

Top US Drivers

La dynamique américaine reste dominée par la fragilité du complexe technologique et des signaux macro contrastés. La reprise de la vente sur les valeurs tech, alimentée par le fléchissement des « AI stocks », a ramené Wall Street sur des plus bas de deux semaines, renforçant l'idée que la performance récente des indices dépendait d'un leadership étroit. En parallèle, les licenciements du mois d'octobre ont bondi à un plus haut de deux décennies selon Challenger, un indicateur précurseur d'un affaiblissement du marché du travail qui a pesé sur le dollar et déclenché un repli des rendements. Le risque politique s'est superposé à ce tableau avec l'ordonnance de réduire de 10% les vols dans les principaux aéroports en raison du shutdown, une contrainte logistique qui élargit l'impact macro des tractations budgétaires et soutient une demande de couverture visible sur l'or. Sur le plan micro, la réallocation sectorielle s'opère vers la santé et le non coté, entre l'offensive de Metsera dans une bataille à 10 milliards de dollars autour des traitements contre l'obésité, l'avancée de Lilly en phase tardive sur un candidat concurrent, et l'acquisition par Schwab de Forge Global pour 660 millions de dollars portée par l'appétit pour les titres pré-IPO, autant d'éléments qui atténuent la prime de risque idiosyncratique sur la technologie sans effacer l'empreinte macro du secteur. Le sensible immobilier résidentiel illustre l'inertie des prix d'actifs face au coût du financement, des acteurs évoquant qu'il faudrait des taux hypothécaires proches de 1% pour réveiller la demande, un repère extrême qui souligne surtout l'ampleur du resserrement cumulé. Le commerce extérieur apporte quelques soupapes, à l'image d'un flux de sorgho vers la Chine après la rencontre Trump-Xi, mais la visibilité reste entamée par l'incertitude tarifaire, le Trésor se déclarant prêt à gérer d'éventuels remboursements si la Cour suprême invalidait certaines taxes. Enfin, l'extension de la liste des minéraux critiques pour y inclure le cuivre et le charbon métallurgique signale un biais plus structurel de soutien aux chaînes d'approvisionnement stratégiques, avec des implications de second tour sur les métaux et la capex industrielle.

Central Banks

Le cadrage de politique monétaire glisse vers une phase post-assouplissement global où la granularité des données reprend la main sur le beta de la baisse de taux. Aux États-Unis, l'affaiblissement des indicateurs d'emploi durcit l'arbitrage entre la désinflation en cours et le risque de détérioration cyclique, rendant le guidage de la banque centrale plus optionnel qu'en début d'année. En Europe, la Banque d'Angleterre a maintenu son taux directeur à 4% dans une décision à couteau tiré, geste cohérent avec une inflation encore collante mais un momentum domestique en perte de vitesse, ce qui ancre une stratégie de plateau prolongé plutôt que de normalisation rapide. La zone euro reste en mode dépendant des données, alors que le choc énergétique s'atténue mais que la croissance plafonne, un mix qui limite l'amplitude des coupes implicites tout en gardant un biais accommodant. Dans les économies petites et ouvertes, l'espace de manœuvre est contraint par le couple croissance-faiblesse de la devise, en particulier dans les pays nordiques, où la sensibilité aux termes de l'échange et à la liquidité globale impose de la prudence tant que les rendements longs américains demeurent volatils. Ce toilettage de fin de cycle d'assouplissement s'inscrit dans un environnement où les chocs de politiques publiques — shutdown, commerce, listes de minéraux — peuvent se transmettre plus vite à l'inflation perçue que ne l'autoriseraient des règles de réaction strictement « data dependent ».

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Sur le FX, le dollar s'est replié à la suite des chiffres de l'emploi plus faibles, un reflux inégal toutefois, la devise cédant surtout face aux monnaies core européennes tandis que les devises à bêta élevé restaient plus lourdes. L'euro et la livre ont profité d'un positionnement assaini et d'une prime de carry relative correcte, là où le NZD, le NOK et le SEK continuent de refléter leur sensibilité au cycle mondial et au pricing de la liquidité en dollars. Sur les taux, la courbe américaine s'est détendue dans le sillage des annonces de licenciements, avec un biais d'aplatissement lié à la baisse des anticipations de croissance à court terme et à l'idée qu'un shutdown plus long pèse mécaniquement sur l'activité. En matières premières, l'or a avancé, porté par la demande de valeur refuge alimentée par l'incertitude budgétaire et tarifaire, tandis que le pétrole a reculé, le marché arbitrant un risque de surabondance d'offre et une demande vacillante. Les rabais sur le brut russe se sont élargis à mesure que des raffineurs indiens et chinois réduisent leurs achats, un facteur qui plafonne la courbe du Brent et limite la capacité de rebond du NOK. En Europe, la communication d'EDP d'un plan d'investissement de 14 milliards de dollars d'ici 2028 couplé à des objectifs de résultats jugés décevants a pesé sur l'ensemble du complexe utilities régional, sans effet de second tour notable sur la devise. Les métaux industriels restent soutenus par le narratif de sécurité d'approvisionnement, même si la demande cyclique immédiate demeure hésitante.

FX Bias

Le biais tactique reste constructif sur le dollar dans des expressions sélectives, avec un avantage relatif face aux devises à bêta élevé et aux petites monnaies sensibles au commerce et aux matières premières. Le différentiel de carry et le momentum macro favorisent des positions longues USD contre NZD, NOK et SEK, tout en laissant la porte ouverte à une consolidation du dollar contre euro et livre lorsque les données américaines surprennent à la baisse et que le positionnement se nettoie. L'euro et la livre gardent un profil résilient intra-européen, notamment contre les devises scandinaves, portés par une combinaison de carry raisonnable, d'allègement des risques énergétiques et d'un flux de couverture d'actifs. Les épisodes de faiblesse du dollar liés aux statistiques d'emploi sont à traiter comme des opportunités pour reconstruire l'exposition contre des blocs plus procycliques plutôt que comme un renversement de régime.

Scénarios Binaires

Dans un premier scénario, l'enchaînement « données molles + politique conflictuelle » perdure, avec prolongation du shutdown, effets logistiques tangibles via une réduction de 10% des vols et une poursuite de la normalisation des valorisations technologiques. Les rendements américains reculent davantage, l'or demeure recherché et le dollar s'affaiblit prioritairement contre l'euro et la livre, tout en surperformant les devises à bêta élevé. Le pétrole est capé par les rabais russes et la demande hésitante, ce qui maintient la pression sur le NOK. Dans un second scénario, l'apaisement politique et la stabilisation des mégacaps tech restaurent l'appétit pour le risque, l'incertitude tarifaire est clarifiée par des indications opérationnelles du Trésor sur d'éventuels remboursements, et l'activité se montre plus résiliente que prévu. Les taux se retiennent modestement, le dollar retrouve un portage attrayant sur base large, l'euro et

la livre conservent leur tenue relative intra-européenne, tandis que les devises cycliques rebondissent mais de façon incomplète compte tenu d'un pétrole qui peine à s'extraire d'une dynamique d'offre abondante.

Conclusion

Le régime de marché glisse vers une phase de sélectivité où la direction des taux est moins unidimensionnelle et où les risques politiques redeviennent des catalyseurs d'alpha. La dégradation des signaux d'emploi, combinée à une dépendance boursière excessive à quelques valeurs technologiques, appelle à privilégier la qualité de bilan et le portage en FX, avec une couverture géopolitique via l'or tant que l'issue budgétaire américaine reste incertaine. Les perspectives de politique monétaire pointent vers des plateaux prolongés plutôt que des cycles de baisse agressifs, ce qui soutient des stratégies différentielles plutôt que des paris directionnels globaux.

Implication du desk (En recherche de position)

Nous recherchons des points d'entrée pour réinstaller des achats de dollar contre NZD, NOK et SEK, en privilégiant des fenêtres de faiblesse du billet vert liées à des surprises négatives de court terme sur l'emploi. Nous privilégions des expressions de force relative de l'euro et de la livre contre devises scandinaves et antipodiennes, en complément de couvertures partielles via l'or tant que le risque de shutdown et l'incertitude tarifaire demeurent. La sensibilité du NOK au pétrole et aux rabais russes milite pour une exposition prudente et graduelle, tandis que la résilience fondamentale de l'euro et de la livre permet de porter du carry sans s'exposer excessivement au bêta mondial. Nous restons à l'affût d'un point d'inflexion de la volatilité taux pour caler le timing, en surveillant l'issue budgétaire américaine, la trajectoire des licenciements et l'extension de la correction sur les valeurs technologiques.