordre dispersé à Wall Street, plombé par la santé et l'énergie, malgré des signaux micro favorables tels que l'IPO d'envergure à environ \$6,3 milliards et des tours de table technologiques de taille, comprenant une levée pressentie de plus de \$15 milliards pour la conduite autonome proche d'une valorisation de \$100 milliards, et des discussions d'investissement de plus de \$10 milliards dans l'IA.

## FX Bias

Le cadrage directionnel reste favorable à un dollar soutenu par le différentiel de carry, la profondeur de marché et le positionnement, avec un biais long sélectif contre des devises à bêta risque élevé et à sensibilité matières premières hors métaux précieux. L'euro conserve un profil de stabilité ascendante contre le panier beta, porté par des flux techniques intra-européens et par une perception de risque politique en retrait à court terme. La livre reste constructive à la faveur d'un portage positif et d'une courbe locale qui a cessé de s'empiler vers le pire des scénarios d'inflation. À l'inverse, la pression demeure sur le NZD et sur les devises scandinaves, où la corrélation au cycle mondial et la sensibilité aux corrections de risque l'emportent pour l'heure sur le soutien du pétrole dans le cas norvégien. Le yen conserve un profil asymétrique, vulnérable à la réaccélération des rendements réels US mais doté d'un potentiel de rattrapage rapide si la BoJ densifie son signal de normalisation. En EM, la préférence va à des

expressions défensives, avec une approche opportuniste et optionnelle sur l'INR compte tenu de l'activisme de la banque centrale, et une prudence renouvelée sur la COP après le passage de l'émetteur plus profondément en catégorie spéculative.

## Scénarios Binaires

La prochaine publication d'inflation américaine constitue l'axe principal. Un dépassement relancerait la pente haussière des rendements réels et un bid de dollar généralisé, comprimant l'euro-dollar et pesant davantage sur NZD et SEK, alors qu'un chiffre inférieur à l'anticipé consoliderait la détente des Treasuries, soutiendrait l'or et rouvrirait une fenêtre de respiration sur le G10 hors USD. La trajectoire vénézuélienne est un autre nœud. Une intensification du blocus des exportations et une extension des sanctions énergétiques amplifieraient le soutien au pétrole et à l'or, avec un effet ambigu sur NOK (termes de l'échange vs aversion au risque) et un soutien ponctuel aux pétro-devises disciplinées. À l'inverse, une désescalade rapide ferait refluer la prime de risque et favoriserait les cycliques. Au Japon, une surprise hawkish de la BoJ dans les semaines à venir, sur fond d'exportations à 6,1% et de préoccupations sur le marché JGB, déclencherait un resserrement des positions short JPY ; le statu quo prolongé reconduirait la logique de carry short yen. En Inde, la poursuite d'interventions énergiques et la confirmation d'un régime de taux bas « pour une longue période » limiteraient la volatilité directionnelle sur l'INR ; un retrait de la banque centrale raviverait le biais à la hausse de l'USD/INR. En Amérique latine, une clarification rapide des plans fiscaux en Colombie stabiliserait la COP malgré la dégradation ; un enchaînement de dérapages budgétaires accentuerait la prime de risque. En Chine, un éventuel surcroît de soutien budgétaire inverserait la faiblesse cyclique et redonnerait de l'air aux cycliques du G10 ; le maintien d'une orthodoxie prudente prolongerait la préférence pour la qualité.

## Conclusion

Le complexe macro reste gouverné par un enchaînement de chocs de risque géopolitique et de micro-flux puissants sur les marchés de taux et de capitaux. La remontée du brut, la ruée vers les métaux précieux et les achats bancaires de Treasuries, à hauteur de quelques centaines de milliards de dollars avec un cas emblématique autour de \$350 milliards, ont insufflé une respiration dans les rendements sans invalider le portage dollar. L'Asie offre des signaux contradictoires entre la vigueur relative des exportations japonaises et l'hésitation chinoise à un soutien budgétaire massif, tandis que le policy-mix indien reste délibérément défensif sur la devise. Le flux micro demeure robuste avec des levées technologiques d'ampleur, notamment plus de \$15 milliards pour la mobilité autonome dans un cadre de valorisation proche de \$100 milliards, et des discussions d'investissement de plus de \$10 milliards dans l'IA, même si l'empilement réglementaire et les litiges — de \$15 millions dans la recherche médicale à des décisions administratives dans l'auto — rappellent la fragilité des multiples en régime de taux réels encore élevés. Dans ce contexte, le dollar conserve l'avantage tactique, l'euro et la livre bénéficient de soutiens spécifiques, et les devises à bêta élevé restent en retrait tant que le régime de risque demeure heurté.

## Implication du desk (en recherche de positions)

---

Nous privilégions un biais long USD de manière sélective contre NOK, SEK et NZD, en ciblant des points d'entrée sur rebond de risque ou sur rallye pétrolier excessif, la prime de risque l'emportant pour l'heure sur les fondamentaux de termes de l'échange. Nous maintenons une posture constructive sur l'euro contre les devises scandinaves via EURNOK et EURSEK, en profitant des flux techniques européens et de la sensibilité accrue des nordiques au cycle mondial. Sur la livre, nous privilégions des expressions de portage contre NZD et SEK, en conservant une gestion stricte du risque autour des publications d'inflation domestiques. Sur USDJPY, l'expression par options demeure préférable afin de capter le carry tout en se protégeant d'un éventuel choc de normalisation BoJ. En EM, nous favorisons des structures optionnelles pour vendre la volatilité directionnelle sur USDINR, en supposant la persistance d'un pare-feu RBI, et restons défensifs sur la COP en privilégiant l'achat de convexité à la faveur d'une liquidité parfois discontinue après la dégradation souveraine. Enfin, au croisement FX-commodities, la conservation d'une couverture or modeste reste cohérente avec le régime de risque actuel, en complément d'un biais dollar positif et de la montée des incertitudes géopolitiques.