

Top US Drivers

Le flux de données américaines a confirmé un infléchissement de l'élan macro, prolongeant la pression sur le Dollar. L'indice DXY a cassé 98,00, un plus bas depuis début octobre, dans le sillage de chiffres de l'emploi retardés et plus faibles que prévu, avec des créations limitées à 64 000 en novembre après une contraction de 105 000 en octobre et un taux de chômage porté à 4,5 %. La demande intérieure n'a pas pris le relais, les ventes au détail d'octobre étant restées virtuellement inchangées à 732,6 milliards de dollars, après une révision de septembre à 0,1 % contre 0,3 % initialement. Les enquêtes PMI de S&P Global ont décéléré tout en restant en expansion, avec le manufacturier à 51,8 et les services à 52,9, entraînant un composite à 53 après 54,2, signalant une modération de la croissance plutôt qu'une rupture. Le choc énergétique va dans le même sens désinflationniste, le brut américain s'enfonçant sous 55 dollars, au plus bas depuis début 2021, sur fond d'optimisme lié à une désescalade Russie-Ukraine et d'excès d'offre. L'appétit pour le risque s'en trouve fragile, Wall Street reculant sous la pression des secteurs santé et énergie, tandis que la microéconomie reste hétérogène, à l'image de la charge exceptionnelle de 19,5 milliards de dollars annoncée par Ford dans son recentrage hors EV, des discussions autour d'une cession d'Atlas Air par Apollo évaluée autour de 12 milliards, et d'une fenêtre d'IPO encore sélective avec Angie Holdings dans une fourchette de 4 à 6 dollars par action. La politique monétaire reste en toile de fond, y compris l'incertitude de gouvernance future, les marchés de paris évaluant Kevin Hassett à 46 % contre 39 % pour Kevin Warsh, ce qui nourrit une prime de risque légère sur la trajectoire à moyen terme sans changer la lecture conjoncturelle immédiate.

Central Banks

Le pivot de la Fed est progressivement internalisé par le marché à mesure que l'atterrissement se précise: des créations d'emplois en perte de vitesse, des ventes au détail atones et des PMIs en décélération réduisent les obstacles à un assouplissement séquentiel en 2025, même si la dynamique reste compatible avec une croissance positive. La communication récente martèle l'attachement à l'indépendance, mais l'axe des risques se déplace vers une validation de baisses préventives si les conditions financières se resserrent via l'emploi. La Banque du Japon reste le catalyseur externe majeur, le yen s'appréciant sur des paris de normalisation et une baisse des rendements US, ce qui a pesé sur USD/JPY. En Europe, l'euro profite d'un meilleur terme de l'échange avec la glissade du pétrole et d'un billet vert plus faible; l'ECB maintient un biais restrictif en langage, mais la force de l'euro reflète surtout la détente américaine. La BNS voit un franc soutenu par la demande de couverture dans un régime de croissance molle et de taux en reflux, sans nécessité de resserrer davantage à ce stade. La BoE reste contrainte par une croissance atone et une désinflation progressive; le rebond de la livre sur la faiblesse du dollar masque une balance des risques domestique moins favorable, ce qui limite l'extension haussière en termes effectifs réels.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar s'est replié sur l'ensemble du G10, l'euro inscrivant un plus haut de trois mois face au billet vert après les statistiques d'emploi et de consommation. La paire GBP/USD a bondi de 0,42 % pour traiter autour de 1,3432 après un creux journalier à 1,3355, reflet d'un dollar en retrait plus que d'un catalyseur

britannique. USD/JPY a poursuivi sa décrue, la baisse des rendements US et la spéculation BoJ dictant le bêta. Sur les matières premières, l'or a oscillé autour de 4 300 dollars l'once, un rebond initial d'environ 4 dollars sur l'arbitrage mixte des données emploi ayant laissé place à des dégagements, le métal cédant 0,23 % vers 4 296 dollars après un plus haut intraday à 4 335. Le pétrole reste sous pression, le WTI flirtant avec ses plus bas de l'année et le baril américain sous 55 dollars, le rapport hebdomadaire sur les stocks devenant un catalyseur clé de court terme. Sur les taux, la courbe du Trésor s'est bull-flattened dans un contexte de croissance en ralentissement et d'anticipations de baisse de la Fed, comprimant le portage dollar. Le sentiment actions demeure prudent, l'indice large américain reculant sur fond de faiblesse énergie/santé et de vigilance avant des publications micro telles que Micron, General Mills et Jabil.

FX Bias

Le biais directionnel reste défavorable au dollar, la combinaison de momentum macro américain en refroidissement, d'un régime de taux plus accommodant et d'un portage moins attractif affaiblissant l'attrait du billet vert. La construction est plus positive sur l'euro compte tenu du soutien de termes d'échange via l'énergie bon marché et d'un positionnement moins encombré, tandis que la sensibilité de l'EUR à une baisse coordonnée des rendements US demeure un tailwind. Le yen présente un profil asymétrique favorable, porté par la convergence de rendements si la BoJ avance sur la normalisation et si les UST poursuivent leur détente. Le franc suisse reste recherché en environnement de croissance molle et de volatilité, avec un soutien structurel lié à la demande de qualité. À l'inverse, la SEK demeure sous pression relative, la devise restant à bêta cyclique élevé et sensible à la faiblesse manufacturière globale, tandis que la GBP, malgré ses reprises tactiques, conserve un risque baissier relatif dans un contexte de croissance domestique contrainte et d'un pivot BoE plus proche que ne le reflète le spot.

Scénarios Binaires

Si la séquence de données US confirme un ralentissement maîtrisé, avec des créations d'emplois modestes et une désinflation prolongée, l'orientation des rendements nominaux resterait baissière et la courbe s'aplatirait, prolongeant l'affaiblissement du dollar, l'appréciation graduelle de l'EUR et la reprise du JPY, tout en soutenant un franc ferme. Dans ce scénario, la glissade du pétrole sous 55 dollars accentuerait la détente des anticipations d'inflation et le bid pour les actifs de duration, tandis que l'or évoluerait en range autour de 4 300 dollars, partagé entre baisse des taux réels et prises de profit. À l'inverse, un sursaut d'activité matérialisé par un rebond des ventes au détail au-delà de 0,3 % et une réaccélération des PMIs vers les niveaux précédents, couplés à des stocks de brut en contraction, ré-encherirait le pétrole, redresserait les taux US et déclencherait un squeeze du dollar, pénalisant JPY et CHF, tout en plafonnant l'EUR et en soutenant tactiquement la GBP via le canal portage.

Conclusion

Le fil directeur demeure celui d'un ralentissement américain ordonné qui érode le différentiel de rendement du dollar sans basculer la croissance en contraction, tandis que la baisse de l'énergie agit comme stabilisateur désinflationniste. Les conditions financières se détendent par les taux, mais la

faiblesse des actifs cycliques, l'incertitude de gouvernance monétaire et la microéconomie mitigée incitent à privilégier des expressions défensives de l'anti-dollar. La convexité potentielle du JPY face à une double impulsion BoJ et UST, la robustesse structurelle du CHF et le soutien de termes d'échange à l'EUR s'opposent à des devises à bêta comme la SEK et à une livre dont les rallyes restent davantage des mouvements de dollar faible que de fondamentaux domestiques.

Implication du desk (en recherche de positions)

Nous privilégions des ventes de dollar contre euro et yen, avec une préférence pour des structures options de type call spread sur EUR/USD et put sur USD/JPY afin de capter la poursuite de la détente des taux US et un éventuel passage de la BoJ à une normalisation graduelle. Le franc suisse est à acheter contre SEK et, de manière opportuniste, contre GBP sur rebonds, pour exprimer le régime de risque et la divergence de qualité. La livre demeure à vendre en rallye contre l'euro, le ratio risque/rendement étant favorable si la BoE valide un ton plus accommodant. Sur matières premières, nous restons tactiquement vendeurs de WTI sur rebonds tant que le baril US évolue sous 55 dollars et que le surplomb d'offre persiste, tout en maintenant une exposition mesurée à l'or autour de 4 300 dollars via des stratégies delta-hedgées pour jouer la baisse des taux réels sans surexposition à la volatilité de court terme. Enfin, sur taux, un biais à recevoir l'USD court-intermédiaire complète l'expression FX anti-dollar dans un portefeuille macro équilibré.