
Top US Drivers

Le régime de marché américain reste dominé par l'ajustement post-Fed et par un flux micro contradictoire. Le message de John Williams réaffirme que ramener l'inflation vers 2% demeure impératif, tandis que Stephen Miran anticipe un reflux plus rapide de l'inflation du shelter et suggère que la mesure sous-jacente se rapproche de 2%, ce qui conforte la baisse du term premium et l'idée d'un atterrissage désinflationniste organisé. Le Dollar Index, qui a enchaîné une troisième semaine de repli, a tenté un léger rebond en amont d'un calendrier US chargé et de NFP décalés, mais la tonalité macro reste celle d'un dollar en phase de consolidation plutôt que de rupture. Côté actions, les indices ont reflué en début de semaine à mesure que les investisseurs se positionnaient pour une série de publications, avec un biais défensif alimenté par des signaux idiosyncratiques: le plongeon d'environ 11% de Zillow souligne la fragilité des segments liés à l'immobilier résidentiel, iRobot se place sous la protection de la loi sur les faillites, alors que Xerox cherche un financement adossé à la propriété intellectuelle à hauteur de \$500 millions pour renforcer sa liquidité. À l'inverse, la réallocation institutionnelle se poursuit avec le recrutement par BlackRock d'un responsable de l'investissement en provenance de Citi pour piloter un périmètre de gestion de fortune d'environ \$80 milliards, signal de continuité des flux vers des plateformes de taille. En toile de fond, le rejet par le Trésor américain d'une offre sur des actifs Lukoil et l'attaque cyber contre PDVSA qui entraîne des demi-tours de tankers rappellent que le risque géopolitique reste actif, susceptible d'entretenir des primes de risque sectorielles et de moduler l'appétit pour le risque sans en changer à ce stade la trajectoire médiane.

Central Banks

La Fed a opéré un assouplissement de 25 pb la semaine passée et insiste, via Williams, sur la crédibilité de l'objectif de 2%, tout en laissant entrevoir une normalisation graduelle si la désinflation se confirme, Miran ajoutant que la composante shelter du PCE pourrait décélérer plus vite. Ce cadre favorise une baisse ordonnée des rendements réels courts et une volatilité modérée, avec un biais de bull steepening tant que l'activité résiste. La Banque du Japon entre en zone de décision: après un Tankan robuste, le marché price un relèvement lors de la réunion du 19 décembre; la devise a réagi, USD/JPY revenant vers 155 avec un renforcement de 0,5% du JPY sur la séance. La Banque d'Angleterre pourrait opérer un assouplissement tactique, la paire GBP/USD s'étant rapprochée de 1,34, portée par un gain d'environ 0,28% dans une séance pauvre en données; l'enjeu réside dans l'équilibre entre signal de coupe et maintien d'un guidage restrictif. En zone euro, l'ECB est attendue prudente: la croissance reste molle mais la désinflation progresse, ce qui plaide pour une rhétorique patiente plutôt qu'un précipité. Au Canada, l'inflation annuelle de novembre à 2,2% conforte la BoC dans son statu quo, déjà maintenu à 2,25% sur le taux directeur, avec un dollar canadien qui s'ajuste à la marge au fil des publications. La RBNZ a refroidi les anticipations de resserrement en 2026, ce qui pèse sur le NZD, tandis que les banques nordiques restent prises entre désinflation rapide et croissance molle, un contexte défavorable au NOK et au SEK en l'absence de catalyseur domestique clair.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar se stabilise après trois semaines de baisse, dans un marché où le positionnement a été nettoyé par le virage accommodant de la Fed. USD/JPY a buté sous 156 et s'est replié vers 155, les signaux macro domestiques japonais et l'anticipation de hausse BoJ réancrant la volatilité. EUR/USD s'est installé en zone de plus hauts de plusieurs semaines autour de 1,1760, soutenu par le re-pricing de la courbe américaine et une attente prudente avant l'ECB. GBP/USD a traité près de 1,3400, porté par une meilleure tenue relative du sterling à l'approche de la BoE malgré l'hypothèse d'un geste d'assouplissement. Les devises cycliques affichent une dispersion nette: l'AUD reste sous pression autour de 0,6640 avant un lot de données US, le NZD sous-performe après la communication prudente de la RBNZ, tandis que le CAD se traite lourd côté USD avec USD/CAD retenu autour de 1,3765, la combinaison d'une inflation à 2,2% et d'un statu quo à 2,25% consolidant une vision d'équilibre à court terme. En Asie, USD/CNH a cédé sous 7,05, niveau le plus bas depuis octobre 2024, reflet d'un mix chinois où la faiblesse du réel persiste et où le policy mix évite une dépréciation désordonnée. Sur les taux, la pente américaine a conservé une dynamique de détente en courte maturité avec une volatilité implicite en reflux, compatible avec un schéma de bull steepening mesuré. Les matières premières évoluent sans direction tranchée: l'or est resté étale avec une amplitude intraday contenue autour de \$4, les flux de couverture persistants étant tempérés par la détente du dollar; le pétrole bénéficie d'une prime géopolitique après l'épisode PDVSA, sans emballement de la courbe. Sur le front micro et réglementaire, les discussions autour d'éventuelles cessions chez Warner Bros. Discovery ont attiré l'attention antitrust, avec des chiffres autour de \$72 évoqués sur certains périmètres, un élément de volatilité spécifique plus que systémique.

FX Bias

Le biais directionnel demeure sélectif. Le contexte de portage, la dynamique macro désinflationniste encadrée par des banques centrales encore restrictives et un régime de risque ordonné maintiennent un avantage relatif pour les grandes devises liquides et à carry compétitif. Le dollar conserve un potentiel de reprise tactique sur les devises cycliques en cas de déception sur les données US ou de regain d'aversion, tout en restant bridé face aux devises à catalyseur domestique hawkish comme le yen à très court terme. L'euro reste supporté par la détente américaine plus que par un moteur interne, ce qui favorise des flux de range trading ascendants. Le sterling garde un portage attractif et une sensibilité élevée à la communication de la BoE; un message de coupe mais de vigilance sur l'inflation maintiendrait un support sous-jacent. À l'inverse, le kiwi pâtit d'une banque centrale plus prudente et d'un bêta élevé au cycle mondial, tandis que NOK et SEK restent exposées à la faiblesse de la croissance domestique et à une volatilité de taux résiduelle défavorable au différentiel de portage.

Scénarios Binaires

Deux nœuds catalytiques dominent le court terme. D'un côté, la séquence US avec NFP reportés et inflation du logement potentiellement plus faible peut soit valider la trajectoire désinflationniste et appuyer un dollar en range cédant du terrain face à EUR et GBP, soit surprendre par une vigueur résiduelle de l'emploi et des salaires, ravivant un rebond du dollar via un écrasement des attentes d'assouplissement. De l'autre, la BoJ peut soit relever ses taux et renforcer un ancrage de bas de cycle pour USD/JPY vers le bas de la fourchette 153–155, soit temporiser une fois encore et déclencher une remise en

cause rapide du positionnement long JPY avec un retour de USD/JPY en zone 156–158. S'ajoute la BoE, qui, en cas de coupe assortie d'un message strict sur l'inflation, peut laisser le GBP résilient, alors qu'une coupe perçue comme dovish sans conditionnalité pèserait sur le taux de change. Enfin, la dynamique chinoise, entre faiblesse du réel et politique graduelle, peut prolonger le biais baissier de USD/CNH si l'autorité monétaire privilégie la stabilité externe, ou au contraire le neutraliser en cas de dégradation plus marquée des données.

Conclusion

Le marché s'installe dans un régime de transition où la désinflation américaine calibrée, des banques centrales cherchant l'équilibre et des signaux micro contrastés produisent une baisse de la volatilité et des tendances de change plus sélectives. Les flux restent orientés vers des actifs liquides et de qualité, illustrés par des mouvements de consolidation dans la tech et l'immobilier coté, des arbitrages de bilan opportunistes et une attention accrue aux signaux de liquidité d'entreprise. Dans cet environnement, l'avantage va aux devises cœur dotées d'un carry défendable et d'une visibilité macro supérieure, tandis que les devises à bêta élevé et à catalyseur domestique pauvre demeurent vulnérables. Les risques géopolitiques restent une variable d'ajustement pour les matières premières et pour l'appétit global, sans rupture de régime à ce stade.

Implication du desk (en recherche de positions)

Nous privilégions une exposition sélective en faveur du dollar contre les devises à bêta élevé, avec une préférence pour des expressions contre NZD et, en Europe du Nord, contre NOK et SEK, tant que le différentiel de portage et la dynamique macro restent défavorables à ces dernières. Nous restons constructifs sur le sterling en relatif, notamment contre NZD, en amont de la BoE sous hypothèse d'une coupe assortie d'un guidage vigilant, et conservons un biais acheteur sur EUR contre NOK/SEK sur repli. Sur USD/JPY, le risque d'événement BoJ invite à une gestion tactique: favoriser des ventes de rallye vers 156 avec stops serrés avant la réunion, puis réévaluer la pente après décision. Sur USD/CAD, nous cherchons à vendre les rebonds vers le haut de la fourchette compte tenu d'une inflation à 2,2% et d'un statu quo à 2,25% qui plafonnent le différentiel au profit du CAD, en gardant une vigilance sur la prime géopétrolière. Enfin, nous maintenons une couverture optionnelle modeste via l'or, dont la stabilité récente et une amplitude de l'ordre de \$4 par séance offrent un coût d'entrée contenu pour protéger un choc d'aversion ponctuel.