

Top Overnight Drivers

Le flux de nouvelles s'est articulé autour d'un mélange de surprises micro et de signaux macro qui ont poussé les actions à la hausse tandis que les rendements du Trésor se retendaient. Le thème AI-capex a dominé avec la demande de garanties publiques pour financer une expansion à hauteur d'environ 1 trillion de dollars, les discussions d'investissement accrues autour des grands modèles, et une proposition industrielle au Japon visant 6,5 milliards de dollars par an pour les semi-conducteurs et l'IA. Dans le private market, l'appétit pour la liquidité secondaire s'est matérialisé via un accord de l'ordre de 600 millions de dollars, validant l'idée que la valorisation tech hors-coté trouve un clearing-price. La dynamique de résultats a été contrastée côté composants avec un guidage solide mais un effet de base défavorable sur un client clé, pesant sur le sentiment intra-tech tout en laissant intact le récit de cycle d'investissement. En Europe, l'attention se porte sur un budget britannique calibré pour contenir l'inflation, tandis que la Cour suprême américaine rebat les cartes du cadrage tarifaire, un risque binaire pour les primes d'incertitude sur le commerce. En Asie, la faiblesse persistante des salaires réels au Japon souligne l'incomplétude de la boucle salaires-prix, ce qui maintient le yen sous pression. En Amérique latine, l'Argentine refuse toujours une libéralisation totale du peso, prolongeant un régime de gestion qui limite la transmission de prix. En émergents, l'appétit pour la tech se voit aussi côté primaire avec une fourchette d'IPO visant une valorisation proche de 3,19 milliards de dollars. Enfin, la décorrélation entre bitcoin et or, défavorable aux big tech par le canal des taux réels, renforce l'idée d'une prime de duration en recomposition.

Central Banks

La Banque d'Angleterre entre en décision sur le fil, l'inflation s'étant adoucie mais les pressions de second tour restant tangibles et l'arbitrage budgétaire en approche. Le marché oscille entre une pause prolongée et un message hawkish de maintien, avec un risque de dissidence élevé et une sensibilité accrue des courbes gilts à la communication sur la persistance. Au Brésil, le statu quo du SELIC et le message de confiance dans la trajectoire actuelle figent le portage et ancrent la volatilité locale, avec une prime de risque stable tant que les attentes d'inflation restent contenues. Au Canada, une décision opérationnelle de réduction d'effectifs de 10% pour rechercher des économies ne modifie pas le cadrage monétaire mais signale une phase de discipline institutionnelle après un cycle de resserrement et de transmission encore en cours. Au Japon, la déception sur les salaires réels reporte la validation d'un régime d'inflation endogène, ce qui justifie la prudence de la normalisation et laisse le différentiel de taux sous-jacent défavorable au yen. La Fed reste en arrière-plan mais la hausse des rendements américains reflète une combinaison de prime de terme et de macro résiliente, ce qui impose au G10 de s'aligner sur des conditions financières plus fermes.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar s'est raffermi avec la remontée coordonnée des rendements américains, tandis que l'euro s'est stabilisé dans le haut de son récent range face à un panier G10, porté par une réduction de l'aversion au risque en zone euro et par une inertie de positionnement. La livre a surperformé en amont de la décision de la Banque d'Angleterre, tirant parti d'un prémium de politique encore élevé. Les devises à bêta macro

plus marqué ont sous-performé, notamment les scandinaves et le dollar néo-zélandais, sensibles au mix de conditions financières plus dures et de momentum cyclique hésitant. Le yen est resté lourd, la pentification baissière américaine pénalisant la devise via le canal des différentiels réels. Sur les taux, la courbe américaine a bear-strengthened, les longues maturités intégrant un surcroît d'offre et de prime de terme liée au cycle d'investissement, tandis que les gilts se sont repris en légère prudence avant la BoE et que le Bund a emboîté le pas sans catalyse locale forte. Les matières premières se sont montrées mitigées, le pétrole restant en consolidation en l'absence de choc d'offre immédiat, l'or cédant du terrain sous l'effet des taux réels plus élevés, alors que le bitcoin a conservé une trajectoire décorrélée et plus résiliente, signalant un appétit sélectif pour le risque. L'appétit pour les actifs privés est resté soutenu, les transactions secondaires de taille moyenne se reprenant.

FX Bias

Le biais de court terme reste constructif sur le dollar, porté par des rendements en hausse, un carry attractif et un momentum macro supérieur. L'euro bénéficie d'un portage redevenu compétitif face aux devises à plus forte cyclicité et de la stabilisation du sentiment sur la périphérie, ce qui lui confère un biais modérément positif en croix, notamment face aux scandinaves. La livre conserve un avantage tactique tant que la Banque d'Angleterre maintient un discours de persistance et que le budget évite d'alimenter une nouvelle impulsion inflationniste. Le complexe antipodal est vulnérable au resserrement des conditions financières mondiales et à l'incertitude liée à la demande asiatique, laissant le dollar néo-zélandais exposé à des phases de sous-performance. Les devises nordiques restent pénalisées par la sensibilité au cycle global, la volatilité de l'énergie et un positionnement qui tarde à se rééquilibrer. Le yen demeure structurellement sous pression en l'absence de progrès convaincants sur les salaires réels, avec une sensibilité exacerbée aux mouvements de la partie longue américaine.

Scénarios Binaires

L'issue de la Banque d'Angleterre constitue un point de bascule immédiat: un maintien assorti d'un langage fermement orienté vers la persistance renforcerait la prime de taux britannique et soutiendrait la livre, alors qu'un fléchissement du ton accentuerait la détente des anticipations et exposerait GBP aux prises de bénéfices. Sur la courbe américaine, une extension du sell-off longue finançant le cycle d'IA et l'investissement d'infrastructure ferait perdurer un dollar fort et peserait davantage sur l'or et les devises à bêta, tandis qu'un reflux technique des rendements sur données plus molles ou soulagement d'offre ouvrirait une fenêtre de respiration pour l'euro et les scandinaves. Le dossier tarifaire américain présente un risque juridique asymétrique: le maintien du statu quo validerait les primes actuelles, alors qu'une remise en cause judiciaire activerait un rebrassage de chaînes de valeur, possiblement dollar-négatif à la marge via les anticipations de prix à l'import, mais pro-risque sur les cycliques. Au Japon, un redressement des salaires réels enclencherait un rerating rapide du yen via une revalorisation des trajectoires BoJ, alors que la poursuite de la faiblesse prolongerait l'écart de carry et la pression vendeuse. Enfin, l'arbitrage budgétaire britannique entre lutte contre l'inflation et soutien à la croissance déterminera si la prime de crédibilité reste un vent porteur pour GBP ou si le marché exige une compensation plus forte sur la partie longue des gilts.

Conclusion

Le régime de marché reste dominé par le couple carry-taux réels, dopé par une vague d'investissement tech et industriel dont l'ampleur, de l'ordre du trillion de dollars à l'échelle des projets d'IA et des soutiens publics sectoriels comme les 6,5 milliards de dollars par an annoncés au Japon, recompose la prime de terme. Les actions tiennent sur l'angle productivité et bénéfices, mais la hausse des rendements accroît la sélectivité et pèse sur les segments les plus sensibles à la duration, comme en témoigne la décorrélation croissante avec les actifs de couverture traditionnels. Sur le FX, ce contexte ancre un biais positif pour le dollar, tolère un euro relativement résilient en croix et favorise une livre soutenue par la persistance monétaire, tandis que les devises à bêta macro, notamment NZD, NOK et SEK, restent sous pression. Les risques binaires immédiats résident dans la communication de la Banque d'Angleterre, la trajectoire de la partie longue américaine, et l'incertitude de politique commerciale aux États-Unis. L'EM conserve un portage attractif là où le cadre politique est crédible, comme illustré par le Brésil, et l'appétit pour la tech se manifeste du primaire jusqu'au secondaire, avec des tours de table autour de 3,19 milliards de dollars en Inde et des opérations privées de 600 millions de dollars aux États-Unis.

Implication du desk (En recherche de position)

Le desk recherche des points d'entrée pour renforcer un biais long dollar contre devises à bêta, en priorité contre NZD et SEK, en privilégiant des structures optionnelles qui bénéficient d'une poursuite de la hausse des taux réels américains. Sur l'Europe, une expression de portage via des achats d'euro contre SEK est étudiée, la dynamique relative de croissance et le positionnement jouant en faveur de l'euro. Sur le sterling, une stratégie tactique haussière encadrée autour de la décision de la Banque d'Angleterre est à l'étude, avec une préférence pour des structures limitées en perte tant que le message de persistance domine. Le yen reste une candidate à la couverture de risk-off mais, dans le régime actuel, la préférence va à des expressions directionnelles haussières USDJPY avec maturités au-delà d'un mois. Enfin, l'équipe envisage d'exploiter la décorrélation or-crypto via des paniers dollar-positifs et une réduction de l'exposition aux devises corrélées à la duration, en gardant une flexibilité élevée à l'approche des risques juridiques sur les tarifs américains et des annonces budgétaires britanniques.