

Top US Drivers

Le flux dominant aux États-Unis reste la combinaison d'un risque événementiel élevé et d'une visibilité macro entamée. Les Minutes de la Fed attendues en fin de séance sont censées entériner des vues divergentes sur la trajectoire des taux après le geste d'octobre, alors que des fuites de marché laissent déjà entrevoir un doute accru sur une nouvelle baisse en décembre. L'absence d'un rapport complet de l'emploi d'octobre de la part du BLS renforce l'opacité à court terme et recentre l'attention sur les séries de second rang, les permis de construire et les enquêtes manufacturières à paraître. Sur l'axe micro, le marché privilégie encore les moteurs de productivité liés à l'IA, avec une montée des positions haussières avant les résultats de Nvidia et une remontée de la tech tirée par l'optimisme autour de Gemini 3 chez Alphabet. La réouverture graduelle de la fenêtre primaire via des dossiers technologiques et crypto-financiers alimente la thèse d'un appétit pour le risque sélectif, illustrée par le dépôt confidentiel de Kraken pour une IPO après une levée de 800 millions de dollars à une valorisation de 20 milliards. Les flux de capitaux vers l'économie de l'IA demeurent significatifs, Luma AI bouclant 900 millions de dollars, pendant que l'économie réelle envoie des signaux mitigés, avec des indicateurs immobiliers pointant vers une offre excédentaire de vendeurs sans pour autant traduire un véritable marché d'acheteurs. Sur le plan des prix d'actifs réels, la vente d'une œuvre de Klimt à 236 millions de dollars révèle une liquidité de niche toujours présente au sommet du spectre patrimonial. Enfin, la jambe énergie ajoute un biais désinflationniste tactique, le WTI glissant vers 59,00 dollars, en baisse de 2,80% malgré un retrait EIA, l'impact des sanctions russes limitant toutefois le risque de cassure ordonnée.

Central Banks

Le message de politique monétaire s'oriente vers plus d'asymétries. Côté Fed, des Minutes susceptibles d'exposer des fractures internes après la baisse d'octobre, combinées aux commentaires du gouverneur Miran en faveur d'une exemption des Treasuries dans les ratios de levier bancaires, ouvrent un débat sur la demande structurelle de dette publique et, par ricochet, sur la pente de la courbe. La BoE voit son biais d'assouplissement se renforcer après un CPI britannique plus mou, ce qui repositionne le risque d'une action en décembre et pèse mécaniquement sur le profil de portage de la livre. En Océanie, la RBNZ fait face à un refroidissement des données locales et à un environnement de risque plus aversif, alimentant des anticipations de baisse et une dépréciation marquée du NZD. Au Japon, le yen reste contraint par l'écart de rendement et la communication graduelle de la BoJ, la tendance haussière de USD/JPY demeurant intacte malgré un RSI en zone surachetée. En Suisse, la contraction du PIB renforce l'idée d'un franc plus vulnérable sur fond de normalisation désinflationniste, ce qui se reflète dans la progression de USD/CHF. La BCE, enfin, fait face à une inflation plus stable qu'anticipé et à une croissance inégale, ce qui favorise un statu quo prolongé mais soutient un euro relativement résilient sur les crois, surtout face aux devises à bêta élevé.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar se raffermit à l'approche des Minutes et des publications de la tech, dans un contexte de consolidation générale des actifs risqués. Le yen sous-performe, en retrait d'environ 0,4% face au dollar,

tandis que la livre reste molle, cédant près de 0,2% après les chiffres d'inflation britanniques. L'euro se maintient assez ferme, proche de l'équilibre contre USD et surperformant la plupart des G10 sur les crois, alors que EUR/GBP reflué vers 0,8817. Le NZD accuse le repli le plus net, en baisse d'environ 1,10% sur la séance et sur des creux de huit mois autour de 0,5600, affecté par la montée des anticipations de baisse RBNZ et l'aversion au risque. Le CAD reste ancré autour de 1,40 contre USD, faute de catalyseurs propres. USD/CHF avance d'environ 0,30% à la faveur de la faiblesse cyclique suisse. Sur les taux, la consolidation domine avant les Minutes, avec un biais de désinflation impulsé par l'énergie et des flux de couverture liés à la volatilité attendue des résultats technologiques, tandis que les propos sur une éventuelle exemption SLR pour les Treasuries nourrissent un débat de soutien à la demande au long de la courbe. Les matières premières reflètent un mix de forces contradictoires: le WTI recule vers 59,00 dollars, en baisse de 2,80% alors que les arbitrages entre données API et EIA dominent et que les sanctions russes limitent le downside. L'or réduit ses gains d'environ 4 dollars à l'approche des Minutes de la Fed, la robustesse du dollar freinant l'upside tandis que l'attrait refuge s'exprime davantage sur l'argent, en hausse de 2,10% à 51,90 dollars.

FX Bias

Le biais tactique reste en faveur d'un dollar ferme porté par la combinaison portage-momentum, un contexte de risque plus heurté et une pente de courbe qui peine à ré'accélérer tant que l'énergie se normalise. L'euro demeure soutenu sur les crois face aux devises à bêta et à portage plus fragile, malgré une croissance domestique atone, ce qui milite pour un EUR plus résilient hors USD. La livre se traite en range mais son skew est légèrement baissier contre USD tant que la probabilité d'un assouplissement BoE en décembre progresse et que la dynamique macro britannique se tasse. Le yen reste structurellement vulnérable à l'écart de taux, avec des risques d'interventions verbales ou tactiques qui invitent à gérer l'exposition mais ne remettent pas en cause la tendance de fond. Le franc paraît plus offert en marge sur signes de faiblesse domestique. Les devises cycliques et à bêta élevé restent sous pression relative, emmenées par le NZD, tandis que les scandinaves devraient continuer de sous-performer en environnement de risque moins porteur et d'énergie plus basse, ce qui érode l'avantage des producteurs.

Scénarios Binaires

Deux nœuds de probabilité dominent à court terme. Si les Minutes de la Fed confirment un comité plus prudent sur un assouplissement en décembre, le marché du front-end devrait re-pricer un peu de prime de report, soutenant le dollar et pesant sur les bêta-FX, avec une extension de la faiblesse sur NZD, NOK et SEK et un maintien de USD/JPY en tendance malgré des signaux techniques tendus. À l'inverse, un verbatim plus conciliant et focalisé sur les risques de croissance validerait une pente plus accommodante, comprimant le billet vert et favorisant un rebond sélectif des devises cycliques, au détriment du carry dollar. Sur l'axe micro, un beat de Nvidia et des guidances rassurantes raviveraient le thème IA, renforçant l'appétit pour le risque actions sans nécessairement invalider la demande de dollar si les taux réels restent élevés; un miss déclencherait une décrue rapide du sentiment, un élargissement des spreads de crédit high beta et une demande de liquidité en USD. La trajectoire du pétrole agit comme modérateur: un WTI durablement autour de 59 dollars accentue l'argument désinflationniste et réduit la prime de terme,

tandis qu'un rebond lié aux sanctions russes réactiverait la sensibilité des break-evens et des devises productrices. Enfin, la probabilité d'un geste BoE en décembre et la montée des attentes d'assouplissement RBNZ cadrent le risque directionnel, respectivement baissier pour GBP sur USD et défavorable au NZD sur l'ensemble du G10.

Conclusion

Le régime de marché reste dominé par un dollar de qualité, un appétit pour le risque sélectif axé sur l'IA et une jambe matières premières qui fournit un coussin désinflationniste à court terme. Les banques centrales convergent vers une rhétorique plus dépendante des données, mais les divergences intra-comité à la Fed et l'atterrissement plus doux de l'inflation britannique rouvrent des asymétries de trajectoires. Dans ce cadre, les devises à portage robuste et à bêta faible gardent l'avantage, tandis que les devises cycliques sensibles au commerce mondial et à l'immobilier résidentiel demeurent vulnérables aux chocs de sentiment. La construction de portefeuille doit rester opportuniste et défensive, avec une préférence pour les expressions USD contre bêta-FX et des couvertures actives sur les zones techniques étirées.

Implication du desk (en recherche de positions)

Nous privilégions un biais long USD tactique face aux devises à bêta et portage dégradés, avec une préférence pour des achats de USD contre NZD, NOK et SEK, compte tenu d'un environnement de risque plus aversif, d'un pétrole en retrait et d'anticipations d'assouplissement plus marquées côté RBNZ. Sur l'Europe, nous cherchons un euro relativement soutenu sur les crois nordiques, tout en restant vendeurs de GBP contre USD sur rebonds en raison de la montée du risque BoE et de la mollesse des fondamentaux domestiques; la paire EUR/GBP devrait rester capée mais avec un biais haussier tant que les données UK surprennent à la baisse. Sur le spectre refuge, nous maintenons un biais acheteur USD/CHF à la faveur d'une dynamique macro suisse plus faible, en gardant une gestion stricte du risque en amont des Minutes. USD/JPY reste une position de tendance mais l'overbought et le risque d'alerte intervention appellent à une taille réduite et à des couvertures directionnelles; nous privilégions l'expression du thème dollar via paires alternatives lorsque la volatilité yen s'accroît. Enfin, sur le front matières premières-FX, la faiblesse du WTI autour de 59,00 dollars et le resserrement des primes de risque plaident pour la prudence sur les producteurs; nous exprimons ce biais via des achats de USD contre NOK et via une exposition limitée aux crosses CAD tant que l'USDCAD reste ancré autour de 1,40. L'allocation reste dynamique, avec un recalibrage prévu après les Minutes de la Fed et les résultats de la tech, en fonction de la réaction des taux réels et des spreads de crédit.