

Top US Drivers

Le flux américain s'est orienté vers une décélération cyclique qui réactive la thématique de détente des taux et favorise un repositionnement risk-on sélectif. Le repli de la confiance des ménages, avec l'indice du Conference Board à 88,7 en novembre contre 95,5 révisé, s'ajoute à des prix de gros cœur inférieurs aux attentes en septembre tandis que les ventes au détail progressent de 0,3%, combinaison qui alimente l'idée de "désinflation avec consommation plus parcimonieuse". La baisse des rendements américains a enclenché un reflux du dollar et soutenu l'or, en hausse d'environ 0,14%, soit près de 4 dollars, sur fond de montée des paris de baisse des Fed funds dès décembre. L'appétit pour le risque se manifeste par un rebond des indices, le Dow Jones ayant gagné plus de 550 points, même si la performance est restée contrainte par la technologie après un repli de 4% de Nvidia lié à des informations sur l'usage de puces concurrentes par un grand client. À l'opposé, la capitalisation d'Alphabet se rapproche des 4 000 milliards de dollars, tandis que les tours de table dans l'IA continuent de se multiplier, avec xAI évoqué autour de 15 milliards de dollars en décembre. Les signaux micro restent hétérogènes mais au total compatibles avec une modération des pressions de prix et des revenus, depuis le ralentissement du marché immobilier où les biens restent plus de 60 jours en vente jusqu'aux ajustements sectoriels dans la distribution, à l'image de l'annonce de Dick's Sporting Goods, chiffrée à 2,4 milliards de dollars dans la communication d'entreprise. La perspective d'un cadre de paix russe-ukrainien évoquée par Washington a par ailleurs pesé sur l'énergie, participant à l'assouplissement des conditions financières. Ces éléments, conjugués à des relents réglementaires sur l'IA et à l'activisme des procureurs généraux qui souhaitent maintenir un espace législatif ouvert, nourrissent un balancier de marché où la duration et l'or s'apprécient, le dollar se détend et les indices tiennent, mais sous la surveillance étroite des prochains chiffres d'emploi, de PIB et des stocks de pétrole attendus mercredi.

Central Banks

Le marché renforce le scénario d'un assouplissement de la Réserve fédérale dès décembre à la faveur d'un mix de données plus molles et de tonalités prudentes de responsables, ce qui s'est traduit par une décompression de la prime de terme et une réappreciation de l'élasticité de croissance aux taux. L'oréflexion se propage aux devises via un aplatissement de la courbe des différentiels réels contre le dollar. Au Japon, la réactivation des paris de relèvement de la BoJ en décembre et la résurgence de bruits d'intervention ont soutenu le yen, déclenchant une consolidation de USD/JPY. En Australie, la publication imminente de l'inflation peut reconfigurer la trajectoire de la RBA après une séquence de prudence, ce qui entretient une volatilité directionnelle accrue sur l'AUD. Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre reste en appui à un gouvernement focalisé sur le budget d'automne, avec un biais restrictif prolongé mais une communication visant à prévenir un relâchement prématûr des conditions. En zone euro, la BCE maintient une posture data-dependent, confortée par une reprise de l'euro vers ses récents hauts sur fond de différentiels moins défavorables et d'amélioration des comptes courants. En Suisse, l'affaissement relatif du franc témoigne d'une normalisation de la prime de sécurité en l'absence de choc inflationniste local. Enfin, sur l'architecture monétaire, le débat sur la tokenisation et le rôle de la monnaie de banque centrale s'intensifie, angle pertinent pour les banques centrales dans la gestion de la liquidité, sans

influence de court terme sur le pricing mais potentiellement significatif pour la microstructure des marchés.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar s'est globalement détendu, avec un GBP/USD qui progresse de 0,59% vers 1,3181 à l'approche du budget britannique et un EUR/USD qui remonte sur des plus hauts de cinq jours, tout en consolidant dans le bas des 1,15 selon les observateurs, soit un gain d'environ 0,1% sur la séance. L'AUD/USD recule autour de 0,6450, en baisse de 0,30% avant l'IPC australien, reflétant la prudence tactique. Le NZD reste vulnérable sur un statut de devise de financement en devenir lié à des rendements compressés. Le SEK et le NOK subissent la faiblesse du bêta risque et de l'énergie, tandis que le CAD s'effrite marginalement, cohérent avec une humeur de risque en dents de scie et des matières premières plus molles. USD/JPY recule sur rhétorique d'intervention et re-pricing BoJ, et USD/CHF demeure sanglé autour de 0,8080 en raison d'une faiblesse symétrique des deux jambes. Sur les taux, la jambe courte américaine se décrispera, la courbe bull-steepant modestement, alors que l'appétit pour la duration progresse en anticipation d'une Fed accommodante. Les actions américaines montent mais sous l'emprise d'une rotation intra-tech, entre un marché qui avalise des mégacaps d'IA proches de 4 000 milliards de dollars de capitalisation et la correction ponctuelle des semis. L'or tient ses gains, porté par la baisse des rendements et la probabilité accrue d'un assouplissement, tandis que le WTI recule sur les titres de progrès diplomatiques entre l'Ukraine et la Russie, renforçant l'idée d'un bilat de l'inflation plus favorable à court terme.

FX Bias

Dans un régime de portage encore rémunérateur et de momentum macro conditionné par la détente des taux réels américains, nous conservons une préférence relative pour les devises de cœur liquides et défensives. Le dollar conserve un biais constructif en tendance de moyen terme contre les devises à bêta élevé et à portage faible, même si un reflux tactique demeure possible à très court terme au gré des surprises de données. L'euro profite d'un contexte de différentiels moins pénalisants et d'un positionnement épuré, soutenant sa consolidation au-dessus de ses récents planchers. La livre sterling reste acheteuse en relatif, adossée à des taux réels positifs et au potentiel de soulagement post-budget. À l'inverse, le dollar néo-zélandais s'inscrit sous pression structurelle avec un statut de funding accentué par l'érosion du carry, tandis que le NOK subit la mollesse de l'énergie et le SEK sa sensibilité aux surprises de croissance et de conditions financières globales. Le CHF demeure plus neutre avec une prime de sécurité en normalisation, et le JPY présente un profil bi-modal dépendant d'un éventuel ajustement BoJ et des seuils d'intervention.

Scénarios Binaires

À très court terme, l'issue des statistiques de mercredi sur l'emploi, le PIB et les stocks pétroliers aux États-Unis, combinée à l'IPC australien et au budget britannique, impose une grille à deux branches. Si l'agrégat américain confirme la modération de l'activité avec des prix producteurs et de détail contenus, le marché renforcera les anticipations de baisse de la Fed en décembre, prolongeant la détente des rendements, la fermeté de l'or et un dollar sous pression tactique face à l'euro et à la livre, tandis que

l'AUD et le NZD comparativement sous-portés resteraient à la traîne. À l'inverse, une surprise haussière sur la croissance ou l'emploi réançrerait l'idée d'un assouplissement plus tardif, soutenant un rebond du dollar, une re-pentification baissière limitée et une consolidation de l'or, avec un tail-risk de raffermissement du NOK si les titres géopolitiques sur l'Ukraine se démentent et que le WTI se redresse. Au Japon, toute indication explicite de relèvement de la BoJ ou d'abaissement du seuil de tolérance des autorités face à la faiblesse du yen pourrait accélérer la baisse de USD/JPY, alors qu'une absence de signal maintiendrait un range capé par la menace d'intervention.

Conclusion

La phase en cours se caractérise par une décrue ordonnée des taux réels américains, un allègement du dollar en façade et une réallocation incrémentale vers les actifs sensibles à l'assouplissement, avec l'or qui s'installe et l'énergie qui corrige sur toile de fond diplomatique. La dispersion idiosyncratique reste élevée dans la technologie, entre une mégacapitalisation en marche vers 4 000 milliards de dollars et des ajustements liés à la chaîne des semi-conducteurs, mais l'agrégat actions tient grâce à la respiration des Fed cuts et au rebond cyclique espéré. En FX, la hiérarchie demeure guidée par le couple carry-momentum et le régime de taux: USD, EUR et GBP conservent un avantage relatif en tendance, quand NZD, NOK et SEK restent plus vulnérables aux chocs de croissance et de liquidité. Les événements des prochaines 48 heures auront un pouvoir directionnel important mais ne remettent pas en cause, à ce stade, la logique d'un dollar résilient en croix contre les devises faibles en portage et en termes, malgré une respiration tactique.

Implication du desk (en recherche de positions)

Dans ce contexte, la préférence est d'initier progressivement des positions à portage positif et asymétrie favorable plutôt que de poursuivre des tendances déjà étirées. Nous privilégions l'achat de dollar contre les devises à bêta et carry dégradés, en particulier NZD et SEK, avec des entrées sur repli après les publications de mercredi, ainsi que des constructions longues EUR contre NOK et SEK pour capter l'écart de régime de taux et la moindre sensibilité de l'euro à l'énergie. La livre présente un profil porteur en croix contre NZD, à garder en portefeuille sous réserve d'un budget sans choc. USD/JPY reste en gestion active avec une approche neutre à légèrement vendeuse du dollar sur rebonds, compte tenu du risque combiné de relèvement BoJ et d'intervention. L'AUD demeure une vente tactique sur rallye en amont et en aval de l'IPC si le rapport n'invalidé pas la trajectoire prudente de la RBA. Enfin, au regard de la corrélation négative aux taux réels et de la convexité autour de la réunion de décembre, des structures optionnelles haussières sur l'or permettent d'accompagner une reprise des paris de baisse de la Fed en limitant le risque directionnel. La taille des positions sera ajustée à la volatilité implicite post-données, avec des niveaux d'invalidation serrés sur le dollar en cas de surprise haussière marquée des indicateurs américains.