

## Top US Drivers

Le marché a été réancré par le virage de communication perçu à la Fed, après des remarques de John Williams qui ont ranimé les anticipations d'un assouplissement dès décembre, comprimant les rendements longs et propulsant les actifs risqués. Le S&P 500 a rebondi alors que le 10 ans s'est détendu, tandis que l'absence de la publication de l'inflation d'octobre par le BLS avant la prochaine décision accroît l'amplitude des scénarios et la prime d'incertitude. Les données conjoncturelles brossent un tableau nuancé avec un PMI manufacturier S&P à 51,9 en retrait, mais un composite qui accélère à 54,8, confirmant une dynamique privée encore robuste. La microéconomie distille des signaux de fin de cycle mixte: Amazon a supprimé plus de 1 800 postes d'ingénieurs, près de 40% des suppressions récentes, traduisant une réallocation défensive des coûts malgré le discours d'accélération de l'innovation. À l'inverse, l'appétit pour la qualité se matérialise par Eli Lilly qui franchit 1 000 milliards de capitalisation, tandis que la réduction de la volatilité des taux soulage les multiples. Sur la consommation future, l'augmentation attendue de 2,8% des prestations de Sécurité sociale en 2026 soutiendra le revenu des ménages, mais reste trop lointaine pour modifier le profil de demande à court terme. En périphérie, le repli du pétrole, catalysé par des discussions de paix en Ukraine, réduit un risque d'inflation exogène et renforce le narratif d'assouplissement, alors que le bitcoin menace de rompre le seuil des 80 000 dollars, symptôme d'un désendettement sur les segments spéculatifs.

## Central Banks

La Fed reste le principal vecteur directionnel. Le marché a interprété les propos de John Williams comme une ouverture à une baisse en décembre, alors même que des voix plus restrictives persistent. Lorie Logan estime qu'il serait difficile de réduire à nouveau si vite, Susan Collins rappelle que l'inflation demeure élevée, et Stephen Miran insiste sur une Fed « guidée par le forecast » plus que strictement par les publications, un point saillant à l'heure où un jeu de données manque. En zone euro, l'euro subit le différentiel de croissance après des indicateurs plus mous, renforçant l'idée d'une BCE en pause prolongée et d'un biais accommodant implicite par le canal des anticipations. Au Japon, les autorités ont durci la rhétorique d'intervention, ce qui a refroidi l'élan haussier de USD/JPY sans en briser la structure de tendance, rappelant que le timing d'un ajustement de politique de la BoJ reste graduel et que le levier FX demeure l'outil de gestion de la volatilité. La BNS est en observation, tandis que le franc enregistre une légère progression du dollar face à lui sur fond de données américaines résilientes et de réévaluation des baisses de taux globales. Au Canada, la Banque du Canada navigue entre inflation collante et atterrissage manufacturier, laissant l'USDCAD proche de 1,41 alors que la Fed dicte l'axe principal.

## Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar s'est affiché globalement stable à ferme malgré la détente des taux, porté par un mix de carry et de croissance relative. L'euro s'effrite face au dollar après des publications européennes plus faibles, quand la livre sterling tient, la paire GBP/USD évoluant vers 1,3082 avec un gain intraday de 0,08% alors que les paris d'assouplissement de la Fed prennent le dessus sur des signaux PMI US plus mitigés. Le franc suisse cède marginalement, USD/CHF gagnant 0,10% autour de 0,8070, reflet d'un soutien tactique au

billet vert. Le yen tente un retournement haussier, en hausse d'environ 0,4% sur la séance, sous l'effet d'avertissements verbaux de Tokyo, mais la tendance de fond USD/JPY demeure encore ascendante à ce stade. Le dollar canadien reste sous pression avec USD/CAD près de 1,4100, la chute de l'énergie pesant sur les termes de l'échange. Sur les commodities, l'or a franchi 4 100 dollars, autour de 4 096 dollars, en hausse de 0,53% sur la séance, soit environ 4 dollars de progression, catalysé par la frénésie de coupes en décembre et la baisse des rendements réels. L'argent consolide, à 49,69 dollars, en recul d'environ 1,50% après un plus bas hebdomadaire à 48,64 dollars, un schéma de double sommet signalant une fatigue technique sans invalider la tendance primaire. Le pétrole WTI recule vers 57,60 dollars, en baisse de 1,90% au plus bas d'un mois, pénalisant les valeurs énergie et renforçant le narratif de désinflation. Les taux américains se détendent sur l'ensemble de la courbe, le 10 ans en baisse après les propos de Williams, alors que les actions US se raffermissent, à l'inverse de l'Europe qui clôture en ordre dispersé sur fond d'inquiétudes britanniques. Les actifs crypto demeurent sous pression, le bitcoin menaçant de casser les 80 000 dollars, signe d'un dégagement des poches d'exubérance.

## FX Bias

Le biais directionnel demeure prudemment constructif sur le dollar compte tenu du portage toujours attractif, d'un momentum macro supérieur et d'un régime de taux qui, même en détente, laisse un différentiel positif face aux devises à faible carry. L'euro conserve un biais tactique positif contre les devises cycliques de petite taille plutôt que contre USD, porté par l'amélioration relative attendue de la balance courante et une volatilité de taux en reflux. La livre montre une résilience notable malgré des données décevantes, aidée par la crédibilité accrue de la BoE sur l'inflation, et conserve un portage défensif correct. À l'inverse, le NZD reste sous pression, pénalisé par la sensibilité au cycle asiatique et un différentiel de taux moins porteur à l'approche d'un pivot global. La NOK souffre du choc pétrole et de la bêta élevée au risque, quand la SEK reste vulnérable à l'atonie européenne et à l'illiquidité de fin d'année. Le JPY bénéficie d'un plancher politique implicite via le risque d'intervention, mais son amélioration fondamentale nécessite soit une inflexion BoJ plus nette, soit une capitulation plus franche des rendements US.

## Scénarios Binaires

Dans un premier scénario, la Fed valide l'option d'un assouplissement dès décembre, la courbe USD se réaplatit par l'avant, l'or préserve les niveaux au-dessus de 4 100 dollars et le dollar s'apprécie de manière sélective contre les devises à faible carry mais cède du terrain contre le JPY et, à la marge, contre une GBP soutenue par le regain d'appétit pour le risque. Dans ce cadre, EUR/USD plafonne faute d'appui cyclique européen, tandis que NOK et SEK sous-performent au croisement d'un pétrole déprimé et d'une Europe molle. Dans un second scénario, la Fed temporise et repousse la baisse au premier trimestre, les rendements remontent, l'or reflue sous 4 000-4 050 dollars, le dollar se raffermit plus largement contre G10 hors GBP, et USD/JPY reprend sa tendance haussière jusqu'à réactiver le risque d'avertissements plus durs de Tokyo. Dans les deux cas, une percée vers un accord en Ukraine prolongerait la pression baissière sur le brut et amplifierait le soutien aux actifs duration, tandis qu'une rupture du bitcoin sous 80 000 dollars servirait d'indicateur avancé d'un désendettement plus large sur les actifs à bêta élevé.

## Conclusion

Le régime de marché bascule vers une détente ordonnée des taux convaincue par un discours Fed plus conciliant, alors que les données US restent juste assez solides pour éviter la peur du hard landing. La combinaison de rendements réels en baisse, d'un pétrole à 57,60 dollars et d'un complexe technologique soutenu par la compression du coût du capital favorise une rotation de qualité et un rebond des devises de portage robuste, sans invalider la prime structurelle du dollar. La dispersion intra-G10 devrait rester élevée, dominée par la sensibilité à l'énergie en Scandinavie, le facteur politique au Japon et la granularité des surprises de croissance en Europe. L'absence d'un point de données clé d'inflation avant la décision accroît le poids du guidage de la Fed, augmentant la réactivité des marchés aux déclarations officielles.

## Implication du desk (en recherche de positions)

Nous privilégions la recherche d'entrées longues USD contre NZD, NOK et SEK, en misant sur le trio carry, momentum macro et régime de taux, avec un filtre de risque énergie défavorable aux devises nordiques. Côté Europe, l'expression plus propre consiste à être long EUR contre SEK et NOK, afin d'isoler le choc régional plutôt que d'affronter la prime de croissance américaine. Sur la livre, nous envisageons des achats tactiques sur repli contre EUR et, de façon opportuniste, contre USD si la probabilité d'une baisse en décembre rebondit encore, la performance récente de 0,08% de GBP/USD illustrant la capacité de résistance malgré des données domestiques faibles et une lecture de -0,1% de performance relative intraday contre USD rapportée par la recherche sell-side. Sur le yen, la préférence va à des structures optionnelles asymétriques à delta modeste pour capter un éventuel épisode d'intervention et la dynamique haussière de 0,4% récente, tout en respectant la tendance primaire toujours ascendante de USD/JPY. Enfin, nous restons neutres à légèrement positifs sur l'or au-dessus de 4 100 dollars, mais privilégions la couverture de la convexité via options compte tenu d'un positionnement devenu consensuel, tandis que la faiblesse du brut plaide pour maintenir une couverture négative NOK. L'exécution restera conditionnée à la confirmation de la détente des rendements US, au maintien du WTI sous 60 dollars et à l'évolution des indices PMI avant la réunion de décembre.