

Top US Drivers

Le flux dominant reste américain, avec un dollar qui s'est ressaisi en début de semaine, stoppant une séquence de repli à l'approche d'un paquet de données majeures et d'une réunion de la Fed où le marché augmente la probabilité d'une nouvelle baisse de taux dès la semaine prochaine. La dynamique actions s'est réactivée sur le complexe technologique, le S&P 500 progressant tandis que le Dow Jones a buté de nouveau vers 47 600 avant de reprendre son avance, signe d'un appétit sélectif plutôt que large. Les fondamentaux domestiques demeurent contrastés: la saison des fêtes s'annonce robuste avec 202,9 millions de consommateurs sur le week-end de Thanksgiving et des ventes en ligne record, renforcées par des annonces micro favorables comme l'accélération de livraisons chez Boeing l'an prochain, et de nouveaux capex en IA, dont un investissement de 1 milliard de dollars dans un cluster en Ohio utilisant des puces AMD et l'intégration de technologies Nvidia dans de nouveaux serveurs cloud. À moyen terme, des vents contraires potentiels apparaissent toutefois, du côté d'un impact différé des tarifs qui pourrait amener des entreprises à ajuster leur base de coûts en 2026, et d'un marché locatif où la hausse des vacances et la baisse des loyers accroissent la désinflation des services. Dans ce contexte, l'or constitue un baromètre utile du mix croissance-taux: malgré une anticipation plus accommodante de la Fed, le métal a reflué sous 4 200, perdant autour de 0,80% à 4 193 après un pic à 4 240, les opérateurs réduisant le risque avant la décision; les flux se sont matérialisés par à-coups étroits de l'ordre de 4 dollars, confirmant un repositionnement prudent plutôt qu'un choc fondamental. Le dollar s'est marginalement raffermi, l'Asie restant en vue via des PMI chinois et le PIB australien, mais sans casser l'idée d'un régime de risque positif porté par le carry.

Central Banks

La Fed arrive à sa réunion avec un marché qui price un biais assoupli et une probabilité non négligeable d'un geste additionnel dès décembre, dans un environnement où les conditions financières se sont détendues et où la désinflation se propage aux loyers. Le message devra maintenir l'optionnalité tout en validant l'amélioration du bilan inflationniste; un calibrage trop dovish risquerait d'alimenter une pentification excessive et une réaccélération des actifs risqués. La Banque d'Angleterre fait face au même exercice d'équilibrisme alors que la livre reste stable autour de 1,3200, le marché pariant sur un double pivot dovish Fed-BoE mais avec un profil britannique plus collant sur l'inflation des services. En Océanie, la RBNZ a gardé un ton ferme sur l'inflation, ce qui a soutenu tactiquement le NZD, mais la divergence de carry et la sensibilité à la Chine limitent l'extension de la reprise. Au Japon, la rhétorique plus fauconne du gouverneur Ueda n'a pas empêché le yen de se déprécier d'environ 0,3% face au dollar, soulignant que la normalisation graduelle peine encore à inverser les différentiels de taux. En zone euro, un CPI conforme a laissé l'euro stable autour de 1,16, l'ECB restant en mode data-dependent; côté Suisse, la publication d'inflation à venir sera déterminante pour l'angle de la BNS alors que l'EUR/CHF se traite vers 0,9330 après un reflux post-CPI mixte.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le FX s'organise autour d'un dollar modérément ferme et d'un appétit prudent pour le risque: l'EUR/USD évolue près de 1,1607 après un breakout technique vendredi, le GBP/USD tient 1,3200 en amont des banques centrales, le NZD/USD gagne environ 0,20% sur un répit dollar et le soutien rhétorique de la RBNZ, tandis que le JPY sous-performe et que l'EUR/CHF s'effrite vers 0,9333. Les courbes cœur demeurent régies par l'option Fed: l'aversion à se découvrir avant la réunion maintient des rendements récents dans des fourchettes étroites, avec un léger biais d'aplatissement lié à la demande de duration. Sur les matières premières, l'or peine à trouver un bid malgré l'attente d'une Fed conciliante, en repli d'un peu plus de 1% par moment, autour de 4 190, avec des pas de cotation d'environ 4 dollars; l'argent consolide à 57,50, en baisse de 0,70% après une envolée de 10% l'ayant brièvement porté à 58,84 et portant ses gains annuels au-delà de 100%. Le cuivre prolonge un rallye alimenté par des coupes de production chinoises d'au moins 10%, catalysant le bêta cyclique; le platine s'inscrit pour sa meilleure performance annuelle en près de quatre décennies avec plus de 80% depuis janvier. L'énergie reste encadrée par une OPEP+ qui reconduit ses coupes volontaires jusqu'au premier trimestre 2026 et prépare un système de quotas capacitaire pour 2027; les attaques ukrainiennes contre l'infrastructure énergétique russe ont réduit le raffinage quotidien autour de 5 mb/j, tandis que le durcissement américain vis-à-vis du Venezuela n'a pas, à ce stade, affecté la production. Le complexe actions reste tiré par la technologie, alors que les dépenses IA et la consommation festive, ainsi qu'un programme de 6 milliards de dollars visant à doper l'épargne de ménages plus jeunes, soutiennent l'humeur.

FX Bias

Le régime de marché actuel, combinant carry positif, momentum macro plus constructif et détente des taux réels, continue de privilégier une demande structurelle pour le dollar en amont de la Fed et soutient un biais tactiquement constructif sur l'euro et la livre contre le panier G10, tout en exerçant une pression relative sur les devises à bêta élevé et sensibles aux termes de l'échange comme le NZD, la NOK et la SEK. Nous conservons un biais acheteur USD contre SEK et NOK où la dynamique de politique monétaire et la sensibilité au cycle européen laissent peu d'amortisseurs, et restons vendeurs de rallies sur NZD/USD malgré les appuis rhétoriques locaux. Sur EUR/USD, le maintien au-dessus de 1,16 valide un ton plus ferme de l'euro mais l'événement Fed milite pour une gestion serrée du risque. Sur GBP, l'équilibre des risques incline légèrement en faveur d'une compression de prime d'inflation britannique, ce qui soutient la monnaie tant que 1,3200 tient. Le JPY demeure l'anti-carry par excellence: nous restons prudents sur les ventes de USD/JPY avant des signaux plus tangibles de normalisation BoJ. Enfin, nous favorisons des achats tactiques d'EUR/CHF sur repli, la Suisse étant plus exposée à une inflation importée en cas de nouvel affaiblissement du franc.

Scénarios Binaires

Deux trajectoires dominent à l'horizon très court. Dans un scénario de Fed plus dovish que le pricing, avec une baisse actée et un guidage qui tolère une détente supplémentaire des conditions financières, le risque s'apprécie, les métaux industriels prolongent leur impulsion et l'or tente un rebond au-dessus de 4 200, tandis que l'argent reprend la trajectoire haussière vers 58,84; le dollar recule initialement, permettant à l'EUR/USD de défendre le breakout et d'étendre vers de nouveaux plus hauts, le GBP/USD de s'ancrez

au-dessus de 1,3200, et les cycliques de respirer, même si NZD et scandinaves restent freinées par la hiérarchie des carry. À l'inverse, dans un scénario de Fed plus conservatrice, sans geste et avec un message insistant sur la dépendance aux données, la courbe se retend, le dollar se raffermit, l'EUR/USD réintègre la zone 1,15-1,16, le GBP/USD cède sous 1,3200, le USD/JPY reprend de l'élan, et l'or renoue avec une dérive sous 4 200 en direction de zones de liquidité plus basses; l'argent consolide plus franchement sous 57,50 et les devises à bêta élevé comme le NZD, la NOK et la SEK sous-performent. Dans les deux cas, la réaction secondaire dépendra de la crédibilité des trajectoires d'inflation de services, où la baisse des loyers annoncée par les données de vacance pourrait peser.

Conclusion

Le marché aborde la Fed avec un appétit pour le risque dominé par la technologie et une recherche de portage, mais avec une aversion nette à se découvrir sur FX. La résilience du dollar avant événement, la vigueur sélective de l'euro et de la livre, et la pression sur les devises pro-cycliques restent cohérentes avec un régime de taux en décrue contrôlée. Les métaux précieux affichent une volatilité événementielle avec un or sous 4 200 malgré des attentes accommodantes, tandis que les métaux industriels signalent une réaccélération cyclique via le cuivre. Les facteurs géopolitiques sur l'énergie sont contenus par la discipline OPEP+, limitant les chocs d'offre immédiats. La voie de moindre résistance reste un USD ferme contre les périphéries de qualité moindre, avec un espace mesuré pour l'EUR et le GBP dans un environnement de carry dominant.

Implication du desk (en recherche de positions)

Nous privilégions la construction graduelle de positions longues USD contre SEK et NOK, et la vente tactique de rallies sur NZD/USD, en utilisant l'événement Fed pour calibrer l'entrée via options vanilles courtes maturités afin de capter la convexité. Sur EUR/USD, nous cherchons à acheter des replis tant que la structure au-dessus de 1,16 tient, tout en couvrant le risque d'une surprise hawkish par des collars. Sur GBP, biais modérément long contre panier G10 tant que 1,3200 est défendu, et recherche d'achats en EUR/CHF sur faiblesse vers la zone basse récente. Sur USD/JPY, prudence et préférence pour des structures options asymétriques défensives plutôt que du spot directionnel avant des signaux plus tangibles de la BoJ. Enfin, sur le complexe métaux, nous restons neutres à court terme sur l'or en dessous de 4 200 avec une préférence pour vendre des rebonds proches de 4 240, et constructifs sur le cuivre via exposition corrélée AUD tactique sur replis, sous réserve de confirmation des données chinoises.