

Top US Drivers

Le dollar s'achemine vers sa plus forte baisse hebdomadaire en quatre mois alors que la liquidité de Thanksgiving comprime les amplitudes et que le marché affine le calibrage des baisses de taux de la Fed, ramenant l'exceptionnalisme américain à un registre plus technique que directionnel. Les flux de couverture se sont atténués sur l'or, qui s'est replié d'un pic de deux semaines à mesure que les probabilités de détente monétaire se normalisent. Le flux d'actualités domestiques reste contrasté: l'angle micro inclut une volatilité idiosyncratique marquée, à l'image de l'envolée de 18% d'un titre de consommation après rumeurs d'OPA dans le sportwear, quand la sphère réglementaire se tend avec l'ouverture d'une enquête de la SEC sur une banque d'investissement à la suite d'une défaillance corporate. Sur le plan géopolitique, le discours d'ouverture sur un texte américano-ukrainien pouvant servir de base de pourparlers réduit marginalement la prime de risque extrême sans modifier l'équilibre de court terme. En arrière-plan, le débat sur les droits de douane poursuit son travail de sape des anticipations d'inflation importée: le cadrage médiatique sur le plafonnement des hausses et la contestation du caractère « indéfini » de droits à 50% renforce l'idée d'un atterrissage plus ordonné de la chaîne des prix tradables. La consommation reste résiliente dans les flux anecdotique-macro, avec des récits de mobilité internationale soulignant un budget mensuel de 2 532 dollars pour un ménage relocalisé au Royaume-Uni, indicateur périphérique mais cohérent avec un pouvoir d'achat américain encore soutenu. Au total, la détente du dollar ressemble davantage à un désengorgement technique post-rallye qu'à un pivot macro structurel.

Central Banks

La Fed reste le centre de gravité de la séquence: la rhétorique récente valide un biais assoupli mais conditionnel, avec des données core encore trop hautes pour garantir un cycle de coupes agressif. L'impulsion du dollar est donc devenue data-dépendante, sans rupture de régime monétaire. En zone euro, les minutes de la BCE ont apporté un soutien tactique à l'euro en soulignant un équilibre entre vigilance salariale et confiance grandissante dans la désinflation, ce qui conforte une trajectoire de normalisation graduelle plutôt que précipitée. Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre demeure coincée entre une inflation des services persistante et une croissance bridée, tandis que la dimension budgétaire — « spend now, pay later » — reporte l'ajustement réel, ce que la littérature sell-side traduit par une exposition de la livre à un vacuum de croissance si la politique monétaire devait rester trop restrictive trop longtemps. L'environnement politique budgétaire, des prises de position de l'OBR aux débats pré-budget, a pour effet principal de lisser la pente attendue des gilt yields plus que de délivrer un choc directionnel sur la livre. Au Japon, l'USD/JPY reste ancré à 156, avec un retracement intraday vers 155,73 vite effacé, signe que l'ultra-accommodant combiné à des doutes fiscaux nippons l'emporte encore sur le bruit d'intervention. En Chine, le débat de place sur la nécessité de laisser le renminbi s'apprécier gagne en épaisseur alors que la priorité à la stabilité financière doit être arbitrée avec la relance de la demande domestique; un RMB plus fort réduirait les pressions importées en Asie et reconfigurerait le complexe des devises à bêta chinois.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Sur le FX, l'USD/JPY se traite autour de 156,30, l'EUR/JPY près de 181,25, la paire GBP/USD reste stable autour de 1,3230 malgré l'aplatissement des volumes, et l'EUR/GBP consolide à 0,8761 après un décrochage lié au budget d'automne britannique. L'indice dollar reflue sur la semaine, mais sans cassure technique majeure. Les taux cœur n'affichent pas de rupture de tendance, la prime de terme restant basse, avec une sensibilité asymétrique aux surprises d'inflation. Les actions européennes évoluent sans direction forte: l'Allemagne grappille 0,22%, la France 0,04%, l'Italie 0,21%, l'Espagne est inchangée, les Pays-Bas cèdent 0,41%, le Royaume-Uni recule de 0,06%, le Portugal est en retrait de 0,05%, tandis que la Suède et la Finlande progressent respectivement de 0,36% et 0,53%. Dans les matières premières, l'or efface une partie de son rebond de deux semaines à mesure que le pricing de la Fed se stabilise. Le cuivre reste lesté par le narratif d'excédent, mais le financement en cours d'un projet de fonderie au Chili pour 1,7 milliard de dollars signale un pari croissant sur l'épuisement du glut, élément potentiellement reflationniste pour les devises à bêta matières premières si confirmé. Le risque idiosyncratique reste élevé dans la consommation discrétionnaire, illustré par la hausse de 18% d'un acteur européen du sport, et la géopolitique ajoute des frictions sectorielles, des tensions aériennes avec le Venezuela aux effets réputationnels en Asie après un sinistre majeur à Hong Kong. Les flux de capitaux montrent un tassement de l'IDE au Canada au plus bas depuis le début de 2024, pendant qu'en Europe, les opérations de M&A telles que l'intérêt pour une plateforme de distribution de fonds continuent d'ancrer un plancher de valorisation sur les financières de marché.

FX Bias

Le biais de court terme demeure modérément positif sur le dollar malgré la consolidation hebdomadaire, porté par le portage relatif et un momentum macro toujours supérieur en niveau aux pairs du G10. L'euro bénéficie d'un soutien tactique via la BCE et d'un positionnement plus neutre, tandis que la livre reste ferme tant que le budget d'automne est perçu comme pro-croissance à court terme, mais avec une convexité négative si la BoE durcit sa communication. À l'opposé, le complexe antipodien et nordique fait face à une pression relative: le NZD souffre du différentiel de portage et de la sensibilité au cycle asiatique, le NOK et le SEK restent pénalisés par la volatilité de la prime de risque domestique et un bêta cyclique élevé face à un environnement de taux encore restrictif. Le JPY demeure structurellement fragile tant que l'écart de rendement réel persiste, l'attrait du carry USD/JPY dominants, même si le risque d'intervention impose un calibrage prudent de l'exposition.

Scénarios Binaires

Un atterrissage désinflationniste « propre » aux États-Unis, confirmé par des prints core en décélération et une Fed validant un premier assouplissement sans forward guidance agressive, produirait une pente plutôt défavorable au dollar face à l'euro et à la livre, tout en maintenant un cap portage-positif contre NOK, SEK et NZD. À l'inverse, un ré-accélération des composantes services ou un choc de tarifs à large spectre, même atténué par des garde-fous politiques, réançrerait l'exceptionnalisme US et relancerait l'USD sur un mode risk-off. En zone euro, une BCE plus confiante et graduelle maintient EUR soutenu; un virage plus précoce vers des coupes concentrées rouvrirait le risque de retour vers les bas de range. Au Japon, la tenue de 155 sur USD/JPY en l'absence de signal dur de la BoJ prolonge la tendance haussière ;

un changement de langage sur les anticipations d'inflation ou une action du MoF casserait cette dynamique. En Chine, une appréciation gérée du RMB allégerait la pression sur l'Asie et le NZD, alors qu'une nouvelle phase de gestion défensive du change raviverait les vents contraires sur les bêtas cycliques. Enfin, une accalmie géopolitique en Europe de l'Est ferait refluer la prime de risque sur l'euro et le complexe CEE ; l'inverse réactiverait les canaux de fuite vers USD et or, même si ce dernier reste attaché au pricing Fed.

Conclusion

Le marché s'installe dans une phase de digestion où la détente du dollar relève d'un ajustement de positionnement plus que d'un changement de régime, tandis que l'Europe fournit un appui tactique à l'euro via des minutes BCE équilibrées et que la livre capitalise sur un court-termisme budgétaire pro-activité avec un coût plus tardif. Les devises à bêta cyclique et à portage faible restent vulnérables dans un environnement de taux encore restrictif, alors que le yen demeure soumis au différentiel de rendement et à des considérations fiscales domestiques. Les actifs risqués témoignent d'une micro-dispersion accrue, des mouvements de 18% sur des dossiers idiosyncratiques à la résilience des indices cœur en Europe, avec des poches de faiblesse marginales comme le recul de 0,05% du PSI portugais. Les matières premières envoient un signal mixte, un or en respiration et un cuivre où le montage d'un financement de 1,7 milliard de dollars suggère que le marché regarde au-delà du glut.

Implication du desk (en recherche de positions)

Nous privilégions une exposition longue USD contre NOK et SEK, cherchant à capter le portage et la sous-performance cyclique nordique tant que le régime de taux reste restrictif et que le momentum macro américain surclasse ses pairs. Sur USD/JPY, la stratégie reste d'acheter les replis vers la zone de 155,80-156,00 avec couverture optionnelle du risque d'intervention, la mèche à 155,73 servant de repère technique pour un stop serré. L'euro s'achète en creux contre SEK dans un cadre de normalisation graduelle de la BCE, tandis que la livre s'envisage en biais positif contre NZD plus qu'en bêta pur contre USD, façon de concilier portage et réduction du risque BoE. Sur EUR/GBP, nous privilégions une gestion active autour de 0,8760, l'équilibre minutes BCE/budget UK laissant la paire en range tant que la BoE ne re-durcit pas. Enfin, le bêta matières premières appelle une surveillance accrue des crosses liés aux métaux; une confirmation de la demande d'investissement sur le cuivre pourrait offrir un point d'entrée tactique sur AUD contre NZD, en complément d'un cœur de portefeuille centré sur USD fort en relatif.