

Top Overnight Drivers

Le flux de la nuit a été dominé par un appétit pour le risque emmené par la tech américaine après des données d'inflation plus douces, une poussée de l'or et de l'argent vers des sommets historiques, et un choc de duration au Japon avec le 10 ans qui a franchi 2% pour la première fois depuis 2006. La dynamique micro conforte la trame macro: FedEx a battu les attentes et a décrit un environnement industriel en reprise, ce qui renforce l'idée d'un atterrissage en douceur côté États-Unis, tandis que Wall Street a clôturé en hausse, tirée par l'IA et par le pari d'assouplissements supplémentaires. Sur l'axe politique américain, la signature d'un budget de défense annuel à hauteur de \$1 trillion et l'ordonnance visant à assouplir le cadre sur le cannabis ont occupé le terrain sans modifier le pricing de taux, alors que le régulateur examine les ventes de puces avancées d'IA vers la Chine, un risque de flux pour la tech et le complexe Asie. En énergie, le pétrole aligne une deuxième semaine de repli sur fond de surabondance, malgré des risques géopolitiques persistants, alors que les métaux précieux se nourrissent de la détente des rendements réels. En Asie, la politique demeure un bruit de fond avec l'impasse à Taïwan, pendant que l'Europe arrime son soutien financier à l'Ukraine, et que des initiatives corporates parsèment le flux, de Sony à \$460m jusqu'à la consolidation low-cost au Mexique. Le tout se déroule dans un contexte d'afflux de capital sur les thématiques IA et d'infrastructures énergétiques aux États-Unis, encadré par des annonces du DOE et par des règles de raccordement d'IA sur le réseau PJM, catalyseurs potentiels de demande d'électricité.

Central Banks

La séquence taux reste binaire entre une Fed ancrée par la désinflation et une BoJ qui normalise avec prudence. Aux États-Unis, des surprises d'inflation inférieures aux attentes confortent une courbe orientée vers davantage de décotes de taux directeurs, ce que reflète l'envolée des actifs sensibles aux rendements réels comme l'or. Le message implicite est celui d'un cycle de baisse qui s'installe sans rupture du momentum de croissance, un équilibre favorable au dollar via le carry tant que le différentiel de taux reste positif. Au Japon, l'inflation sous-jacente demeure au-dessus de la cible et la hausse contrôlée des rendements a culminé avec un JGB 10 ans à 2%, mais le yen peine à s'extraire de sa zone de faiblesse, signe que la crédibilité d'un resserrement soutenu n'est pas pleinement acquise et que la Banque du Japon tolère une pente plus raide de la partie longue. En Europe, la BCE et la BoE restent en mode « data-dependent » avec un biais d'assouplissement plus lointain que la Fed, ce qui maintient des différentiels favorables à l'euro et à la livre face aux devises cycliques périphériques, alors que la dynamique budgétaire — du soutien européen à Kyiv jusqu'aux signaux politiques de Paris vers Moscou — rebat le risque souverain sans le déstabiliser. En Océanie, les développements domestiques — de la montée des pénalités bancaires, avec une amende portée à \$250m, jusqu'aux suites politiques d'événements sécuritaires — plaident pour une RBA vigilante, le tout sur fond de sensibilité accrue de l'AUD/NZD à la demande chinoise et aux restrictions américaines sur la tech.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar consolide en haut de range porté par le différentiel de taux et par une demande de portage dans un régime de volatilité comprimée. L'euro et la livre s'installent sur un plateau plus ferme, tandis que le

yen reste offert malgré le relèvement japonais, et que les devises à bêta croissance comme le NZD et les scandinaves sous-performent, corrélées au ralentissement du cycle mondial et à la faiblesse du brut. Les taux US baissent en pente douce sur l'avant de courbe, la prime de terme restant bornée, alors qu'au Japon la partie longue mène le mouvement avec un 10 ans à 2%, nourrissant une re-évaluation des corrélations JPY-taux qui continue de décevoir les acheteurs de yen. En crédit et en equity-linked, l'appétit pour le risque se lit dans la capacité des émetteurs à lever du capital, de l'augmentation de capital de \$15 million d'un prêteur spécialisé jusqu'aux projets de \$30 billion en private equity. Les matières premières véhiculent une trame double: pétrole en reflux pour la deuxième semaine consécutive sur crainte de surstock, et métaux précieux au plus haut, soutenus par des anticipations de baisses de taux. En Asie, les flux réels restent vigoureux avec des capex annoncés à \$11 billion dans les aéroports indiens, tandis que des opérations ponctuelles, y compris une collecte caritative de \$1.65 million en Australie, illustrent un environnement de liquidité abondante mais sélective.

FX Bias

Le cadre de marché favorise une allocation au carry discipliné avec préférence au dollar, à l'euro et à la livre, contre des blocs plus sensibles au cycle marchandises et à la Chine. Le dollar bénéficie d'un mix de carry et de momentum macro, renforcé par une désinflation ordonnée qui soutient les actifs risqués sans effacer l'avantage de rendement. L'euro tire parti d'un pricing ECB plus lent à assouplir que la Fed à horizon court, ce qui pénalise le SEK dans un environnement de croissance intérieure fragile. La livre reste soutenue par une désinflation graduelle et une prime de risque domestique en reflux, offrant un portage attractif face aux devises à bêta Asie-Pacifique. Le NOK souffre de la glissade du pétrole et d'un positionnement technique fragile, et le NZD reste sous pression à la croisée d'une Chine incertaine, de la répression commerciale US sur l'IA et d'un différentiel de taux qui s'érode. Le yen demeure une vente tactique sur rebonds tant que la BoJ laisse la longévité du resserrement en doute et que la hausse des taux domestiques ne se transmet pas en plein au FX.

Scénarios Binaires

Le premier nœud réside dans la trajectoire de la Fed: une confirmation de la désinflation par les révisions et publications à venir ancrerait des baisses de taux plus précoces, soutenant les actifs duration et les métaux précieux, mais pourrait aussi réactiver le thème de dollar souriant si la croissance US surperforme le reste du G10; à l'inverse, toute surprise à la hausse sur l'inflation raviverait le débat « higher for longer », re-pentifierait les courbes et ferait ressurgir une pression sur les actifs risqués, avec un soutien réflexe au dollar. Le deuxième pivot se situe au Japon: si la BoJ valide une normalisation plus ferme et tolère durablement un 10 ans autour de 2%, le marché testera le plafond implicite de la partie longue, au risque d'un mouvement désordonné qui, paradoxalement, pourrait d'abord peser sur le yen par réduction de couvertures; un statu quo trop accommodant réenclencherait la recherche de portage contre JPY. Troisièmement, l'équilibre pétrole-OPEP face à la surabondance: une action coordonnée crédible stabiliserait le baril et soulagerait le NOK, tandis qu'une inertie confirmerait la sous-performance des devises liées aux commodities et entretiendrait la surperformance relative de l'or. Enfin, le filet géopolitique et technologique reste tendu: un durcissement américain sur les exportations d'IA vers la Chine affecterait les flux vers l'Asie et le complexe semi-conducteurs, pénalisant CNH-bloc et devises

satellites comme le NZD; un apaisement soutiendrait le bêta régional. Les issues politiques — de l'impasse taïwanaise à l'agenda européen vis-à-vis de la Russie — constituent des accélérateurs ou des freins de primes de risque sans trajectoire centrale arrêtée.

Conclusion

Le régime de marché demeure celui d'un portage récompensé dans un corridor de volatilité basse, avec un dollar résilient, un euro et une livre soutenus par des différentiels encore favorables, et un ensemble de devises cycliques pénalisées par la faiblesse du pétrole et l'incertitude Chine/tech. Les taux américains reflètent une désinflation crédible sans craindre pour l'activité, tandis que le Japon exporte de la volatilité de duration sans convertir ce choc en appréciation durable du yen. Les flux d'IA et d'infrastructures — qu'il s'agisse de règles de raccordement réseau, d'initiatives publiques ou d'opérations corporates de \$460m à \$30 billion — irriguent la prime de croissance US, au moment où les capex émergents, notamment en Inde à \$11 billion, ancrent un cycle différencié. Dans ce cadre, la courbe de probabilités penche vers la poursuite d'une surperformance relative USD/EUR/GBP face aux blocs à bêta macro, avec une protection offerte par l'or tant que les rendements réels glissent et que le pétrole reste lesté.

Implication du desk (en recherche de positions<)

Nous recherchons des points d'entrée pour accumuler du dollar contre yen sur replis, en s'appuyant sur la dissociation persistante entre hausse des JGB et incapacité du JPY à capitaliser, et sur un environnement de carry qui rémunère la patience. En Europe du Nord, la préférence va à des achats d'euro contre SEK, alimentés par un différentiel de politique monétaire et par une dynamique de croissance moins favorable en Suède; la même logique, renforcée par la faiblesse du brut, nous conduit à privilégier l'euro contre NOK tant que le marché pétrolier ne retrouve pas d'équilibre. Outre-Manche et Pacifique, la livre contre NZD présente un profil asymétrique attractif, entre portage et exposition réduite aux vents contraires Chine/tech. La gestion du risque s'articule autour d'un suivi rapproché des prochaines impressions d'inflation US, des signaux opérationnels de la BoJ sur la partie longue et des annonces OPEP+, tout en surveillant les retombées des décisions politiques américaines — qu'il s'agisse du budget de \$1 trillion, des ajustements réglementaires sectoriels ou des enquêtes commerciales — susceptibles de déplacer rapidement les flux. Dans l'optique matières premières, la préférence stratégique reste à la neutralité sur le pétrole et au maintien de la couverture or dans les portefeuilles macro tant que l'édifice de désinflation perdure.