

Top US Drivers

La réouverture du gouvernement supprime un risque de queue et rouvre le flux de statistiques retardées, déclenchant un repositionnement entre actifs. Les rendements du Trésor se raffermisent à la faveur de cet apaisement, tandis que les anticipations de baisse de taux en décembre se tassent, catalysant une correction actions marquée par une rotation hors de la tech. Le S&P 500 a fléchi alors que les probabilités de détente monétaire reculent, et le Dow Jones a cédé près de 700 points à l'intraday, signe d'un marché qui réévalue le coût du capital et le profil de croissance bénéficiaire. Le volet micro renforce cette prudence: Verizon annonce environ 15 000 suppressions de postes dans une logique de restructuration, projetant un message de discipline de coûts, tandis que l'hétérogénéité du crédit se creuse avec des signaux divergents, d'AppLovin relevé en catégorie 'BBB' à Aston Martin rétrogradé en 'CCC+', et UPS placé en perspective négative par S&P. Le stress de bilan et la normalisation du coût de la dette percent dans la tech traditionnelle, illustrés par l'élargissement des CDS d'Oracle, alors que la fermeture du fonds de Michael Burry rappelle le resserrement des conditions de levée et la sélection impitoyable des stratégies. Sur le plan domestique, la hausse de 20% des nouvelles procédures de saisie immobilière en octobre indique une friction croissante sur les ménages les plus sensibles aux taux, même si la résolution de la grève chez Boeing Défense et l'annonce prochaine des arriérés de données devraient clarifier le momentum macro. Dans l'immédiat, la dynamique de marchés mêle soulagement de risque à court terme et réévaluation hawkish des taux réels, un cocktail qui pèse sur les multiples mais soutient les devises en carry.

Central Banks

Le message de la Fed reste restrictif. Neel Kashkari a rappelé que l'inflation est encore trop élevée à 3%, un cadrage cohérent avec la prudence affichée par Alberto Musalem, qui plaide pour avancer avec prudence après une longue phase de resserrement. Beth Hammack a insisté sur l'absence d'influence politique dans la conduite monétaire et souligné la persistance d'une inflation des services, possiblement renforcée par des effets de tarifs. La fin du shutdown enlève une excuse à l'inaction et réactive la dépendance aux données: l'atterrissement de l'emploi et des salaires fera le tri entre un scénario de cuts différés et une pause prolongée. Au Royaume-Uni, la réappointement de Megan Greene au MPC intervient alors que le marché renforce les paris de baisse à la BoE, ce qui n'empêche pas la livre de tirer parti d'un USD plus faible. En zone euro, la séquence PIB prend le relais d'industriels décevants, tandis que la progression de l'euro au-dessus de 1,16 traduit l'idée d'une désinflation ordonnée sous contrainte de taux réels élevés. Au Japon, la pression de portage reste le fil conducteur, avec un yen pénalisé par les différentiels malgré un reflux ponctuel du USD/JPY sur prises de profit autour de 154,35. Dans les banques nordiques, la prime de taux n'efface pas la sensibilité au cycle global, laissant NOK et SEK vulnérables lorsque le régime de risque se normalise sans catalyse domestique.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar s'est affaibli à la réouverture, le thème de soulagement se lisant dans le repli de l'USD/CHF autour de 0,7910, en baisse de 0,80% sur la séance, et dans le glissement du USD/JPY après quatre jours

de hausse, même si le yen demeure globalement à la traîne du G10. L'euro a validé une cassure nette de 1,16 avec un gain d'environ 0,2%, et l'EUR/JPY a inscrit de nouveaux sommets pluriannuels vers 179,70, en hausse de 0,20%, porté par l'appétit pour le risque. La livre a avancé vers 1,3200, autour de 1,3197, en progression de 0,46%, aidée par un flux dollar plus léger et malgré la montée des paris de détente à la BoE; en toile de fond, Scotiabank note une performance de l'ordre de 0,2% sur la journée. Le CAD s'est repris marginalement, restant collé à 1,40 faute de catalyse domestique, quand l'AUD a buté sous sa moyenne 50 j, reflétant l'ambivalence entre surprise emploi et freinage du momentum global. Les taux US se sont raffermis à la faveur de la fin du shutdown, la courbe s'ajustant à des baisses de taux moins imminentes; cette hausse des rendements pèse sur l'or, qui a effacé une partie de ses gains, reculant d'environ 4 dollars et glissant vers 1 200, l'essoufflement de la prime de couverture s'ajoutant à l'atténuation des paris de cuts. L'argent recule à 53,00, en baisse de 0,35% après un plus haut intraday à 54,39, non loin du sommet historique à 54,86, freinant la séquence de quatre séances haussières. Le pétrole tente de se stabiliser, le WTI évoluant autour de 58,80, soit +0,70% après une chute de plus de 4% hier sur un bond des stocks EIA et des craintes de surabondance; le discours micro-sectoriel demeure contrasté, avec MEG Energy relevé en 'BBB' post-acquisition et Wabash dégradé en 'B' sur demande de remorques en retrait. La hausse récente des rendements réels, conjuguée à la rotation hors méga-cap tech et à des inquiétudes de levier chez certains émetteurs, ancre un dollar moins univoque mais maintient une prime de carry attractive face aux devises à faible rendement.

FX Bias

Le cadre de marché demeure régulé par le triptyque carry, momentum macro et régime de taux. Dans ce contexte, nous conservons un biais constructif sur USD, EUR et GBP à horizon tactique, malgré la mollesse récente du billet vert liée au soulagement post-réouverture. Le différentiel de croissance et la résistance de l'inflation des services plaident pour des taux US plus hauts plus longtemps, ce qui devrait réinjecter de la portance au dollar contre les devises cycliques en déficit de catalyse domestique. L'euro bénéficie d'un repositionnement technique au-dessus de 1,16 et d'une désinflation ordonnée qui ne force pas la main à la BCE, tandis que la livre reste soutenue par l'extension de carry et une prime de risque politique atténuée, même si la pente de baisse de la BoE se précise. À l'opposé, nous restons prudents sur NZD, NOK et SEK, exposées au ralentissement du commerce mondial et à la normalisation du risque sans relais idiosyncratique; la NOK demeure corrélée à un pétrole prisonnier d'une dynamique d'offre, et la SEK souffre d'une croissance intérieure encore fragile. Le JPY reste structurellement pénalisé par les différentiels tant que la Banque du Japon n'ancre pas un régime de taux positifs plus lisible, ce qui laisse les cross en yen portés par le carry malgré des épisodes de prise de profit.

Scénarios Binaires

Si le rattrapage des données US valide un refroidissement de l'emploi et des salaires, avec une inflation cœur qui ré'accélère moins qu'anticipé, le marché réengagera des paris de baisse pour la fin d'année, la courbe se detendra et le dollar prolongera son repli contre EUR et GBP, soutenant un glissement additionnel de l'USD/CHF et une reprise des métaux précieux après la consolidation actuelle autour de 4 200 pour l'or et 53 pour l'argent. À l'inverse, si les publications attestent d'une demande réelle robuste et

d'une inflation des services tenace, les rendements remonteront, les actions de duration sous-performeront, le dollar se raffermira contre le complexe à bêta élevé, avec un risque de retour de l'EUR/USD sous 1,16, d'un reflux de GBP/USD avant 1,3200 et d'une reprise haussière du USD/JPY après son arrêt autour de 154,35. En énergie, la poursuite d'une accumulation des stocks EIA prolongerait la pression vers le milieu des 50 sur le WTI malgré le rebond de 0,70% à 58,80, alors qu'une réponse d'offre coordonnée permettrait une stabilisation plus durable, au bénéfice de NOK mais avec un bêta asymétrique.

Conclusion

L'environnement reste celui d'une désinflation incomplète et d'une politique monétaire restrictive qui s'éternise, avec une inflation autour de 3% encore trop élevée pour la Fed. La fin du shutdown lève une incertitude et renvoie le marché aux fondamentaux: croissance US résiliente, services collants, coûts de financement durcis, ce qui justifie la remontée des rendements et une correction des segments les plus sensibles à la duration. Sur le FX, le soulagement immédiat a pesé sur le dollar mais le cadre de carry et de différentiel de taux demeure en sa faveur contre les devises cycliques sans catalyse domestique. L'euro s'ancre au-dessus de 1,16, la livre étire un mouvement vers 1,3200, le yen reste structurellement faible, et les devises nordiques et océaniennes demeurent sous pression relative. Les métaux précieux consolident avec des flux refuge en reflux, l'or refluant de 4 dollars vers 4 200, l'argent à 53, pendant que le pétrole tente de se stabiliser autour de 58,80 après un choc d'inventaires.

Implication du desk (En recherche de position)

Nous privilégions une approche graduelle et opportuniste, achetant le dollar sur replis contre NZD, NOK et SEK au gré des remontées de rendements, tout en conservant un biais long EUR au-dessus de 1,16 tant que la dynamique de désinflation européenne se déroule sans surprise négative de croissance. Tactiquement, la vigueur relative de la livre au-dessus de 1,31–1,32 reste exploitabile, avec un risque de convexité en cas de rhétorique plus dovish de la BoE; la préférence va à des expressions croisées contre les devises à bêta plus élevé. Sur JPY, le portage demeure dominant et milite pour maintenir une exposition longue sur des cross comme EUR/JPY, en acceptant des phases de respiration. En matières premières, nous privilégions la vente de rebonds sur l'or vers la zone de 4 250 et une gestion en range sur le WTI entre le haut des 50 et 60 tant que l'oversupply domine. La gestion du risque reste centrée sur la séquence de données US retardées et l'élasticité des courbes à tout signe de persistance de l'inflation des services.