

## Top US Drivers

Le flux américain reste dominé par une réévaluation du profil de croissance et de la trajectoire des taux à l'approche des données emploi, sur fond de messages prudents de plusieurs PDG de grandes banques signalant un risque de repli des marchés après la récente hausse. L'appétit pour le dollar s'est raffermi à mesure que le marché repousse l'idée de baisses rapides et recherche la valeur refuge, ce qui a pesé sur les actifs sensibles à la duration et sur les matières premières. L'or recule de plus de 1% dans l'attente des chiffres de l'emploi, tandis que les indices actions cèdent le terrain gagné les semaines précédentes. Dans le hard data, la faiblesse des immatriculations de véhicules en octobre, liée à l'expiration de subventions EV, renforce le thème d'une demande discrétionnaire moins vigoureuse, mais le cycle d'investissement reste étonnamment résilient avec des annonces de taille: Amazon engage près de 38 milliards de dollars dans l'IA, U.S. Steel dévoile un plan d'investissement de 11 milliards avec Nippon Steel, CBRE rachète Pearce Services pour 1,2 milliard afin d'élargir l'infrastructure, Denny's passe sous le contrôle d'un actionnaire privé pour 620 millions, et Merck sécurise 700 millions auprès de Blackstone pour accélérer une thérapie anticancéreuse. Côté énergie et géopolitique, le projet de gazoduc Israël-Chypre de 400 millions attend des approbations, BP a remporté un litige de plus d'un milliard, et les tensions régionales ainsi que les sanctions américaines liées à la Corée du Nord entretiennent une prime de risque. L'ensemble brosse un tableau de fin de cycle où le capex reste actif tandis que les ménages et certains segments cycliques deviennent plus hétérogènes, un mix généralement favorable au dollar via la combinaison de portage, momentum macro et aversion intermittente.

## Central Banks

La Réserve fédérale maintient un biais dépendant des données dans un contexte de désinflation graduelle mais incomplète et d'un marché du travail qui se normalise lentement. Le marché a réduit les paris de baisses rapprochées, ce qui ancre le 10 ans autour d'un régime de rendement voisin de 4%, avec une courbe restant peu pentue et une sensibilité élevée aux surprises de prix et d'emploi. La BCE partage une posture similaire: la croissance européenne est molle, mais l'inflation sous-jacente et le coût des salaires invitent à la patience, ce qui limite l'ampleur d'un assouplissement rapide. La Banque d'Angleterre doit composer avec une activité atone et des services toujours tendus; la faiblesse récente de la livre a soutenu la bourse britannique, mais la banque reste vigilante sur les effets de second tour. Dans les banques plus périphériques, la RBNZ voit des vents contraires sur la demande et des termes de l'échange moins porteurs, la Norges Bank fait face à un baril plus bas et à un krone volatil, tandis que la Riksbank, malgré ses préoccupations de change, est contrainte par une dynamique domestique fragile. Dans ce régime, le différentiel de portage reste en faveur du dollar et, dans une moindre mesure, de la livre et de l'euro core.

## Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar s'apprécie sur fond de doutes concernant la cadence de baisse des taux et de recherche de sécurité; la livre cède du terrain, l'euro s'affiche plus résilient face aux devises à bêta élevé. Les actions américaines consolident après un rallye alimenté par l'IA et quelques beats de résultats, alors que des poids lourds de Wall Street évoquent une possible respiration du marché. À Londres, le FTSE 100

---

surperforme, aidé par la santé et par l'affaiblissement de la livre. Sur les taux, la partie intermédiaire du Trésor consolide autour d'un régime proche de 4% au 10 ans, la prime de terme restant sensible au flux macro. Les matières premières refluent: l'or recule de plus de 1% sous l'effet d'un dollar plus ferme, le pétrole flétrit sur des craintes d'excès d'offre et un billet vert plus fort, un tableau corroboré par des résultats plus modestes chez Saudi Aramco et par les propos de TotalEnergies qui, tout en prévoyant une demande pétrolière en hausse jusqu'en 2040, reconnaît un ralentissement de la transition énergétique. La dispersion sectorielle reste élevée avec des publications contrastées dans la tech et le retail, Spotify affichant un levier prix et utilisateurs, Uber pâtissant de charges juridiques, Shopify anticipant un chiffre d'affaires de fêtes solide mais une marge plus contrainte.

## FX Bias

Le biais directionnel reste constructif sur le dollar, porté par le portage, le momentum macro américain et un régime de risque oscillant qui maintient une prime de sécurité. L'euro bénéficie de l'amélioration graduelle des équilibres de balance courante et d'une BCE prudente, ce qui le rend plus robuste face aux devises périphériques. La livre est soutenue par des rendements réels encore élevés et une valorisation redevenue plus raisonnable, même si le bêta à la croissance domestique impose une gestion active du timing. À l'inverse, le NZD reste vulnérable à un mix croissance/termes de l'échange moins favorable, le NOK souffre d'un pétrole en repli et d'un environnement de risque moins porteur, et le SEK demeure sous pression dans un contexte de croissance domestique faible et de banque centrale contrainte. Dans ce cadre, les croisements en faveur du USD, de l'EUR et de la GBP contre NZD, NOK et SEK conservent un meilleur profil rendement/risque, avec l'appui conjugué du carry et de la dynamique.

## Scénarios Binaires

Un scénario de surprise haussière sur les créations d'emplois et l'ISM, assorti d'une rhétorique de la Fed réaffirmant la vigilance, prolongerait le soutien au dollar, favoriserait un aplatissement baissier de la courbe, pèserait sur l'or et maintiendrait le pétrole sous pression en l'absence de choc géopolitique haussier; dans ce cas, EURUSD retesterait les bas récents, GBPUSD resterait capé, et USDNOK ainsi qu'USDSEK s'apprécieraient. À l'inverse, un scénario de publication d'emplois plus faible et d'inflation surprise à la baisse allégerait la prime de risque macro, soutiendrait un rebond des actions et des métaux précieux, et déclencherait un modeste reflux du dollar face aux principales devises, tout en laissant intacte une fragilité relative des devises à bêta élevé; NZD, NOK et SEK rebondiraient, mais de manière moins que proportionnelle si le marché conserve une lecture "plus bas, plus lentement" des banques centrales. En toile de fond, les risques exogènes liés à l'énergie — qu'il s'agisse d'approvisionnements gaziers en Méditerranée orientale à hauteur de 400 millions en jeu réglementaire, ou des tensions Caraïbes mentionnées par Moscou — introduisent une asymétrie qui milite pour garder des couvertures dollar.

## Conclusion

Le message de marché est cohérent avec une fin de cycle américaine où l'investissement reste soutenu par des annonces emblématiques — 38 milliards dans l'IA, 11 milliards dans l'acier, 1,2 milliard dans l'infrastructure, 620 millions dans la restauration, 700 millions dans la biotech — tandis que la

---

consommation et certains segments cycliques montrent des signes de normalisation. Le décalage des attentes de baisse de taux et la résilience relative des États-Unis maintiennent un avantage au dollar, surtout face aux devises à bêta élevé et corrélées aux matières premières, à un moment où l'or corrige et où le pétrole se replie sur l'oversupply. L'euro et la livre, soutenus par leur portage relatif et un cadrage plus prudent des banques centrales, apparaissent mieux ancrés face aux devises périphériques européennes et océaniennes. La dispersion des trajectoires renforce l'intérêt de portefeuilles FX construits autour de différentiels de taux réels et de momentum macro plutôt que d'un pari directionnel unique sur le risque.

### **Implication du desk (En recherche de position)**

Nous privilégions une exposition longue dollar contre devises à bêta élevé, avec une préférence pour USDNOK et USDNZD pour capter le portage et la sensibilité au cycle des matières premières. Nous maintenons un biais long EUR contre SEK pour tirer parti du différentiel de politique et de croissance intra-européen, et un biais long GBP contre NZD en croisé pour isoler le portage sans s'exposer directement au dollar. Tactiquement, la proximité des emplois plaide pour des structures optionnelles à risque borné: achats de calls USD contre NOK/NZD sur échéances courtes et put spreads sur l'or pour accompagner la pression d'un dollar fort, avec gestion active de gamma autour de la publication. Sur pétrole, nous cherchons à vendre les rebonds dans la zone de congestion récente, la combinaison oversupply et dollar ferme dominant le flux, tout en restant agiles face aux headline risks. L'ensemble demeure calibré sur un régime de portage positif et un momentum macro en faveur du bloc USD-EUR-GBP, avec une discipline stricte de gestion de risque à l'approche des catalyseurs.