

Top US Drivers

La dynamique américaine s'est dégradée à la marge sous l'effet d'un double choc "macro-tech". La correction des mégacapitalisations IA, chiffrée à environ 1,2 trillion de dollars de capitalisation effacée sur la semaine, a ravivé les doutes sur l'élasticité des multiples en phase de ralentissement, tandis que les futures S&P 500 cèdent encore près de 0,4% en préouverture, signalant un désengagement systémique plutôt que purement idiosyncratique. Le risque politique et administratif amplifie ce régime de volatilité: la prolongation du shutdown empêche à nouveau la publication du rapport mensuel sur l'emploi, raréfiant les signaux cycliques au moment où le moral des ménages se détériore et où des perturbations opérationnelles s'accumulent, des vols annulés après une directive de la FAA aux mises en garde de la Maison Blanche sur un impact macro "bien pire qu'attendu". Dans ce vide d'information, le débat de politique monétaire se recompose: la lecture d'un marché du travail en voie de normalisation conforte les voix plaidant pour une baisse plus profonde du taux directeur vers 3%, à l'image de la position de grands gestionnaires, sans que cela ne constitue un cadrage de la Fed à ce stade. En face, la demande publique reste un amortisseur, à l'instar de la montée en puissance de la dépense de défense avec des programmes massifs d'achat de drones, pendant que les flux de fonds en actions américaines remontent à un pic de cinq semaines, reflet d'un appétit de rachat sur faiblesse malgré un régime de valorisation plus contraint.

Central Banks

L'incertitude de données induite par le shutdown incite la Réserve fédérale à prolonger une posture patiente et optionnelle. La combinaison d'un marché du travail qui s'assouplit graduellement, d'une inflation cœur qui converge mais reste collante dans les services et d'un choc de richesse boursier négatif plaide pour des anticipations de détente graduelle, tout en maintenant le canal du bilan et la gestion de la pente au cœur de la transmission. Au Canada, la surprise haussière de l'emploi et la baisse corrélative du chômage réancrent le scénario d'une Banque du Canada plus lente à assouplir, surtout si l'accélérateur budgétaire reste actif, même si la faiblesse du pétrole en limite la portée désinflationniste. En Europe, l'accord de long terme signé par la Grèce pour l'importation de GNL américain améliore la visibilité énergétique hivernale et réduit la prime de risque gaz, ce qui donne à la BCE davantage de latitude pour découpler le rythme de normalisation de celui de l'activité, tout en surveillant l'impact de la sous-performance technologique globale sur les conditions financières. Les banques nordiques évoluent dans un environnement défavorable, pris en tenaille entre un baril en repli et des cycles domestiques encore fragiles, tandis que la RBNZ fait face à un mix croissance/commerce extérieur défavorable avec la Chine, qui pèse à la marge sur les conditions financières en Nouvelle-Zélande.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar termine une semaine globalement stable, avec un léger tassement en fin de période sur bruit politique et aversion au risque, mouvement qui a soutenu l'or dans un contexte de recherche de couverture face à l'opacité des données. Les taux américains se sont reflétés dans une courbe qui se replie en douceur, cohérente avec un pricing plus "soft landing", sans capitulation, alors que les spreads de crédit restent résilients grâce aux entrées nettes dans les fonds actions et à une demande structurelle de

portage. Le complexe matières premières reflète un ralentissement du momentum, le pétrole s'orientant vers une deuxième perte hebdomadaire sur fond d'inquiétudes d'excès d'offre malgré quelques frictions géopolitiques maritimes, et les métaux précieux bénéficiant d'une moindre fermeté du billet vert. Les flux M&A et d'entreprises restent actifs, de la possible cession télévisuelle à 2,15 milliards de dollars au Royaume-Uni à l'expansion internationale de services e-commerce à bas coût, tandis que les engagements en agriculture et climat se renforcent, avec un engagement de 1,4 milliard de dollars en faveur de l'adaptation des agriculteurs aux événements extrêmes, facteur de moyen terme pour les marchés agricoles. En toile de fond, les marchés européens bénéficient marginalement des avancées sur le GNL et d'une détente des prix de l'énergie, alors que des annonces bancaires ciblées, y compris des subventions de 3,75 millions de dollars au logement abordable, illustrent un resserrement sélectif du financement au niveau local.

FX Bias

Le biais de portefeuille reste constructif sur le dollar dans un environnement où le portage demeure rémunérateur et où la visibilité de politique monétaire américaine, bien qu'incertaine, reste supérieure à celle de plusieurs pairs cycliques. L'euro conserve un appui via l'amélioration de la balance énergétique et la stabilisation des spreads intra-zone, ce qui permet de financer des positions contre des devises plus sensibles au cycle mondial. La livre sterling profite d'un différentiel de taux réel encore restrictif et de flux d'entreprises, y compris les opérations stratégiques britanniques dans les médias, alors que la Banque d'Angleterre maintient un biais de prudence. À l'opposé, le dollar néo-zélandais reste exposé à la faiblesse des termes de l'échange et au ralentissement chinois, tandis que les devises scandinaves, NOK et SEK, subissent le double effet d'un pétrole en retrait et d'un contexte local de demande atone. Le dollar canadien est mieux ancré par l'emploi, mais l'élasticité négative au baril invite à la neutralité tactique, l'arbitrage rendement/matières premières n'étant pas tranché.

Scénarios Binaires

Le premier pivot binaire se joue sur la durée et l'issue du shutdown américain. Une résolution rapide réactive le pipeline statistique, normalise la prime de risque politique et ré-ancre la courbe américaine, au bénéfice d'un rebond cyclique des actifs risqués, avec un dollar qui resterait porté par le carry mais moins demandé en couverture, ce qui favoriserait un repositionnement en EUR et GBP contre les devises pro-cycliques. À l'inverse, un enlisement prolongé exacerberait la rareté de données, renforcerait la volatilité actions déjà fragilisée par la décompression des multiples technologiques et soutiendrait une demande de dollars de liquidité ainsi que l'or, tout en comprimant davantage NOK et SEK via le canal pétrole/risque. Le second pivot concerne l'équilibre offre/demande sur l'énergie. Une persistance de l'excédent d'offre consoliderait le régime désinflationniste mondial et validerait une pente plus douce des banques centrales, pesant sur les producteurs à bêta élevé et sur NOK, alors qu'un rééquilibrage par discipline de production réinstallerait une prime d'inflation, remonterait les points morts et réactiverait la corrélation positive USD-pétrole, au détriment des devises de déficit de compte courant comme le NZD.

Conclusion

Le régime de marché bascule vers une phase défensive dominée par la désinflation lente, la réappréciation du prix du risque technologique et un bruit politique domestique américain qui perturbe la lecture conjoncturelle. Dans ce cadre, la robustesse relative du dollar tient au couple carry/liquidité plutôt qu'à une surperformance macro franche, l'euro s'appuie sur une amélioration structurelle de l'énergie et la livre demeure soutenue par des différentiels réels et des flux corporates. Les devises à forte dépendance cyclique ou énergétique sous-performent, en particulier en Océanie et en Scandinavie, alors que l'or bénéficie d'un appel de couverture. La trajectoire des actifs dépend, à court terme, de la résolution de la contrainte administrative américaine et de la stabilisation des multiples technologiques après la purge d'envergure observée, le tout sous l'hypothèse d'un débat de plus en plus audible autour d'un taux directeur américain tendre vers 3% à horizon de normalisation.

Implication du desk (En recherche de position)

Le positionnement recherché privilégie tactiquement le long USD contre NOK, SEK et NZD, en s'appuyant sur le différentiel de portage et la sensibilité accrue de ces devises à la combinaison pétrole/risque. Nous cherchons des achats sur repli en EUR/SEK et en GBP/NZD, avec un stop serré compte tenu de la volatilité headline liée au shutdown et à la micro US. La pondération CAD reste neutre en attendant un signal directionnel du couple emploi/pétrole. En couverture, une exposition mesurée à l'or se justifie tant que le dollar demeure ferme sans excès et que la visibilité macro américaine est entamée par l'absence de publications. Enfin, la gestion active de la durée des USD longs via options est privilégiée pour capter l'asymétrie de scénarios, compte tenu d'un flux actions encore positif mais vulnérable après la vague de dégonflement des valorisations technologiques.