

Analyse Globale du Marché – 27 October 2025

Sur la base de 843 articles passés en revue, le flux d'information confirme un régime de croissance marqué par la résilience américaine, un ralentissement européen et une stabilisation hétérogène en Asie, avec des écarts sectoriels persistants. L'inflation poursuit sa normalisation mais reste freinée par la rigidité des services, tandis que l'énergie et l'alimentaire réintroduisent une volatilité de court terme. La politique monétaire devient plus strictement dépendante des données, avec un étalement et une dispersion du cycle d'assouplissement et un biais prudent tant que le marché du travail demeure tendu. Sur les marchés, la courbe des taux reste sensible aux surprises macro, le dollar conserve un avantage de portage et les devises cycliques divergent selon l'exposition aux matières premières et à la Chine. Les risques globaux se concentrent sur la géopolitique, la fragmentation commerciale, les contraintes budgétaires et les échéances électorales, ancrant une prime de risque élevée et un régime de volatilité asymétrique.

1. Tendances macroéconomiques globales

Le régime macroéconomique global reste dominé par la désinflation graduelle aux États-Unis, la persistance d'îlots d'inflation sous-jacente en Asie développée et une fragmentation cyclique plus marquée entre économies avancées et émergentes. La publication d'un CPI américain plus faible qu'attendu a réancré l'idée d'un atterrissage en douceur: les points longs du Trésor ont repris, les actions ont inscrit de nouveaux sommets sur la combinaison "inflation plus froide, bénéfices solides", tandis que le dollar s'est montré hésitant, gagnant marginalement sur la semaine mais restant quasi stable autour de la séance. Le signal tactique est clair: la prime de risque sur la trajectoire de l'inflation recule, mais l'amplitude de l'assouplissement financier reste contrainte par la robustesse de l'activité domestique et par une prime de terme encore sensible aux surprises de prix. L'épisode de volatilité liée à l'incertitude entourant le calendrier des prochaines publications d'inflation rappelle en outre un risque technique: un report de mesure peut perturber l'indexation et les flux liés aux titres protégés contre l'inflation, accentuant la variabilité de base sur les breakevens sans modifier le fond macro.

En Europe, l'image est plus hétérogène. Au Royaume-Uni, une inflation qui se maintient, audessus de la cible, érode les paris de baisse rapide des taux et pèse sur la livre malgré un environnement dollar moins directionnel. Les remarques de membres de la Banque d'Angleterre sur l'effet désinflationniste de nouvelles barrières commerciales américaines soulignent un arbitrage classique: un choc négatif de croissance importé peut accélérer la convergence de l'inflation vers la cible, mais au prix d'un affaiblissement cyclique plus marqué. Sur le continent, les PMI flash confirment une résilience relative des services face à un manufacturier encore proche de la ligne de flottaison, avec des écarts notables entre pays. À l'échelle suisse, la banque centrale se dit à l'aise avec la trajectoire des prix, validant une posture de patience dans un contexte de pressions désinflationnistes domestiques. Le débat européen se déplace ainsi des taux aux déterminants d'offre: productivité, investissement et conditions de concurrence, comme en témoigne l'accent mis par des responsables de la BCE sur la revitalisation du potentiel de croissance.

Au Japon, la dynamique inflationniste s'installe davantage dans les services tandis que l'inflation globale reste audessus de l'objectif, avec un marché du travail toujours serré et une demande intérieure en rééquilibrage. Les indicateurs de prix côté services se raffermissent, les enquêtes manufacturières se tassent, et la politique reste

calibrée pour accompagner une normalisation graduelle. La volatilité du yen reflète la sensibilité aux différentiels de taux américains, aux flux de risque et aux anticipations de calendrier de la Banque du Japon, sur fond de discussion budgétaire visant à amortir l'érosion du pouvoir d'achat. La configuration reste propice à des épisodes de revalorisation rapide du yen si les taux réels américains reculent ou si la banque franchit de nouveaux paliers de normalisation, mais l'inertie demeure tant que la désinflation mondiale ne se traduit pas par un resserrement significatif des différentiels à l'avantage du Japon.

En Asie émergente, la préférence pour la croissance gagne en intensité. En Indonésie, la perspective de nouvelles baisses de taux illustre un arbitrage assumé au détriment de la roupiah, facilité par une inflation maîtrisée et par la recherche d'un ancrage de l'activité. En Chine, le redressement des profits industriels vers un rythme inédit depuis près de deux ans et la volonté affichée de soutenir une croissance "raisonnable" via une part plus élevée de la consommation valident le scénario d'une reprise moins dépendante de l'investissement public, mais encore incomplète. L'Australie enregistre un fléchissement manufacturier, ajoutant une nuance prudente au profil régional. À Singapour, l'optimisme de long terme sur la croissance et la trajectoire de la devise traduit des hypothèses fortes de gains de productivité et d'attraction de capitaux, sans incidence immédiate sur le cadrage cyclique.

En Amérique latine, la décélération de l'inflation au Brésil, plus marquée qu'anticipé, conforte une pause à un niveau de taux réels élevés qui ancre les anticipations et soutient la devise par portage. En Turquie, l'assouplissement ralenti et assorti d'un discours plus vigilant reconnaît le risque d'un réencrage difficile des prix si le mix politique se détend trop vite. En Afrique du Sud, le signal d'un éventuel ajustement de cible d'inflation réactive le débat sur la crédibilité et la cohérence du cadre, avec des implications pour la prime de risque locale. En Russie, l'appel à une immigration qualifiée pour soutenir l'offre de travail met en lumière une contrainte d'offre qui dépasse le seul cycle monétaire.

Au Moyen-Orient, la normalisation du crédit bancaire en Arabie saoudite après plusieurs années d'expansion et l'accélération d'initiatives technologiques traduisent une transition vers un régime de croissance moins intensif en levier et plus orienté vers la productivité, avec des retombées potentielles différées pour la balance courante et le compte capital. L'or reste bid sur un faisceau de risques géopolitiques récurrents, même si la détente cyclique de l'inflation américaine a temporairement comprimé les primes de couverture, illustrant la coexistence d'un régime de volatilité macro en baisse et d'une prime de risque événementielle persistante.

Pour les marchés, la combinaison d'une désinflation américaine réaffirmée, de divergences politiques croissantes et d'un cycle des bénéfices encore porteur configure un biais haussier sur le risque avec une courbe américaine susceptible de s'aplatir par bull moves. Le dollar conserve un portage positif mais sans catalyse directionnelle tant que l'écart de surprises de croissance se referme. En Europe, la sensibilité de la livre aux révisions de trajectoire de la BoE devrait rester élevée, tandis que l'euro réagit davantage aux données d'activité qu'aux seuls prix. En Asie, la volatilité du yen reste optionnelle, corrélée aux taux réels US et au séquençage de la normalisation domestique. Le risque principal à court terme tient moins au niveau des agrégats qu'à l'incertitude de calendrier et de mesure sur les prix qui peut amplifier les mouvements techniques sur inflationlinked et FX, dans un marché où le consensus a réengagé les paris de baisse de taux. L'axe central demeure inchangé: un cycle mondial qui se désinflationne sans récession, mais avec des poches de rigidité nominale qui forcent des politiques asymétriques et rendent la dispersion interactifs durable.

2. Politique monétaire et banques centrales

Le cycle monétaire global entre dans une phase de recalibrage où la baisse de l'inflation et le ralentissement industriel coexistent avec des poches de résilience, et où la divergence des banques centrales redevient l'axe directeur des flux. Le dollar oscille sans tendance marquée, reflet d'un balancier entre un calendrier de détente de la Réserve fédérale, l'ancrage prolongé de la BCE et la normalisation graduelle de la BOJ, tandis que la Chine signale une posture plus active sur le plan monétaire et de change.

Aux États-Unis, une séquence d'inflation inférieure aux attentes maintient la Fed sur une trajectoire de baisse des taux à court terme. La question se déplace désormais du démarrage de l'assouplissement vers sa cadence et sa profondeur, avec un comité explicitement partagé sur l'ampleur des coupes supplémentaires. La discussion autour d'un arrêt anticipé du resserrement quantitatif prend de l'ampleur, soutenue par des signaux du marché de financement et par l'idée qu'une poursuite du runoff pourrait accentuer la volatilité de la courbe. La perspective d'un adoucissement des tests de résistance pour les banques s'inscrit dans un environnement de conditions financières déjà assouplies par la performance des actifs risqués, mais ne change pas l'arbitrage de la Fed entre une désinflation encore inachevée et un cycle de profits concentré sur les mégacaps. Dans ce contexte, les Treasuries à court terme incorporent largement l'amorce des réductions, alors que l'extrémité longue reste sensible à la rhétorique sur le bilan et aux signaux de l'offre. Pour le dollar, la convergence attendue des différentiels de taux, combinée à un possible pivot sur le bilan, milite pour une performance plus nuancée, avec des réactions asymétriques aux surprises de données et aux inflexions de communication.

La BCE consolide une stratégie de patience. Le message officiel insiste sur une politique " adéquate " au niveau actuel, la priorité étant la transmission et la normalisation progressive du crédit plutôt que des ajustements de taux rapprochés. Les propos de responsables soulignent à la fois la persistance des délais de transmission et les risques externes, notamment l'exposition en dollar du système bancaire dans un contexte de tensions commerciales. La combinaison d'une inflation sous-jacente qui s'érode lentement, d'une demande molle et d'un système financier prudent justifie une pause prolongée, désormais intégrée dans les anticipations de marché. Le volet structurel, avec l'accent mis sur l'intégration des marchés de capitaux européens, vise à améliorer le canal de financement non bancaire, mais ne modifie pas l'orientation conjoncturelle. Pour l'euro, la compression graduelle des écarts de taux avec les États-Unis constitue un soutien de moyen terme, tempéré par le différentiel de croissance et la sensibilité aux chocs commerciaux.

Au Japon, la banque centrale prépare le terrain à une nouvelle étape de normalisation. L'accélération de l'inflation de base audessus de la cible, conjuguée aux signes d'ébullition sur le marché actions, renforce l'argument d'un relèvement additionnel des taux et d'un cadrage plus strict des conditions financières. Les indications d'un calendrier potentiellement rapproché et la stabilité du système financier présentées par la BOJ convergent avec l'idée d'un resserrement prudent mais tangible. La conséquence macrofinancière principale réside dans le rétrécissement attendu de l'écart de rendements avec les États-Unis, facteur de soutien structurel au yen et de recomposition des portefeuilles de portage en Asie.

En Chine, le pivot rhétorique vers un soutien plus affirmé, avec des appels à un dispositif de relance d'ampleur et une intensification de l'internationalisation du renminbi, marque une inflexion. La banque centrale affiche moins de réticence à encadrer le FX et à promouvoir l'usage du yuan, ce qui peut réduire la tolérance aux phases de dépréciation désordonnée tout en cherchant à stabiliser le crédit domestique. Un éventuel effort budgétaire plus massif aurait un effet ambigu sur la devise, entre amélioration des perspectives de croissance et élargissement des besoins de financement, mais clarifie l'intention d'ancrer les anticipations dans une fourchette plus stable.

Dans l'univers émergent, l'hétérogénéité domine. L'Indonésie marque une pause tactique tout en laissant ouverte la voie à de nouveaux assouplissements, mais la transmission demeure freinée par la discipline des banques et la prudence des entreprises. La Russie opte pour une réduction symbolique de son taux directeur dans un environnement sanctionné, soulignant la primauté des contraintes d'offre sur la dynamique cyclique. Le maintien des taux au Paraguay s'aligne sur une inflation en décélération. L'Argentine cherche à renforcer ses réserves via un accord de swap de devises, signal de gestion de liquidité plutôt que pivot de cycle. Ces trajectoires montrent que la séquence d'assouplissement n'est ni synchrone ni linéaire, et reste conditionnée par les spécificités de transmission, de financement externe et de crédibilité.

Le facteur énergie contribue à desserrer l'étau pour les banques centrales. La structure du Brent et les marchés physiques pointent un risque de surabondance à court terme, ce qui pèse sur les composantes volatiles de l'inflation et facilite les arbitrages en faveur d'un assouplissement graduel dans les économies avancées. À court horizon, l'attention se concentrera sur la granularité des guidances. Aux États-Unis, l'ampleur des coupes et toute indication sur l'arrêt du runoff seront déterminantes pour la pente de la courbe et la trajectoire du dollar. En zone euro, la confirmation d'une pause prolongée, le diagnostic sur la transmission et la sensibilité aux risques de change liés au dollar structureront la réaction de l'euro et des spreads. Au Japon, la matérialisation d'une hausse supplémentaire et le calibrage du resserrement des conditions financières définiront l'ampleur du rebond du yen. En Chine, la balance entre soutien macro et gestion du renminbi guidera l'Asie. L'ensemble compose un régime où la convergence des taux nominaux se heurte à des divergences de transmission et de régimes de change, entretenant une volatilité directionnelle modérée mais une sélectivité accrue sur FX et courbes.

3. Devises et marchés des changes

Le complexe de change ouvre la semaine sur un régime de risque plus constructif, porté par l'idée d'un gel partiel des tensions commerciales entre Washington et Pékin et par des signaux de stabilisation en Chine. Les titres cycliques et les devises bêta en Asie se raffermissent, l'AUD et le NZD réagissant immédiatement à la perspective d'un " tarif pause " et à l'évocation d'une coopération accrue sur les terres rares. Le dollar s'effrite à la marge contre les matières premières et l'Asie exJapon, tout en restant ferme face au yen et au franc, reflet d'un appétit pour le risque sans inflexion nette du différentiel de taux US.

En Chine, le discours officiel converge sur deux axes: maintien de la stabilité des marchés et approfondissement graduel de la réforme du yuan. La rhétorique de la PBoC, adossée à des indicateurs industriels en amélioration et à la reprise de fenêtres de financement offshore - à l'image d'une levée dualdevise de Meituan - ancre l'USD/CNH dans une fourchette étroite, limite la prime de risque sur le KRW et le TWD et redonne du portage au bloc Antipodes. L'annonce de discussions sinoaméricaines plus techniques et d'un consensus de principe abaisse la

probabilité d'un choc tarifaire immédiat, ce qui allège la demande défensive en dollar et en franc, sans pour autant inverser la pente des spreads de taux.

L'Inde affronte un choc de flux avec des sorties étrangères cumulées de l'ordre de 17 milliards de dollars, qui accélèrent l'agenda de réformes financières et la volonté d'élargir la profondeur domestique. La roupie reste encadrée dans un régime de glissement contrôlé, suggérant une présence lissée de la RBI, tandis que la question énergétique demeure un stabilisateur relatif, l'accès à du brut à prix décoté et la perspective de tarifs américains plus bas atténuant la détérioration des termes de l'échange. La proximité des sommets boursiers domestiques traduit un bid local résilient, mais le FX reste défensif tant que l'axe fluxréformes n'a pas resserré la prime de risque.

L'Argentine repart en zone de turbulences à l'approche des élections de mimandat. Les titres et commentaires de marché sur un soutien inédit venu de Washington à la devise argentine introduisent un précédent délicat en matière d'intervention externe. L'ancrage tactique que cela procure sur le très court terme ne se traduit ni par un allègement durable des primes de terme sur les NDF, ni par une normalisation de la courbe locale; la probabilité d'épisodes de dislocation demeure élevée, et l'effet d'entraînement sur le reste du panier LatAm reste asymétrique, avec une contagion plus marquée via la perception politique que via les fondamentaux.

En Europe, la zone euro surprend par un redressement de l'activité au plus haut depuis 2024, ce qui suffit à défendre les zones de support de l'EUR/USD sans déclencher une jambe haussière autonome. Au RoyaumeUni, une résilience conjoncturelle avant un budget attendu plus restrictif crédibilise la livre à court terme, au prix d'un risque de freinage fiscal au T1. L'édifice réglementaire bancaire britannique demeure inchangé sur le traitement des souverains, neutralisant l'argument de compression artificielle des primes sur les gilts. La Suisse voit le franc s'immobiliser avec la normalisation du sentiment de risque, et la paire USD/CHF se cantonne à un régime de consolidation latérale. Au Japon, la vigueur des actions et les messages du ministère des Finances sur l'importance de mouvements de change " stables " maintiennent l'épée de Damoclès de l'intervention audessus d'un yen structurellement affaibli par les écarts de taux; la prime d'événement plafonne les velléités haussières du USD/JPY sans inverser la tendance de fond.

Le volet matières premières et flux réels s'oriente vers une détente marginale des risques d'approvisionnement, avec la levée du cas de force majeure sur un projet GNL majeur au Mozambique et un tour de vis supplémentaire envisagé sur les recettes pétrolières russes. L'équilibre qui en résulte limite l'extension du soutien aux devises pétrolières tout en soulageant les importateurs nets d'énergie en Asie. La baisse abrupte des taux de location de l'argent signale l'apaisement d'une tension de collatéral qui avait contaminé ponctuellement certaines courbes de financement, un facteur favorable à la normalisation des bases crosscurrency. L'Arabie saoudite continue d'aimer le capital privé face à une liquidité domestique plus rare, ce qui renforce la crédibilité du peg du riyal et stabilise le vecteur MENA dans les portefeuilles globaux.

Les marchés de capitaux restent ouverts aux émetteurs systémiques, de SoftBank en dollars et en euros à de grands pharmas en quête d'acquisitions, fournissant un arrièreplan régulier de couvertures de change et d'offre de dollars. En Europe, le débat sur les fusions bancaires progresse plus par des ajustements de périmètre que par des mégafusions, ce qui participe à la résilience de l'euro sans changer la donne macro. La microstructure du marché en début de semaine est par ailleurs affectée par le passage à l'heure d'hiver en Europe, qui modifie les

fenêtres de liquidité et peut accentuer les écarts sur les fixes londoniens dans un contexte d'agenda chargé par les publications de résultats des grandes valeurs technologiques américaines.

Dans ce cadre, la trajectoire de court terme reste dictée par l'équilibre entre détente commerciale sinoaméricaine et idiosyncrasies émergentes. Tant que l'hypothèse d'un gel tarifaire tient, le portage cyclique en AsiePacifique et le rebond des devises bêta devraient prévaloir, avec un yuan stabilisé par la politique de fix et des flux d'entreprise, une livre portée par la macro domestique à la veille du budget et un euro ancré par la surprise d'activité. L'Inde demeure en mode défensif mais gérable dans un corridor piloté par la banque centrale, tandis que l'Argentine impose une discipline de gestion du risque stricte, l'ancrage de très court terme ne compensant pas le risque événementiel. Le yen conserve son statut de devise de financement dans un environnement de risque plus porteur, mais le plafond d'intervention commande de calibrer l'exposition. L'issue des résultats américains et la matérialisation d'un véritable cessez-le-feu tarifaire diront si l'affaiblissement marginal du dollar peut s'étendre au-delà d'un simple ajustement tactique.

4. Marchés boursiers internationaux

Les marchés d'actions internationaux se sont inscrits en hausse, portés par un regain d'optimisme autour d'une désescalade commerciale entre Washington et Pékin et par la perspective d'un échange au plus haut niveau politique. La pente du mouvement reste typique d'un épisode " risk-on " classique: compression des primes de risque, affaiblissement des valeurs refuges, recul de l'or, et réouverture des thématiques cycliques en amont d'une séquence dense de résultats, notamment en Asie où les mégacaps technologiques cristallisent l'attention sur la soutenabilité des marges et la dynamique des revenus liés à l'IA et aux semiconducteurs.

En Chine, la progression des indices traduit l'espoir qu'un accord plus large puisse s'esquisser, alors même que la reprise domestique demeure hétérogène. La remontée des bénéfices industriels offre un signal de stabilisation côté offre, mais la faiblesse persistante de la demande interne questionne l'endurance du cycle des profits et limite, à ce stade, l'extension mécanique des multiples. La réaction positive suggère néanmoins que le risque externe pèse davantage, à court terme, sur les valorisations que les fragilités cycliques locales.

Aux États-Unis, l'appétit pour le risque a pour l'instant éclipsé des signaux macro-financiers mixtes. Le relèvement de l'incertitude politique, illustré par l'abaissement de la note souveraine par une agence européenne et la prolongation du bras de fer budgétaire, n'a pas entamé le biais haussier des actions. Les tensions opérationnelles liées à la fermeture partielle de l'administration, des files d'attente dans les transports à la pression sur les ménages modestes via l'assistance alimentaire, constituent toutefois un risque de queue pour la confiance et l'activité si elles perdurent. L'indicateur de sentiment des ménages ressort en retrait par rapport aux attentes, signalant que la transmission de ces frictions vers la demande n'est pas neutre. Dans ce contexte, le scepticisme d'une partie de la recherche quant à la capacité relative du marché américain à surperformer le reste du monde gagne en cohérence, d'autant que l'amélioration du narratif commercial tend structurellement à soutenir les actifs non-US et les segments cycliques ex-domestiques.

Les divergences au sein des émergents se renforcent. L'ajustement brutal de la cote indonésienne, sur fond d'inquiétudes liées à une éventuelle évolution des pondérations d'indices, rappelle la sensibilité de certaines

places aux flux passifs et aux décisions des fournisseurs de benchmarks. Au Vietnam, la correction consécutive aux indications de l'autorité de régulation sur des irrégularités de crédit souligne le risque réglementaire et la dépendance de pans entiers du marché à des conditions de financement accommodantes. À l'inverse, en Inde, l'allègement judiciaire perçu dans le dossier des redevances télécoms a déclenché un rebond marqué d'un titre emblématique du secteur, signalant que la courbe des risques idiosyncratiques reste à double sens. En Afrique, des mouvements tactiques du côté des banques internationales, avec des cessions d'activités de détail et de gestion de patrimoine, illustrent une reconfiguration prudente de l'allocation de capital et de la gestion des risques opérationnels.

En Europe, la trajectoire des financières demeure contrainte par les risques juridiques et réputationnels, comme en atteste la faiblesse persistante d'un grand établissement français à la suite d'un verdict défavorable aux États-Unis. Parallèlement, la perspective d'un adoucissement de certaines exigences climatiques au niveau européen pourrait offrir un répit tactique aux secteurs intensifs en énergie et en capital, mais entretient une visibilité incertaine pour l'investissement de transition, avec un impact asymétrique sur les chaînes de valeur industrielles.

Les poches de surchauffe micro restent présentes. La flambée des intérêts vendeurs au-delà du flottant sur une valeur très volatile de l'alimentation alternative illustre le potentiel de squeezes et la fragilité des positionnements extrêmes dans un environnement de liquidité resserrée. Ce type d'épisode peut amplifier, à la marge, la volatilité factorielle et perturber les stratégies quantitatives sensibles aux flux, sans remettre en cause la tendance directionnelle tant que le catalyseur macro reste favorable.

La baisse de l'or face au redressement des actions corrobore l'idée d'un repositionnement de portefeuilles hors refuges. Le fait que le déclassé souverain évoqué n'ait pas déclenché de fuite vers la qualité suggère que, pour l'instant, le marché considère la dégradation comme idiosyncratique et à faible pouvoir de contagion, à la différence d'un choc systémique. Les tensions géopolitiques périphériques et les perturbations locales d'approvisionnement, qu'il s'agisse de fermetures frontalières ou d'incidents sécuritaires ponctuels, n'ont pas, à ce stade, d'empreinte lisible sur les prix des actifs globaux.

À court terme, la séquence se joue autour de trois pivots. La matérialisation d'un calendrier politique crédible sur le front commercial définirait l'ampleur du rerating des cycliques mondiaux. La saison de résultats, en particulier chez les mégacaps technologiques américaines et asiatiques, testera la prime de qualité et la tolérance du marché à toute déception sur la trajectoire des marges et des capex. Enfin, la gestion du dossier budgétaire à Washington et la cohérence des données de confiance viendront arbitrer entre l'hypothèse d'une poursuite de la rotation vers le bêta global et celle d'un retour défensif. Dans ce triangle, le biais reste constructif pour les actions internationales hors États-Unis en cas de confirmation du narratif commercial, mais l'asymétrie des risques plaide pour une sélectivité accrue et un usage discipliné des protections, tant les catalyseurs positifs identifiés coexistent avec des fragilités cycliques et institutionnelles non résorbées.

5. Matières premières (énergie, métaux, etc.)

Les matières premières ont abordé la semaine sous l'impulsion simultanée d'un apaisement du risque géopolitique perçu entre Washington et Pékin et d'un durcissement du régime de sanctions énergétiques contre la Russie. Ce double choc a produit une dynamique contrastée: un pétrole balancé entre primes de risque et réalités d'offre, et un or rattrapé par l'amélioration du sentiment, dans un contexte de positionnement devenu dense après une phase d'afflux record.

Sur l'énergie, les nouvelles sanctions américaines visant des producteurs russes de premier rang et l'interdiction européenne du GNL russe ont provoqué un bond initial des cours, jusqu'à 5% sur l'impulsion headline, avant un reflux à mesure que le marché a requalifié l'ampleur effective du choc. L'efficacité de ces mesures demeure fonction des angles d'évaluation: volumes exportés, recettes budgétaires russes, ou coûts de réacheminement. Les signaux de friction sont tangibles, avec l'arrêt temporaire de certaines cargaisons vers la Chine, des annulations de deals impliquant un raffineur chinois sous pression de sanctions britanniques, et une montée des coûts logistiques pour les acheteurs indiens cherchant des alternatives. Pour autant, la capacité d'adaptation des flux reste élevée et continue d'amortir le choc, tandis que l'offre hors Russie ne se tarit pas. L'Irak confirme une hausse de ses exportations et l'incident au gisement de Zubair n'a pas eu d'impact opérationnel. Dans ce cadre, les banques anticipent une volatilité de court terme mais un potentiel de hausse limité par un excédent d'offre latent et la faculté du marché à rerouter les barils via la flotte parallèle. La juxtaposition de mesures occidentales plus intrusives et de la résilience des arbitrages physiques suggère un régime de prix haché, où les primes événementielles s'érodent rapidement si elles ne s'adosent pas à des pertes de volumes persistantes.

Le cadre politico-énergétique se durcit en toile de fond. Les tensions normatives entre les États-Unis, le Qatar et l'Union européenne autour des règles climatiques illustrent une fragmentation qui complexifie les choix d'investissement, tandis que l'Ukraine puise dans ses réserves gazières face à l'intensification des attaques et que le Royaume-Uni voit un nouvel acteur de la mer du Nord basculer en administration, signe de la fragilité des chaînes d'ingénierie et de services. L'Iran, confronté à ses propres contraintes énergétiques, tente d'accélérer un basculement vers le solaire. L'ensemble plaide pour une prime structurelle de risque logistique et réglementaire, sans que cela ne se traduise mécaniquement par une tension durable des prix si l'offre globale s'ajuste.

Les métaux précieux ont inversé la dynamique. Après des entrées record dans les fonds dédiés sur la jambe haussière précédente, l'amélioration perçue des relations commerciales États-Unis-Chine a sapé la demande de valeurs refuge. L'or a reculé de manière abrupte, avec une chute de 5% enregistrant le plus fort sell-off depuis 2020 et déclenchant un passage rapide de la FOMO aux appels de marge. Cette phase d'épuration a attiré des chasseurs de bonnes affaires, mais elle souligne surtout la sensibilité du métal à l'enchaînement sentiment/flux dans un environnement de positions chargées. Le contraste entre la correction tactique et les projections stratégiques demeure marqué: des maisons continuent d'assigner des objectifs très élevés à l'horizon 2026, avec des prévisions sur le prix moyen au-delà de 4 900-5 000 dollars l'once, pendant que le marché du travail sur les desks or s'étoffe, reflet d'une profondeur de marché et d'une financiarisation accrues. La cohérence entre ces cibles et le chemin des rendements réels et du dollar reste la variable critique à surveiller à court terme.

En synthèse, le complexe énergie reste prisonnier d'un balancier entre durcissement politique et élasticité des flux physiques, ce qui confine le pétrole à une trajectoire heurtée où les rallyes headline butent sur l'offre disponible et la capacité de réacheminement. Les métaux précieux, et l'or en particulier, ont basculé sur une jambe corrective après une séquence d'afflux exceptionnelle, redonnant la main aux facteurs de court terme liés au sentiment et au

levier, sans invalider les thèses plus longues portées par certains investisseurs. La volatilité croisée sur ces segments devrait perdurer tant que l'apaisement commercial et le durcissement des sanctions continueront de se neutraliser, maintenant les prix dans des régimes dominés par les flux plutôt que par une recomposition claire des fondamentaux.

6. Entreprises & résultats financiers

La séquence de résultats met en évidence une dispersion accrue entre microdonnées d'entreprises et un environnement macro encore chargé de signaux géopolitiques, ce qui renforce la prime aux trajectoires bénéficiaires crédibles et pénalise les valorisations étirées. La volatilité idiosyncratique domine, avec des épisodes de flux techniques difficiles à dissocier des fondamentaux sous-jacents.

Dans la consommation, Reuters indique que Beyond Meat anticipe un chiffre d'affaires trimestriel supérieur aux attentes, alors que le titre est entraîné par une dynamique de short squeeze. Le mouvement de prix traduit davantage un repositionnement forcé qu'une révision structurante du profil de croissance. Le point d'inflexion demeure la soutenabilité de l'amélioration du mix et des marges brutes dans un contexte de consommation sélective et de discipline promotionnelle accrue dans la distribution. La valorisation restera tributaire du calibrage de la trajectoire de cash burn et de la visibilité donnée sur l'atteinte d'un point mort opérationnel, éléments qui priment sur l'effet mécanique de couverture des positions vendeuses.

Dans la technologie, Bloomberg souligne qu'Advantest aborde une publication clé avec une valorisation supérieure à celle de Nvidia, reflet d'attentes élevées autour de la chaîne d'approvisionnement liée à l'IA. Le test est strict: le marché exigera des signes tangibles de soutenabilité des carnets de commandes, de pricing power sur les équipements de test haute performance et d'un calendrier de dépenses d'investissement des fondeurs qui ne s'érode pas. Toute inflexion dans le discours sur la demande HBM ou une normalisation des délais de livraison pourrait déclencher une renotation. À l'échelle macro-financière, une déception sur ce maillon de l'écosystème IA pèserait sur les indices japonais et renforcerait la fonction de couverture du yen via un appétit moindre pour le risque actions, tandis qu'un beat accompagné d'un relèvement de guidance consoliderait la prime de croissance du segment et ancrerait les anticipations de capex semi en Asie.

Dans l'énergie et les services aux collectivités, Uniper a annoncé la publication prochaine de ses états trimestriels, maintenant l'attention sur la normalisation de la génération de résultats après la phase aiguë de crise énergétique et sur la lisibilité des effets de couverture. La sensibilité des spreads de crédit du secteur européen reste élevée à toute indication de volatilité de cash-flow. Parkland, de son côté, a publié ses résultats du troisième trimestre 2025 et fourni une mise à jour sur la transaction avec Sunoco selon l'avis relayé par la presse financière. Le marché arbitrera entre la résilience des marges de distribution, la capture de synergies attendues et la trajectoire de levier postacquisition. Dans un contexte de marges de raffinage plus volatiles et de demande distillée par région, la capacité à convertir le résultat en flux de trésorerie libre et à préserver la flexibilité bilancielle est déterminante pour la prime de risque appliquée aux émetteurs du downstream. Pour le dollar canadien, l'angle demeure indirect, via la corrélation au complexe énergie et au sentiment crédit domestique.

Le secteur bancaire régional américain reste une jauge utile de la transmission monétaire. La publication du troisième trimestre 2025 de Bank of Hawai'i, signalée par l'émetteur, sera lue au prisme de la stabilité de la marge nette d'intérêt, de la dynamique des coûts de dépôts et de l'évolution du coût du risque. Audelà du cas spécifique, l'investisseur cherchera des signaux sur la capacité du segment à défendre la rentabilité face à la concurrence de taux sur l'épargne et à l'ajustement de l'appétit pour le risque sur l'immobilier commercial. Une lecture neutre à positive soutiendrait la détente des primes de risque financières et un dollar stable via un apaisement des craintes de funding.

Le bruit géopolitique complète le tableau. Bloomberg rapporte que Pékin appelle Washington à préserver les résultats "durement acquis" avant une rencontre XiTrump, ce qui suggère un effort de stabilisation tactique. À court terme, ce signal limite le risque de choc tarifaire immédiat perçu par les entreprises à forte exposition Chine et par la chaîne semi asiatique, mais il ne lève pas l'incertitude de politique commerciale qui continue de plafonner les multiples. La stabilité du renminbi demeure un paramètre clé pour l'appétit de risque régional et la lecture des marges exportatrices. En Afrique centrale, Reuters et la BBC relaient la réélection de Paul Biya au Cameroun et des heurts meurtriers en marge des résultats. Le risque politique reste contenu localement par l'ancrage du franc CFA à l'euro, mais la prime de risque souveraine et les opérations des entreprises exposées au pays peuvent subir une dégradation temporaire, sans effet d'entraînement global.

L'ensemble compose un régime de marché où la sélectivité s'impose. Les publications confirment que les valorisations aux multiples élevés sont hypersensibles à la crédibilité des guidances, tandis que les épisodes techniques peuvent masquer transitoirement la réalité opérationnelle. Pour les portefeuilles, la hiérarchie des risques reste dictée par la capacité à générer du cash, à préserver la flexibilité financière et à offrir une visibilité sur la demande, avec en couverture une préférence tactique pour des actifs refuge si le test de résultats du complexe IA au Japon venait à décevoir. Sur le plan des devises, le yen conserve un bêta négatif aux corrections de l'IA, le dollar canadien demeure inféodé à l'énergie et aux spreads domestiques, et le dollar américain se stabilise à mesure que les résultats financiers atténuent les craintes de stress de liquidité.

7. Risques géopolitiques et diplomatie économique

Le momentum géopolitique s'oriente vers une désescalade tactique entre Washington et Pékin, sans altérer les lignes de force stratégiques. La perspective d'un accord-cadre sur le commerce incluant un report d'un an des contrôles chinois sur les terres rares et une reprise d'achats de soja américain a réinitialisé l'appétit pour le risque sur les matières premières agricoles et atténué la prime d'incertitude sur les chaînes d'approvisionnement critiques. La rhétorique de surtaxe tarifaire demeure en arrière-plan comme instrument de négociation, mais l'architecture du deal, évoquant en miroir un compromis sur TikTok et une discipline réciproque sur les minerais critiques, signale une recherche de prévisibilité minimale avant une rencontre Trump-Xi. L'impulsion est également visible dans la périphérie diplomatique: reprise de vols directs Inde-Chine, réchauffement pragmatique Pékin-Canberra, et ouverture de pourparlers en Malaisie. Ces gestes réduisent le risque de fragmentation commerciale à court terme, sans inverser l'ambition chinoise de souveraineté technologique ni l'agenda occidental de réduction de dépendance.

Le théâtre indo-pacifique reste toutefois chargé. Les incidents distincts impliquant un hélicoptère et un avion de combat américains en mer de Chine méridionale rappellent l'élévation du risque opérationnel et la possibilité d'accidents à escalade rapide. Au plan technologique et militaire, l'accélération duale est tangible: montée en puissance d'outils d'IA militaires, essais de drones et robotique de terrain, tandis que Pékin intensifie l'autonomie industrielle et financière, illustrée par la progression des prêts offshore en renminbi. Ce mouvement soutient la dé-dollarisation à la marge et renforce l'écosystème CNH, tout en durcissant l'environnement de contrôle des exportations et de filtrage des investissements de part et d'autre.

En Europe, le front russe demeure un foyer de risque récurrent. Les frappes de drones ukrainiens vers Moscou, la communication de Moscou autour du missile Burevestnik et les destructions de drones aux abords de la capitale s'inscrivent dans une guerre d'attrition et de signal. L'Union européenne avance un 19e paquet de sanctions ciblant banques, prestataires et raffinages liés à la Russie, avec un volet extraterritorial plus affirmé, pendant que la solution de financement de l'Ukraine gagée sur les avoirs gelés patine, rehaussant l'impression de fragmentation décisionnelle. Berlin cherche à protéger les actifs allemands de Rosneft d'un effet collatéral des sanctions américaines, illustrant la complexité de l'alignement transatlantique. Pour Moscou, la conditionnalité affichée sur les avoirs à l'étranger reflète une stratégie défensive visant à limiter le précédent juridique d'une confiscation. La combinaison d'un durcissement graduel des sanctions et d'une mise en œuvre hétérogène entretient un régime de frictions sur les flux d'énergie et de finance, avec une volatilité latente sur le raffinage européen et les différentiels de brut.

Au Moyen-Orient, la dynamique autour de Gaza reste incertaine. L'hypothèse d'un cessez-le-feu encadré par des forces étrangères bute sur la souveraineté décisionnelle israélienne, tandis que les indicateurs humanitaires se dégradent et que la logistique d'aide demeure contrainte. Le canal pétrolier est peu affecté à ce stade, mais le risque de spillover régional persiste et s'additionne à des points de fragilité en Irak où des incidents logistiques ont déjà brouillé la lecture des exportations de Basra. Sur le plan diplomatique élargi, les capitales arabes contestent les schémas de gouvernance post-conflit, ce qui prolonge l'incertitude politique et retarde toute normalisation.

En Asie du Sud, la montée des tensions entre Islamabad et Kaboul, avec la menace explicite d'un conflit ouvert si les pourparlers échouent, insère un risque de sécurité supplémentaire sur une zone clef des corridors énergétiques et logistiques régionaux. L'onde de choc se propage par la prime de risque sur les devises frontalières et par une volatilité accrue sur les avoirs en dollar localement.

Sur la Chine domestique, les signaux de demande restent hétérogènes. Les maisons de luxe multiplient les engagements marketing pour capter une reprise encore naissante de la dépense discrétionnaire, ce qui atteste d'une normalisation incomplète de la consommation des ménages. Sur l'industrie lourde, l'encadrement des swaps de capacités dans l'acier soutient les prix du rebar et indique une volonté de discipliner l'offre, en cohérence avec une stratégie de qualité de croissance et de réduction des émissions. Ces éléments, combinés à des initiatives financières comme l'étude de privatisations partielles et des pistes de valorisation bancaire, stabilisent la trajectoire du crédit sans résoudre les contraintes structurelles immobilières. Ils plaident pour une trajectoire du renminbi mieux ancrée à court terme sous l'effet diplomatique, mais plafonnée par la divergence de productivité et par l'intensification des contrôles technologiques occidentaux.

Aux États-Unis et en Europe, la géopolitique interagit avec la régulation et les risques micro. L'opposition syndicale à une fusion majeure dans les médias et les spéculations d'arbitrage d'actifs témoignent d'un cycle M&A; plus conflictuel, susceptible d'accroître les primes d'exécution et de prolonger la fragilité du crédit high beta. Les avertissements sur le private credit, s'ils ne relèvent pas du géopolitique, augmentent la sensibilité du système aux chocs exogènes. La Commission européenne signale sa disponibilité à riposter à toute contrainte chinoise sur les terres rares, dans une logique de coercition économique symétrique, ce qui ancre le régime de "sécurité économique" comme paradigme de politique commerciale.

Les événements climatiques extrêmes, à l'image de l'ouragan Melissa menaçant la Jamaïque, rappellent la dimension physique du risque sur des chaînes d'approvisionnement sensibles, de l'alumine au soft commodity. Ce facteur reste secondaire au regard des dossiers systémiques, mais renforce le biais de prime de risque sur certaines expositions caribéennes et agricoles.

Pour les marchés de changes, l'axe dominant reste la coexistence d'une détente tactique sino-américaine et d'une conflictualité structurelle multi-théâtres. Le CNH bénéficie à court terme du cadrage commercial, de la reprise d'achats de soja et d'un meilleur flux de nouvelles sur les relations régionales, mais la surperformance est auto-limitée par la stratégie de self-reliance, l'encadrement renforcé des technologies duales et le risque d'accidents en mer de Chine méridionale. L'AUD et le NZD captent le bêta positif Chine et la stabilisation Canberra-Pékin, avec une convexité accrue via les métaux et l'acier. Le MYR est un bénéficiaire collatéral des pourparlers en Malaisie et d'un environnement régional plus prévisible. L'EUR demeure freiné par la dissonance intra-européenne sur la confiscation des avoirs russes et par le durcissement extraterritorial des sanctions, qui nourrissent un discount de gouvernance. Le JPY reste l'option de volatilité en cas d'accident géopolitique, face à un USD qui conserve une prime de sûreté dans les épisodes de choc et une portance de carry structurel. Le RUB reste sous pression d'un régime de sanctions en sédimentation et de contraintes logistiques sur l'énergie, avec une volatilité amplifiée par la communication stratégique russe. Dans l'univers émergent, les devises à haut bêta sont sensibles au swing US-Chine mais restent exposées aux revers, comme le rappelle la prudence de marché sur le "trade Milei" en Amérique latine.

La diplomatie économique produit ainsi un répit qui fluidifie temporairement les flux commerciaux et apaise le pricing de risques extrêmes, tandis que la matrice stratégique demeure inchangée. La sélection factorielle s'impose: capturer l'accalmie tactique via des expositions Asie-Pacifique corrélées à la Chine, tout en conservant des couvertures contre un retour de volatilité en Europe élargie et au Moyen-Orient, dans un cadre où la fragmentation géopolitique continue d'organiser la hiérarchie des rendements.

8. Nouveaux développements technologiques

La séquence récente confirme que les technologies de pointe restent le principal vecteur de réallocation du capital, avec un effet d'entraînement sur les chaînes d'approvisionnement, la régulation financière et la cartographie des risques opérationnels. L'approbation par SoftBank du reliquat de 22,5 milliards de dollars d'investissement dans OpenAI signale la persistance d'un cycle de financement de très grande taille concentré sur l'informatique d'IA, à rebours du tassement de l'investissement productif observé ailleurs. Le contraste relevé par plusieurs analyses de marché entre l'essor des dépenses liées aux modèles et aux centres de données et la faiblesse de l'investissement

hors techno se creuse. Il soutient la prime de leadership des acteurs dominants tout en accentuant la fragilité de la périphérie cotée dépendante d'un crédit moins abondant.

L'adoption en entreprise progresse par paliers. L'initiative de JPMorgan d'équiper les équipes d'un assistant IA pour rédiger des revues de performance illustre une bascule vers des cas d'usage transversaux, non plus cantonnés aux fonctions R&D.; Dans le même temps, l'excuse publique d'un grand cabinet américain pour des erreurs d'IA dans un dépôt judiciaire rappelle que la gouvernance des modèles, la traçabilité et les garde-fous demeurent une condition sine qua non d'une adoption à l'échelle. L'incident d'AWS, rapidement résorbé, a matérialisé le risque de concentration opérationnelle induit par la dépendance au cloud hyperscale. Cet ensemble plaide pour une décote de risque sur les architectures monocloud et, corrélativement, pour une prime sur les solutions de redondance, d'observabilité et de cybersécurité.

Le volet infrastructures devient déterminant. Le boom des centres de données, moteur de la demande en puissance de calcul, menace de cannibaliser certains segments de la réindustrialisation en mobilisant foncier, énergie et équipements électriques, au moins à court terme. Dans les semi-conducteurs, le message reste contrasté. Volkswagen indique un approvisionnement en puces stabilisé pour l'instant, ce qui suggère un apaisement des goulots dans l'automobile européenne. En contrepoint, la volatilité des valeurs technologiques et les signaux de faiblesse cyclique dans certaines poches du semi rappellent que la normalisation d'inventaires n'est pas linéaire, surtout à l'approche d'un nouveau cycle de produits IA et de la montée en gamme des nœuds avancés. La translation macro se fait via la composition de l'investissement: plus de capex alloué au numérique et aux réseaux, moins aux lignes industrielles classiques, avec des effets régionaux différenciés.

Le cadre réglementaire évolue par à-coups vers une intégration plus explicite des actifs numériques et de la tokenisation. La nomination annoncée de Michael Selig à la tête de la CFTC, accompagnée d'un objectif affiché sur les exigences de capital dans la crypto, ouvre la voie à un ancrage plus net de l'infrastructure de marché digital sous juridiction américaine. Les initiatives privées se multiplient en parallèle, de l'enchère crypto de Ferrari ciblant les générations familiales du numérique aux projets de levées dédiées aux trésors en tokens, signe d'une porosité accrue entre finance traditionnelle et rails décentralisés. La pression politique au Royaume-Uni pour réduire le vol de smartphones illustre, à un autre niveau, la volonté d'imposer des obligations de sécurité par design aux grandes plateformes. Ces dynamiques, si elles se confirment, renforcent l'hypothèse d'une profondeur de liquidité en dollars sur les segments tokenisés et d'une standardisation progressive des interfaces banque-fintech.

Sur la frontière technologique, le signal envoyé par Google revendiquant un avantage quantique appliqué à la découverte de médicaments, s'ajoute aux mouvements de consolidation dans les biotechs et aux annonces de percées en implants oculaires. La convergence bio-IT se précise, avec une boucle de rétroaction entre puissance de calcul, modélisation et plateformes thérapeutiques. Les grandes pharmas qui sécurisent des capacités ou des technologies adjacentes anticipent une chaîne de valeur où l'informatique avancée devient un intrant critique, non accessoire. Cette trajectoire soutient les fournisseurs d'outils computationnels et de calcul intensif, tout en renforçant la prime de rareté sur l'énergie fiable et la connectivité basse latence.

Au plan commercial et géopolitique, l'accord-cadre entre la Thaïlande et les États-Unis comporte vraisemblablement un volet de facilitation des échanges numériques, dans un contexte où les exportations

thaïlandaises vers les États-Unis surprennent positivement. La normalisation partielle de l'approvisionnement en puces redonne de l'oxygène à certaines chaînes asiatiques, mais le centre de gravité de la demande finale en calcul reste nord-américain. En Europe, le resserrement marginal des conditions de crédit mis en évidence par l'enquête SAFE de la BCE pèse sur la capacité de financement des acteurs mid-cap de la tech, accentuant la dépendance à des capitaux extra-européens pour les projets intensifs en capex.

Pour les marchés, le régime reste binaire. Les bénéficiaires directs de l'IA générative, des centres de données et de l'électrification du numérique captent la majeure partie des flux, sous-tendus par des annonces de financement emblématiques. Les segments dépendants d'une consommation finale plus fragile ou d'un crédit plus coûteux voient leur coût du capital remonter. En devises, la prime technologique structurelle des États-Unis et l'aspiration de capitaux vers les infrastructures de calcul et les plateformes de marché digitales tendent à soutenir le dollar à la marge, même si l'ampleur du déficit extérieur induit par les importations d'équipements limite cet effet. Le yen reste exposé via le levier des équipements pour semi et la facture énergétique des data centers, tandis que l'euro bénéficie ponctuellement de l'allègement des contraintes dans l'auto sans combler son déficit d'actifs techno de taille mondiale. La livre sterling demeure plus sensible au cadrage réglementaire des plateformes qu'à des catalyseurs de leadership technologique domestique.

Les points de vigilance à court terme portent sur la cadence de déploiement du capital approuvé pour l'IA et sa conversion en commandes d'équipements, sur les goulots d'infrastructures électriques et de raccordement réseau, sur la capacité du régulateur américain à préciser un cadre de capital cohérent pour la crypto et les marchés tokenisés, et sur la réalité des gains de productivité en entreprise face aux coûts d'erreur et de contrôle. La visibilité sur ces axes conditionnera la durabilité de la prime d'IA, la trajectoire des spreads des écosystèmes adjacents et, par ricochet, la hiérarchie des devises corrélées à cette nouvelle frontière technologique.

9. Environnement réglementaire et mesures commerciales

L'environnement réglementaire et commercial reste dominé par une alternance de séquences de désescalade et de durcissement, avec des annonces de négociations et d'allègements ciblés de droits de douane coexistant avec des menaces d'extensions tarifaires. Cette oscillation alimente des rotations rapides d'appétit pour le risque, visibles dans les phases de détente sur les taux américains et la volatilité implicite lorsque l'espoir d'accords remonte, immédiatement réversibles à la faveur d'un durcissement rhétorique ou d'un incident politique. Les flux récents montrent que les marchés réagissent d'abord au signal directionnel sur les frictions commerciales, avant d'actualiser l'impact macro sur les marges, les prix à l'import et la demande finale.

Les États-Unis restent l'axe central de ce régime. Les signaux mêlant la perspective d'un dialogue renouvelé avec l'Asie et des annonces de hausses tarifaires potentielles entretiennent une incertitude stratégique. Les commentaires de banques centrales et d'anciens responsables monétaires soulignent le coût macro des barrières commerciales, mais le policy mix réel demeure orienté vers l'usage tactique du tarif comme instrument de négociation. Sur le plan bilatéral, la fenêtre de normalisation ouverte avec le Vietnam et l'initiative de contact "immédiat" entre Brasilia et Washington pour résoudre des contentieux montrent que des solutions techniques existent, mais qu'elles sont conditionnelles au contexte politique domestique américain. À l'inverse, la suspension de pourparlers avec le Canada et la multiplication d'ultimatums illustrent la volatilité intrinsèque de la trajectoire.

Cette instabilité, que le marché répercute via le bêta cyclique des devises et le term premium, accroît le coût du capital pour les secteurs exposés à l'export américain.

En Asie, l'IMF rappelle que la fin du cycle de dollar faible testerait la résilience face aux tarifs. La combinaison d'un billet vert plus ferme et de barrières à l'entrée renchérit simultanément le coût de financement et celui des intrants, réduisant l'espace de compression des marges et accentuant le pass-through aux prix domestiques. Les réponses régionales privilégient une amélioration de la gouvernance et de la productivité micro, à l'image de l'accent mis sur les standards de gouvernance d'entreprise en Asie du Sud-Est, mais ces efforts mettent du temps à se diffuser. Certaines chaînes ont déjà reconfiguré leurs flux. L'exemple du textile, avec des hubs frappés de plein fouet par les hausses tarifaires, souligne la rapidité des effets sur les prix et l'emploi locaux. À rebours, l'essor des exportations d'e-commerce indiennes, au-delà de 20 milliards de dollars selon des déclarations d'entreprise, montre la capacité de contournement partiel par des modèles dématérialisés, même sous contrainte tarifaire américaine.

L'Union européenne structure sa réponse autour d'outils anti-coercition, cherchant à institutionnaliser un mécanisme de rétorsion proportionné et juridiquement robuste. Cette approche codifie la gestion du risque géoéconomique et réduit la discrétion politique perçue, mais ne neutralise pas le risque de représailles, ce qui maintient une prime d'incertitude sur les secteurs les plus globaux. En parallèle, le débat budgétaire en Europe, en France notamment avec des propositions de fiscalité sur le capital, et au Royaume-Uni où la consolidation budgétaire est remise à l'agenda, façonne un environnement de prix administrés et de taxation susceptibles d'amplifier les pressions de coûts induites par les tarifs. L'analyse selon laquelle le poids de la dette dans les pays avancés débouchera sur hausses d'impôts et de prix suggère une interaction durable entre instruments fiscaux et commerciaux, avec un biais inflationniste latent si les chocs de coûts sont mal absorbés par la productivité.

En Amérique latine, les signaux sont hétérogènes. Le rapprochement tactique entre le Brésil et les États-Unis témoigne d'un pragmatisme visant à sécuriser des débouchés et limiter la volatilité des termes de l'échange. En Argentine, le soutien exprimé par le secteur agricole avant les élections intermédiaires traduit l'espoir de stabilité réglementaire et de prévisibilité fiscale, conditions sine qua non pour l'investissement et les volumes exportés. A contrario, au Pérou, la dérive législative à coût budgétaire élevé met en risque l'ancrage fiscal, avec des implications immédiates sur la prime de risque souveraine et, par ricochet, sur le coût de financement des exportateurs. En Colombie, la réaction diplomatique à des menaces tarifaires américaines illustre la politisation du commerce et la fragilité des cadres bilatéraux.

Sur le front politique africain, la reconnaissance rapide d'une défaite électorale en Côte d'Ivoire par un ancien ministre du commerce réduit le risque de discontinuité policy, facteur favorable pour les investisseurs engagés sur les chaînes agricoles et extractives régionales. Dans les économies développées, des dossiers domestiques, qu'il s'agisse de la gestion budgétaire des politiques migratoires au Royaume-Uni ou des incitations fiscales à l'auto-entrepreneuriat, interagissent avec la compétitivité-coût et les décisions d'implantation, modulant à la marge la géographie des chaînes de valeur.

L'angle marchés synthétise ces forces. Les phases d'optimisme commercial s'accompagnent de détente sur la courbe des Treasuries et de reflux de la volatilité, mais la fragilité sous-jacente demeure, comme en témoigne la sensibilité des positionnements d'options à des chocs de titre. Le cycle de nouvelles sur les tarifs agit comme un

catalyseur de rotations sectorielles et géographiques, renforçant les corrélations entre actifs cycliques et devises à bêta élevé. Pour le FX, la désescalade ponctuelle favorise les devises de carry et les exportateurs d'Asie hors Chine, mais l'élasticité négative à un dollar plus ferme, conjuguée à la menace de nouvelles barrières, milite pour une prime de risque persistante sur les paires les plus exposés aux chaînes américaines. Pour les taux, l'équilibre entre primes de terme et trajectoire d'inflation, alimentée par fiscalité et tarifs, reste instable.

Au total, l'environnement réglementaire et commercial glisse d'un régime unipolaire à un cadre plus fragmenté, où la règle est de plus en plus instrumentalisée à des fins de sécurité économique. Les avancées bilatérales ponctuelles et la formalisation d'outils de protection dans les blocs traduisent une volonté d'ordonner cette fragmentation, sans en effacer la volatilité. Pour les investisseurs, la grille de lecture demeure celle d'une prime géoéconomique endogène aux prix d'actifs, qui se compresse et se regonfle au rythme des séquences politiques, avec un biais haussier de moyen terme sur les coûts et une sélectivité accrue sur les expositions commerciales et de change.

10. Conclusions et perspectives

Le signal conjoncturel s'éclaircit à la marge sans lever les incertitudes de fond. La décélération récente de l'inflation américaine alimente une détente ordonnée des anticipations de taux réels et un modeste reflux du dollar, tandis que l'Asie affiche une résilience qui dépasse le simple effet de rattrapage. Dans le même temps, la configuration des flux mondiaux reste contrainte par une montée du biais domestique des investisseurs et par une fragmentation financière plus marquée, ce qui tend à élever les primes de terme dans les économies développées et à accroître la discrimination au sein du crédit et des devises émergentes.

Aux États-Unis, une lecture des prix à la consommation inférieure aux attentes ramène l'hypothèse d'une désinflation laborieuse mais intacte. La courbe des taux s'en trouve moins pentue aux extrémités, avec un allègement de la prime d'inflation implicite, sans toutefois invalider le régime de coûts du capital durablement plus élevés que sur la décennie passée. La dynamique réelle demeure hétérogène, illustrée par des signes de pression sur certains segments cycliques, y compris l'agriculture face à un choc d'offre baissier sur le maïs, et par une sélectivité accrue du marché du crédit, où des cas idiosyncratiques réapparaissent sur le segment high yield et crossover. Pour le dollar, le biais tactique est au tassement lorsque les surprises d'inflation négatives se confirment, mais l'appui structurel lié à la profondeur du marché et au rapatriement de l'épargne domestique limite l'amplitude d'une faiblesse tendancielle.

Au Japon, l'euphorie boursière nourrie par les mesures de soutien et par une amélioration des pratiques de gouvernance propulse l'indice de référence vers de nouveaux sommets sans dissiper la question centrale de la transmission monétaire. La coexistence d'actions fortes et d'une devise fragilisée par un différentiel de taux défavorable demeure un équilibre instable, potentiellement rompu par toute inflexion de la Banque du Japon sur la rémunération de l'épargne domestique. L'émergence d'un stablecoin arrimé au yen témoigne d'une normalisation progressive de l'infrastructure financière numérique plutôt que d'un choc macro, mais elle souligne la volonté de canaliser l'épargne locale dans des cadres régulés. Le profil risque rendement du yen garde une asymétrie haussière à moyen terme en cas de normalisation plus résolue, malgré un portage toujours pénalisant à court terme.

En Asie émergente, l'Inde surprend positivement, avec une trajectoire de croissance de fin d'exercice supérieur aux attentes et des réformes financières susceptibles d'élargir l'accès au capital, notamment via une ouverture accrue aux investisseurs étrangers dans les banques publiques. Ce faisceau de facteurs soutient la prime de croissance de l'Inde, l'appétit pour les financières locales et, par ricochet, une roupie mieux ancrée dans un cadre de volatilité maîtrisé par la banque centrale. La Corée du Sud délivre une progression modeste mais équilibrée, portée par les exportations et une consommation résistante, ce qui contribue à stabiliser le won à mesure que le cycle des semi-conducteurs se normalise. Dans l'ensemble, l'Asie demeure l'axe de résilience globale, tout en restant sensible à une éventuelle remontée de la prime de risque mondiale.

En Amérique latine, l'Argentine concentre l'attention avec une réaction positive des actifs à l'issue du scrutin et des signaux politiques interprétés comme favorables aux réformes. La prime de risque s'ajuste, mais la soutenabilité de la dynamique dépend d'une exécution crédible sur les ancrages budgétaires et monétaires et d'un calendrier de levée graduelle des contrôles de capitaux. Les obligations souveraines peuvent encore capter un rerating tactique, sous réserve d'étapes concrètes de normalisation, tandis que la trajectoire du peso demeure conditionnée par la séquence de réalignement et par l'absorption des déséquilibres monétaires accumulés. Ailleurs dans la région, la désignation d'un candidat de gauche en Colombie prolonge une trajectoire de politique économique moins prévisible, maintenant une décote sur le peso et sur certains actifs domestiques tant que la visibilité réglementaire et fiscale n'est pas améliorée. Le Mexique reste un portage recherché, mais le cycle reste tributaire de la liquidité globale.

Le bloc européen présente un risque bancaire essentiellement idiosyncratique, rappelé par l'actualisation de charges juridiques sur un établissement systémique, sans diffusion notable au système. Les fondamentaux énergétiques s'orientent toutefois dans un sens plus désinflationniste, à la faveur d'une perspective d'offre de GNL plus abondante qui reconfigure les mécanismes de prix et atténue le risque de chocs extrêmes. La stratégie énergétique de certains producteurs asiatiques, qui arbitrent en faveur d'exportations de GNL tout en s'appuyant davantage sur le charbon domestique, confirme la nature opportuniste et géographiquement segmentée de ce rééquilibrage. L'Europe bénéficie in fine d'une facture d'importation plus prévisible, ce qui consolide les trajectoires de désinflation, même si la demande industrielle reste contrainte.

Sur les métaux, les perturbations de l'offre minière du cuivre continuent d'exercer une pression fondamentale haussière, dans un contexte où la détente éventuelle du goulot d'étranglement du raffinage, facilitée par un environnement réglementaire plus souple aux États-Unis, ne compense pas l'insuffisance de minerai. Cette dissociation entre capacités amont et aval plaide pour un régime de prix du cuivre structurellement soutenu, avec des effets de second tour sur les chaînes de valeur liées à l'électrification. Elle impose aux banques centrales la vigilance vis-à-vis de poches d'inflation par les coûts, même si l'énergie tend à peser à la baisse.

Les marchés du crédit reflètent un environnement de fin de cycle sans excès systémique. Les épisodes de tension isolés et la consolidation ciblée dans l'énergie intermédiaire aux États-Unis illustrent une transition vers une sélectivité accrue, où la qualité de bilan et la visibilité du cash-flow priment davantage que l'ampleur de la liquidité globale. La thématique d'un reflux des capitaux transfrontières au profit des marchés domestiques, accélérée par les incitations réglementaires et par la géopolitique, soutient les actifs locaux des grandes économies mais réduit l'élasticité des financements pour les périphéries plus dépendantes des flux internationaux.

Dans ce cadre, notre lecture pour les changes et les actifs de taux reste graduelle et conditionnelle. Le dollar conserve un support structurel par la prime de croissance relative et le rapatriement d'épargne, mais cède du terrain lorsque la séquence désinflationniste américaine surprend à la baisse et que la volatilité implicite se comprime. Le yen demeure une option convexité en cas de normalisation plus affirmée de la politique japonaise, avec un timing dépendant du marché du travail domestique et des salaires. La roupie indienne apparaît mieux protégée par la combinaison croissance réformes, alors que le won coréen oscille dans un corridor dicté par le cycle des exportations et la Fed. En Amérique latine, l'Argentine offre un bêta élevé aux annonces de réforme, avec un profil risque rendement asymétrique tant que l'ancrage macro n'est pas consolidé, tandis que les devises au portage élevé et cadres orthodoxes conservent un attrait tactique sous réserve d'une volatilité globale contenue.

La perspective des prochains mois est celle d'une détente désinflationniste lente, d'une croissance mondiale tirée par l'Asie, d'une énergie plus abondante qui réduit les extrêmes, et d'un capital plus domestique qui reprice les primes de risque. Cette configuration appelle des positionnements prudents et sélectifs, privilégiant les devises et actifs adossés à des fondamentaux solides et à des réformes crédibles, tout en gardant de la convexité face aux points d'inflexion de politique monétaire au Japon et aux États-Unis. L'exécution politique en Argentine, la matérialité de l'ouverture financière en Inde et la stabilité du cycle technologique en Asie seront déterminantes pour calibrer l'exposition au risque dans un environnement où la liquidité globale ne joue plus le rôle d'amortisseur universel.

11. Notes internes du Desk

Le flux d'informations du weekend confirme un balancement de la dynamique macro entre un amortissement graduel des pressions de prix et des poches de résilience de l'activité, sur fond de divergences monétaires qui se précisent. En Amérique du Nord, le marché intègre un biais d'assouplissement, avec une nouvelle baisse des taux attendue par la Banque du Canada fin octobre, quand la Réserve fédérale reste dépendante d'un calendrier de publications devenu incertain. Les enquêtes d'activité américaines signalent une expansion encore solide et une répercussion des coûts moins systématique dans les prix de vente, ce qui ancre le scénario d'un reflux désinflationniste sans rupture de croissance à court terme. En Asie, la Banque de Corée a maintenu ses taux mais a ouvert la porte à des coupes, en contrepoint d'un marché immobilier fragilisé. Le Japon concentre l'appétit pour le risque: la perspective d'un policy mix expansionniste et d'une impulsion budgétaire a propulsé le Nikkei au-delà de 50 000, au prix d'un yen structurellement pénalisé par les différentiels de taux et une préférence des investisseurs pour la duration action plutôt que la duration obligataire.

Sur les devises, la réouverture de la prime de crédit souveraine et la réduction de certains risques structurels ont soutenu les émergents sélectionnés. La levée de l'inscription de l'Afrique du Sud de la "grey list" a déclenché une appréciation du rand, reflet d'entrées de capitaux de portefeuille et d'un resserrement des spreads bancaires domestiques. L'Argentine reste un cas à part, avec une dichotomie marquée: les actifs en dollars profitent du résultat des élections de mandat et des signaux de réengagement avec les marchés, tandis que la monnaie locale demeure sous pression dans l'attente d'ajustements de régime et d'un ancrage institutionnel de la désinflation; la perspective d'échanges de haut niveau avec la place bancaire américaine entretient néanmoins l'idée d'un calendrier de réformes plus lisible. En périphérie, l'adoption d'instruments numériques souverains s'accélère: le lancement d'un stablecoin national au Kirghizstan et l'introduction d'un stablecoin indexé au yen

témoignent d'une expérimentation croissante des États avec des passerelles cryptofiat, sans effet immédiat sur les courbes, mais avec des implications à terme pour la transmission monétaire et le contrôle des capitaux. En Europe, la livre sterling reste handicapée par un mix de croissance médiocre et d'investissement manufacturier au plus bas depuis 2017, tandis que la perception de risque spécifique du secteur parapétrolier se détériore.

Le bloc énergie illustre la tension entre reprise des projets et inflation des coûts. TotalEnergies a indiqué une hausse de 4,5 milliards des coûts sur le projet LNG au Mozambique parallèlement à la préparation du redémarrage; la combinaison d'effet devises, de renchérissement des EPC et d'exigences de sécurité implique un coût du gaz marginal plus élevé en amont, tempéré par l'amélioration progressive de l'offre future. À l'inverse, la mise sous administration envisagée de Petrofac met en relief les contraintes de financement et d'exécution des services pétroliers européens dans un contexte de courbe de commandes encore inégale. Les microsignaux restent contrastés ailleurs: la poursuite de la grève chez Boeing prolonge les frictions d'offre dans l'aéronautique, Amazon annonce 1,6 milliard d'investissements aux PaysBas, Kering cède ses activités beauté, et Novartis s'apprête à acquérir Avidity, confirmant un cycle M&A; porté par la visibilité relative des big pharma et la profondeur des bilans d'investissement grade. La charge exceptionnelle attendue chez HSBC liée au dossier Madoff rappelle, en miroir, que le cycle contentieux reste un facteur de dispersion sur les financières européennes.

Le planisphère politique demeure bruyant mais sans débordement systémique de prime de risque. Les préparatifs d'un sommet TrumpXi nourrissent des anticipations d'apaisement tactique et d'alignement minimal sur les chaînes d'approvisionnement critiques, pendant que Moscou maintient des canaux de discussion économiques avec des interlocuteurs américains. En Asie, l'adhésion officielle du TimorOriental à l'ASEAN consolide un récit d'intégration régionale progressive. À Hong Kong, des condamnations liées aux événements de 20192020 et, en Europe, des tensions sociales en Espagne, n'ont pas entamé l'appétit pour le risque régional. En Chine, la cession d'actifs par le Hong Kong Jockey Club et la préparation d'IPO à Hong Kong illustrent un besoin de recyclage de capital et une fenêtre de marché sélective.

Pour le positionnement, le différentiel de politique monétaire et la dispersion cyclique restent les guides. La tendance est à un dollar soutenu par la portance de la croissance américaine mais moins directionnelle à mesure que l'assouplissement s'enclenche au Canada et potentiellement au Mexique, avec un CAD vulnérable en amont de la décision de la BdC. Le yen conserve un bêta négatif au riskon japonais et aux écarts de taux mondiaux, malgré l'émergence d'infrastructures numériques en JPY sans incidence macro immédiate. La livre sterling demeure asymétrique à la baisse sur surprises de croissance et de capex, au moment où la Banque d'Angleterre ne peut pas monétiser un pivot agressif. En émergents, la surperformance relative du rand est justifiée par le flux réglementaire positif, alors que l'Argentine reste un trade de crédit plutôt que de FX, en attendant des signaux crédibles de désinflation endogène et de normalisation du régime de changes. Sur l'énergie, la perspective de redémarrage du LNG mozambicain est baissière à horizon 20262027 pour la prime de tension gazière, mais l'inflation des capex et les risques d'exécution limitent l'impact à court terme. Enfin, la résilience des actions japonaises et l'attrition de la prime de risque en Afrique du Sud plaident pour une rotation tactique vers les poches de carry qualifié, financées contre des devises à fondamentaux plus fragiles en Europe et dans les G10 bas rendement.