
Top US Drivers

Le flux dominant aux États-Unis reste la combinaison d'un affaiblissement conjoncturel à la marge et d'un sentiment de marché qui anticipe un assouplissement accéléré de la Fed, sur fond de volatilité actions. L'ISM manufacturier a reculé à 48,2 en novembre, sous le consensus à 48,6 et en baisse par rapport à 48,7, alimentant l'idée d'un ralentissement diffus de l'activité. Dans ce contexte, le dollar a été sous pression et les anticipations de baisse dès la semaine prochaine se sont réenclenchées, malgré le risque de déception à l'approche de l'intervention de Jerome Powell. Les actions ont ouvert décembre de manière heurtée, le Dow Jones cédant environ 400 points sur fond d'interrogations liées à l'IA et d'un sell-off crypto, même si le flux micro reste dense et ambivalent avec l'annonce d'un engagement de 2 milliards de dollars de Nvidia dans Synopsys, signe d'une consolidation ascendante de la chaîne de valeur IA et d'une poussée de capex futurs. Sur le front des matières premières, la rhétorique dovish a propulsé l'or vers un sommet de cinq semaines autour de 4 264 dollars l'once, en hausse de plus de 0,40%, tandis que l'argent a inscrit un plus haut historique. Le pétrole a progressé d'un peu plus d'un dollar le baril, soutenu par l'arrêt des hausses de production de l'OPEP+ et par des risques géopolitiques après une attaque en Ukraine, le WTI traitant autour de 59,30 dollars. Le flux Défense américain reste actif avec l'aval pour une vente potentielle de 1 milliard de dollars de soutien hélicoptères à l'Arabie saoudite et 455 millions de dollars de maintien en condition opérationnelle d'F-16 à Bahreïn, illustrant un socle de demande publique résilient. Dans l'économie réelle, la micro-dynamique des ménages demeure hétérogène mais agile, comme en témoigne l'essor de revenus annexes pouvant atteindre 295 000 dollars par an à partir d'un investissement initial de 2 000 dollars, signal anecdotique d'une capacité d'ajustement aux tensions du coût de la vie.

Central Banks

La Fed est au centre du dispositif avec un marché qui price un assouplissement précoce. La probabilité d'une détente monétaire dès décembre s'est matérialisée dans le prix des actifs, mais l'équilibre de risque plaide pour un message vigilant de Powell, susceptible de privilégier une fenêtre de confirmation des données plutôt qu'une action immédiate. En parallèle, la Banque du Japon a fait bouger les lignes : le ton plus ferme du gouverneur Ueda a déclenché une appréciation du yen, l'USD/JPY repliant après avoir conservé temporairement le contrôle au-dessus de 154,50, et la devise nippone a gagné 0,6% contre le dollar. Le sell-off des JGB s'est propagé aux courbes globales, pénalisant les Treasuries longues maturités malgré un front-end tenu par les paris de cuts. En zone euro, l'euro a surperformé la plupart des devises G10 avec un gain de 0,3% à l'approche des données d'inflation flash EMU, tandis que la BCE reste en mode « data-dependent » sur fond de désinflation graduelle. Du côté du Commonwealth, la RBA arrive à l'aube du PIB T3 australien, avec un AUD stable autour de 0,6550 face au dollar, alors que la Banque du Canada voit un test important se profiler avec l'Enquête sur la population active de novembre, dans un contexte où le CAD a perdu de l'élan à proximité de niveaux techniques clés.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar index a marqué un repli vers ses plus bas pluri-hebdomadaires, sous l'effet des paris de baisse de taux et de la faiblesse de l'ISM, même si la structure de volatilité reste asymétrique compte tenu d'un

positionnement déjà allégé. L'euro s'est maintenu proche de ses plus hauts de deux semaines face au dollar, la livre a tenu en territoire positif avec une avance d'environ 0,20% sur la séance malgré une sous-performance relative face à plusieurs G10, et le yen a mené la danse côté refuges. Les devises cycliques bêta comme le NZD, la NOK et la SEK ont subi une pression relative, sur fond de régime de risque et de différentiels de taux qui redeviennent discriminants. En taux, la courbe américaine a connu des forces contraires avec un soutien du court terme par l'anticipation d'assouplissement et une tension du long terme importée du Japon, produisant un biais de pentification légère en intraday et une sensibilité accrue aux surprises d'inflation. Les Bunds ont suivi le mouvement avec une bêta atténuée, tandis que la périphérie est restée ordonnée. Sur les matières premières, l'or préserve un momentum haussier, l'argent enregistre un record, et les métaux industriels comme le cuivre et les PGM sont cités comme les mieux placés à court terme en raison d'un stockpiling agressif sur des inventaires déjà fins. Le pétrole a rebondi, le WTI se traitant près de 59,30 dollars, porté par l'arrêt des hausses de production de l'OPEP+ et des risques d'offre, même si l'élasticité de la demande reste en question au regard du cycle.

FX Bias

Dans le cadre actuel, le portage et la dynamique macro favorisent une sélection pro-carry, avec un biais constructif sur USD, EUR et GBP contre un panier de cycliques à bêta macro plus fragile tel que NZD, NOK et SEK. Le dollar, bien que sous pression tactique, conserve un socle de soutien via des différentiels de croissance et un régime de risque qui renchérit la valeur défensive du carry américain, tandis que l'euro profite d'une amélioration relative de la balance macro et d'une détente coordonnée de l'inflation. La livre reste un achat sélectif sur replis face aux devises à bêta élevé, soutenue par des rendements réels positifs et par une Banque d'Angleterre qui relâchera plus lentement que ses pairs. À l'inverse, le yen appelle à une gestion plus nuancée: la dérive hawkish de la BoJ et la sensibilité croisée aux taux mondiaux militent pour couvrir le risque d'un dégonflement progressif de la prime de portage sur USD/JPY.

Scénarios Binaires

Si la Fed confirme un abaissement du taux directeur dès la semaine prochaine, la pente courte devrait s'enfoncer, le dollar se déprécier initialement et l'or prolonger son extension au-delà des récents sommets, avec un EUR/USD tirant vers le haut et une compression de la volatilité implicite à court terme. À l'inverse, si Powell temporise et repousse l'action à 2025 en exigeant davantage d'évidence désinflationniste, un squeeze haussier du dollar est probable, les rendements longs se retendent en miroir du Japon et les actifs pro-duration sous-performent, l'or consolidant malgré un plancher sous-jacent. Si la BoJ formalise un signal plus ferme sur la sortie du contrôle de courbe et une normalisation graduelle, le yen s'apprécie, l'USD/JPY casse à la baisse et le bêta européen en bénéficie au détriment des portages scandinaves; à l'inverse, un statu quo dilué relancerait le carry et soutiendrait de nouveau les crosses contre JPY. Si l'OPEP+ maintient une discipline stricte et que les risques géopolitiques persistent, le WTI pourrait prolonger vers le haut à partir de 59,30 dollars, soutenant la NOK de manière ponctuelle mais pesant sur les périphériques importateurs; à l'inverse, tout signe de fissure dans la cohésion ou de faiblesse de la demande ferait rebasculer la courbe pétrolière en contango et fragiliserait les devises corrélées aux matières premières. Enfin, une surprise baissière sur l'inflation de la zone euro remettrait

en selle un pricing plus agressif de la BCE et plafonnerait l'euro, tandis qu'un CPI core plus ferme consoliderait l'idée d'un différentiel de politique moins dovish vis-à-vis de la Fed.

Conclusion

Le marché se trouve à l'interface de deux forces contraires: la ré-accélération des paris d'assouplissement sur le front-end américain, qui pèsent sur le dollar et soutiennent l'or, et une ré-évaluation du terme global importée du Japon, qui tend les extrémités de courbe et freine la duration. Dans cet environnement, le facteur carry, le momentum macro et la granularité des régimes de risque et de taux dictent une sélection FX plus que des vues directionnelles brutes. L'euro et la livre absorbent mieux les flux que les cycliques à bêta élevé, le yen reprend un rôle de couverture à mesure que la BoJ laisse entrevoir une normalisation, et les matières premières s'installent sur un plateau plus élevé, avec des métaux précieux soutenus et un pétrole adossé à l'offre. Les événements à très court terme — Powell, l'inflation EMU, le PIB australien, l'emploi canadien — seront déterminants pour valider ou invalider le pricing de cuts immédiats.

Implication du desk (en recherche de positions)

Nous privilégions une approche opportuniste et relative. La priorité va à la construction de positions longues USD contre NZD et NOK, expression du différentiel de portage et de la sensibilité du bêta cyclique aux surprises de croissance, avec une couverture partielle via options autour des événements de banque centrale. Nous recherchons des achats d'euro sur replis contre SEK et NOK, où la combinaison de momentum macro et de fragilité périphérique nordique reste défavorable aux scandinaves. Sur la livre, nous favorisons des stratégies longues contre NZD et SEK, tout en restant tactiques contre USD à l'approche de la Fed. Sur USD/JPY, nous privilégions des ventes sur rebond avec un risque défini, en anticipation d'une volatilité directionnelle accrue si la BoJ confirme la normalisation. En matières premières, la préférence va à des biais longs or à risque contenu tant que le narratif de baisse de taux immédiate prévaut, tandis que sur énergie nous favorisons des expressions relatives plutôt que directionnelles à partir de 59,30 dollars le baril. Enfin, sur le dollar canadien, nous restons prudents et constructifs sur USD/CAD en amont de l'emploi face à un pétrole capé, tout en calibrant le risque sur les moyennes mobiles clés mentionnées par le marché.