
Top US Drivers

Le catalyseur principal demeure la combinaison d'un assouplissement monétaire débuté par la Fed et d'un message de prudence sur la suite. La banque centrale a livré une baisse de taux conforme aux attentes mais Jerome Powell a clairement refroidi les anticipations d'un nouvel assouplissement en décembre, ce qui a renforcé le dollar et pesé sur l'appétit pour le risque en fin de séance. En toile de fond, le resserrement des conditions de liquidité se manifeste par une utilisation record du Standing Repo Facility et par des tensions de marché monétaire qui ont, de facto, accéléré la réflexion interne sur un ralentissement du QT. La perspective d'un « QT taper » s'ajoute à un faisceau plus large de forces macrofinancières: accélération des capex des mégacaps technologiques, Nvidia franchissant 5 000 milliards de capitalisation, Alphabet et Meta réhaussant leurs enveloppes d'investissement, et un spillover vers l'investissement en infrastructures énergétiques relevé par Caterpillar. Parallèlement, la baisse marquée des stocks de brut aux États-Unis et des signaux de détente commerciale, comme les achats chinois de soja à l'approche d'un entretien Trump–Xi, soutiennent les matières premières et entretiennent un biais haussier de court terme sur les anticipations d'inflation. Enfin, le risque procédural d'un shutdown fédéral ouvre un dossier inédit sur l'indexation des TIPS, avec la possibilité d'un dispositif transitoire qui pourrait perturber les breakevens et la formation des prix lors des adjudications.

Central Banks

La Fed navigue entre la nécessité de sécuriser l'atterrissage conjoncturel et le refus de réancrer un cycle d'assouplissement automatique. Le message est double: une coupe préventive pour soulager l'économie réelle et les marchés de financement, couplée à la mise en garde que décembre n'est pas acquis. La poussée d'utilisation du SRF et la raréfaction des réserves plaident pour un ralentissement du rythme de contraction du bilan, qui agirait comme un stabilisateur de la partie très courte de la courbe. Au Canada, la Banque du Canada laisse entendre que la séquence de baisses touche à sa fin tout en se ménageant de la flexibilité, ce qui fige la prime de terme domestique et réduit la volatilité de la partie 2–5 ans. L'ensemble des messages converge vers un pivot qualitatif des banques centrales: l'assouplissement se veut chirurgical, dépendant des données, et calibré au regard de la résilience de l'inflation sous-jacente et du regain de pressions via l'énergie et l'investissement technologique.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Sur le FX, le dollar s'est raffermi après la conférence de presse de Powell, porté par une révision à la baisse des probabilités de baisse en décembre et par un soutien de carry de très court terme lié aux frictions de liquidité. Les devises cycliques ont cédé du terrain, l'AUD et le NZD sous-performant sur l'a priori risk-off, tandis que le CAD a mieux résisté, adossé à la tenue du pétrole et au signal d'arrêt de cycle de la BoC. Le JPY reste structurellement fragile en raison de l'écart de rendements et d'une sensibilité élevée aux hausses du pétrole via la balance énergétique. Sur les taux, la réaction s'est lue en deux temps: bull initial post-décision puis re-steepening modéré après le guidage plus restrictif, avec un front-end qui intègre un sentier d'assouplissement moins agressif et un long-end sensible à la réévaluation de la prime de terme au regard d'un QT potentiellement ralenti. Les breakevens d'inflation sont soutenus par la hausse de

l'énergie et restent exposés à la question TIPS en cas de shutdown. Sur les matières premières, le brut progresse sur la contraction des stocks et une meilleure tonalité commerciale, maintenant un plancher sur le complexe énergie; l'or consolide en raison du dollar plus ferme, tandis que le thème IA continue d'alimenter la demande d'équipements et d'électricité, un support indirect aux métaux et aux valeurs liées aux infrastructures.

FX Bias

Notre biais de court terme reste modérément haussier dollar face aux devises à bêta élevé tant que la Fed entretient l'optionnalité pour décembre et que les frictions de financement persistent. Le USD/JPY conserve un biais haussier tant que les différentiels de taux réels restent élargis et que le pétrole demeure ferme. Le CAD devrait afficher une défense relative, sous-tendu par l'énergie et un profil de banque centrale en gestion fine de fin de cycle. Nous conservons toutefois un prisme tactique plus constructif sur l'AUD à horizon séquentiel dès que la courbe américaine aura internalisé le ralentissement du QT et qu'un narratif de soft landing reprendra le dessus, compte tenu du levier matières premières et d'une éventuelle stabilisation de la Chine; la fenêtre de timing reste conditionnée aux données américaines et au ton de la Fed en amont de décembre.

Scénarios Binaires

Dans un premier scénario, la Fed confirme un ralentissement du QT et laisse la porte entrouverte à un nouvel assouplissement si les données de prix et d'activité l'autorisent; la courbe américaine bull-steepene, le dollar s'érode contre les cycliques, l'AUD et le CAD en profitent, les breakevens restent toniques sur l'énergie mais le term premium se comprime avec la détente de la liquidité. Dans l'alternative, Powell referme l'option de décembre, l'utilisation du SRF demeure élevée et le pétrole reste ferme; la partie 2-3 ans se retend, le dollar s'apprécie surtout face à l'AUD et au JPY, la volatilité implicite FX se réenclenche et les actifs risqués corrigent, les breakevens résistent mais au prix d'un élargissement de la prime de terme.

Conclusion

Le régime de marché reste dominé par l'arbitrage entre un easing tactique de la Fed et la préservation d'une discipline anti-inflation, sur fond de frictions de liquidité visibles et d'un choc d'investissement technologique qui entretient la demande d'énergie et d'équipements. La dérivée de politique la plus saillante tient au probable ralentissement du QT, qui pourrait soulager le funding et atténuer la volatilité du front-end, sans pour autant invalider un dollar ferme tant que décembre n'est pas sécurisé. Le court terme plaide pour la prudence sur les bêta FX, mais la convexité s'accroît en faveur d'un rattrapage des cycliques si la Fed réactive le narratif d'assouplissement gradué et si le risque de shutdown s'estompe.

Implication du desk (SL AUD/USD Long)

Nous maintenons la position longue AUD/USD à taille contrôlée, avec stop-loss conservé sous les récents plus bas pour protéger contre une poursuite de la hausse du dollar liée au pricing d'un « no-cut » en

décembre et aux tensions de liquidité. Le catalyseur recherché pour renforcer tactiquement est un signal explicite de ralentissement du QT et une modération des données d'inflation américaines; à défaut, nous privilégierons la discipline de risque en resserrant le stop si la volatilité implicite remonte ou si le pétrole prolonge son rally au détriment du sentiment global. L'hypothèse centrale reste un portage de la position en vue d'un re-test des niveaux supérieurs lorsque l'équilibre Fed-liquidity tournera en faveur des actifs cycliques.