

Top Overnight Drivers Les marchés ont basculé en mode aversion au risque avec une chute des actions alimentée par la perspective d'un calendrier de baisse de taux Fed plus lointain et par la faiblesse des mégacaps, Nvidia en tête, tandis que les prix des obligations reculaient et que les anticipations d'un assouplissement dès décembre s'étiolaient. En Asie, la dynamique chinoise a déçu à nouveau, la dégradation du logement s'accélérant avec une baisse des prix de nouveaux logements au rythme le plus rapide de l'année et des mises en garde domestiques sur l'effet amplificateur du secteur immobilier sur la désinflation, ce qui a pesé sur les métaux industriels et sur le complexe cyclique. Dans ce cadre, le dollar a retrouvé une prime de liquidité alors que des signaux mixtes corporate ont renforcé la prudence, SoftBank reculant d'environ 9% et une première salve IPO hétérogène montrant Pine Labs en hausse de 29% quand StubHub cédait 20% après avoir renoncé à un guidage intra-trimestre. L'énergie a été tirée par le risque géopolitique après une frappe en Ukraine sur un dépôt russe, propulsant le pétrole d'environ 2%, tandis que l'or consolidait une meilleure semaine en un mois sur fond de trou de statistiques américaines lié aux interruptions administratives. L'Asie reste fragmentée entre flux M&A et capex sous pression, Merck s'approchant d'un accord à 9,2 milliards de dollars dans la biotech alors qu'Applied Materials anticipe un affaiblissement de la dépense en Chine à l'horizon 2026 et que SMIC signale des commandes Q1 retenues par la crainte d'une pénurie mémoire. En arrière-plan réglementaire et politique, des discussions européennes sur un mécanisme de mutualisation de dollars pour réduire la dépendance au financement Fed illustrent l'importance grandissante du thème de fragmentation, alors que Washington lève certains droits de douane sur des produits d'Amérique latine et que l'accord de fin de grève chez Boeing met un terme à cent un jours de perturbations de production. Dans le bruit médiatique de consommation, les récits micro sur voyages et arbitrages domestiques, y compris des références à 6% de normalisation attendue dans l'aérien d'ici Thanksgiving ou à des décisions financières anecdotiques de 500, 3, 984 et même 200 dollars, n'ont pas dévié le marché de sa lecture centrale: la prime de sécurité remonte, les actifs risqués se réajustent et le dollar demeure l'actif pivot.

Central Banks Le marché a réduit les paris dovish sur la Fed, la combinaison d'un trou de données et d'une résilience sous-jacente de l'activité renforçant l'idée d'un statu quo prolongé, avec un calendrier de baisse repoussé au-delà du court terme. Le ton plus restrictif des conditions financières, via actions en retrait et rendements plus élevés, sert de substitut au resserrement et éloigne le scénario d'un assouplissement précoce, renforçant la pondération du dollar dans les portefeuilles internationaux. En zone euro, la BCE reste contrainte par la faiblesse cyclique mais bénéficie d'une désinflation graduelle; la proximité de la publication du PIB maintient l'euro dans une logique de différentiel de croissance plus que de politique monétaire pure. Au Japon, la capacité des autorités à contenir la faiblesse du yen est parasitée par une communication perçue comme accommodante, ce qui laisse les paires en yen en tendance haussière structurelle malgré le risque d'action ponctuelle du ministère des Finances. En Suisse, la force du franc s'exprime alors même que la paire USD/CHF stationne à proximité de 0,7920 après un passage à 0,7910, reflet d'un mix d'inflation maîtrisée locale et d'attrait refuge; l'orientation de la BNS demeure néanmoins flexible au regard de la compétitivité. Du côté Antipodes, la RBA a peu de latitude pour doper la devise au-delà de rebonds tactiques liés aux données chinoises tandis que la RBNZ affronte un ralentissement domestique plus marqué; en Scandinavie, le resserrement passé pèse déjà fortement via des taux réels durcis, ce qui obère la capacité des banques centrales locales à soutenir leurs monnaies.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities) Le FX s'organise autour d'un rééquilibrage pro-dollar face aux devises cycliques et aux périphériques européens, avec un biais de faiblesse pour le NZD, la NOK et la SEK et une résilience relative pour l'EUR et la GBP. Les crosses en yen prolongent leur tendance, EUR/JPY inscrivant un nouveau record à l'approche de 180,00 et AUD/JPY se maintenant au-dessus d'un pivot technique autour de 100,50 malgré un léger repli vers 100,85 en début de séance européenne. L'AUD récupère contre USD sur l'impulsion de la production industrielle et des ventes au détail chinoises, mais la toile de fond immobilière limite l'ampleur du mouvement. Sur les taux, la séance s'est traduite par une baisse des prix des obligations souveraines et une remontée des rendements, l'arbitrage de probabilité d'une baisse de la Fed à court terme s'érodant et entraînant les courbes en bear-steepening modéré, Bunds et Gilts s'alignant directionnellement. En crédit, la dispersion EM reste vive avec une poursuite de la reprise sur certains segments, à l'image des obligations pakistanaises soutenues par des perspectives de notation et d'accès au primaire. Les matières premières affichent un contraste marqué: l'or se stabilise après une semaine solide, l'argent regagne un terrain symbolique au-dessus de 52,50 dollars l'once et se traite autour de 52,70, le cuivre recule sous l'effet d'une demande chinoise plus molle, tandis que le brut s'apprécie d'environ 2% sur un choc d'offre localisé. Les actualités corporatives, de SoftBank en baisse de 9% à StubHub à moins 20% en post-IPO, renforcent l'aversion au risque sur les bétas technologiques, même si des poches de vigueur subsistent sur certaines introductions avec des progressions de l'ordre de 29%.

FX Bias Le contexte de portage, la dynamique de momentum macro et la réévaluation des régimes de risque et de taux favorisent tactiquement le dollar contre les devises haute-béta et les périphériques européens. La préférence va à l'achat du dollar contre le NZD, la NOK et la SEK, avec une prime pour les expressions pondérées au risque actions compte tenu de la corrélation réapparue entre bétas FX et indices. L'euro conserve un profil plus équilibré, soutenu par le différentiel de financement au sein de l'Europe et par des initiatives de réduction de la dépendance au dollar qui, à court terme, n'altèrent pas la demande structurelle de billets verts en période de stress. La livre sterling demeure constructive en relatif, portée par un portage compétitif et une inflation cœur encore supérieure aux pairs, ce qui justifie des stratégies croisées telles que GBP face à NOK ou SEK. Sur les crosses en yen, le biais reste à l'achat d'EUR/JPY et d'AUD/JPY tant que le discours domestique japonais ne se durcit pas et que le front-end mondial demeure ferme, avec la réserve opérationnelle liée au risque d'intervention discrétionnaire. Enfin, la faiblesse de USD/CHF vers des zones compressées milite pour une approche d'achats sur creux du dollar contre franc en tactique, la BNS n'ayant pas d'intérêt à un surappréciation durable supplémentaire.

Scénarios Binaires Dans un scénario de durcissement financier prolongé aux États-Unis, avec des données qui confirment une activité nominale résistante et valident l'abandon d'un assouplissement précoce, le dollar s'apprécie davantage contre les cycliques, les courbes se pentifient par la partie longue et les actifs risqués restent sous pression; dans ce cadre, EUR/JPY continue de graviter vers de nouveaux sommets tant que les autorités japonaises tolèrent la dérive, alors que les devises scandinaves sous-performent en raison d'un mix croissance-taux défavorable, et l'argent consolide ses gains récents autour de zones élevées. À l'inverse, si la séquence chinoise glisse vers un choc de croissance plus marqué avec diffusion de la désinflation immobilière et repli du commerce, la partie longue des courbes serait recherchée, l'or retrouverait une prime de couverture, le pétrole effacerait l'impulsion géopolitique de 2% et la hiérarchie

FX se recomposerait en faveur d'actifs refuge, au bénéfice du franc et potentiellement du yen si une réduction du levier carry se matérialisait, tout en laissant le dollar avantageux contre les cycliques du fait de sa liquidité.

Conclusion La séance est caractérisée par le retour d'un prix du risque plus conservateur, des actions sous pression et des taux en hausse, ancrés par la révision des attentes sur la Fed et par une Chine dont l'affaissement immobilier nourrit la baisse des métaux de base. Les flux restent sélectifs, avec des signaux contradictoires des marchés primaires d'actions, une activité M&A soutenue dans la santé à 9,2 milliards de dollars et des poches EM en amélioration, tandis que le complexe énergie-métaux précieux bénéficie du couple incertitude macro et risque géopolitique. Dans ce contexte, le dollar retrouve sa double prime de rendement et de liquidité, l'euro et la livre résistent en relatif, et les devises cycliques, notamment en Scandinavie et en Océanie, portent l'essentiel de l'ajustement.

Implication du desk (En recherche de position) Le desk privilégie la recherche de points d'entrée acheteurs sur USD contre NZD, NOK et SEK pour capter le couple carry et momentum macro, en complément d'expressions croisées longues EUR contre SEK et longues GBP contre NOK afin de neutraliser partiellement le bêta dollar tout en exploitant la faiblesse structurelle scandinave. Sur JPY, l'approche reste opportuniste à l'achat de EUR/JPY et AUD/JPY tant que le risque d'action japonaise demeure latent plutôt que imminent, avec une discipline stricte sur la gestion de la volatilité autour de 180 sur EUR/JPY et de la zone 100,50 sur AUD/JPY. Enfin, la proximité de supports sur USD/CHF autour de 0,7920 incite à tester des achats tactiques de dollar sur reflux, en complément d'une exposition longue sélective aux métaux précieux via l'or, l'argent s'étant hissé vers 52,70 dans un environnement d'incertitude américaine accrue, et d'une exposition énergie défensive après le rebond de 2% du brut. Les signaux idiosyncratiques sur les actions, des baisses de 20% post-IPO à des envolées de 29%, ainsi que les éléments corporate asiatiques, invitent à calibrer prudemment le risque global du portefeuille en attendant la réouverture complète du flux de données américaines.