
Top US Drivers

Les drivers américains sont dominés par la réintensification des anticipations de détente monétaire et un rééquilibrage du risque entre consommation et investissement. Les commentaires de Mary Daly ont entretenu un biais accommodant sans céder sur l'objectif de stabilité, en rappelant la cible d'inflation de 2% tout en concédant ne pas se sentir suffisamment confiante pour « se mettre devant » la dynamique des prix. Dans ce contexte, le dollar a consolidé, flirtant avec une zone de plus bas de trois séances, et l'EUR/USD a affiché un gain modeste d'environ 0,10% autour de 1,1525 après un pic intraday à 1,1550. Le complexe actions a répondu positivement à la perspective de baisses de taux, le Dow Jones ajoutant environ 200 points pour retester la région de 46 500, tandis que la tech a profité de la reprise du thème IA. Sur le plan micro-macro, l'annonce d'un programme d'investissement pouvant atteindre 50 milliards de dollars dans les infrastructures IA au service du gouvernement américain ancre la thèse d'un cycle capex durable susceptible d'amortir le ralentissement du consommateur, alors que des signaux anecdotiques de fragilité persistent, à l'image d'une facture médicale surprise de 500 dollars et d'intentions de dépenses Black Friday plus prudentes. À court terme, le calendrier est chargé avec les ventes au détail, les prix à la production et, côté Europe, le PIB allemand, dans une semaine écourtée par Thanksgiving, accentuant l'élasticité des prix d'actifs à des surprises de données. Les actifs refuges ont accompagné la détente attendue des taux réels, l'or se rapprochant de 4 100 dollars, en hausse de l'ordre de 0,80%, avec des pas d'ajustement de l'ordre de 4 dollars, alors que les cryptos ont corrigé, le bitcoin refluant vers 85,8k sur des sorties d'ETF.

Central Banks

Le message agrégé des banques centrales converge vers un assouplissement conditionnel porté par la désinflation mais tempéré par la persistance des composantes services. Aux États-Unis, le marché pousse le curseur des baisses de taux tout en restant attentif à la rhétorique de prudence de la Fed, Daly rappelant la priorité de 2% d'inflation et refusant de prévalider un calendrier agressif. En zone euro, Joachim Nagel a souligné la résistance de l'inflation des services et de l'alimentaire, tout en estimant que le niveau de l'euro autour de 1,16 dollar n'est pas problématique, ce qui réduit l'incitation à utiliser le change comme instrument implicite. Au Royaume-Uni, la banque centrale reste en retrait médiatique avant le budget de mercredi, contexte dans lequel le sterling cherche un ancrage sur les différentiels de portage. En Asie, la sous-performance du yen, en baisse d'environ 0,2% contre le dollar, illustre un décalage persistant entre la monnaie et les écarts de rendements, le marché testant la tolérance des autorités au glissement sans signal clair d'inflexion de la BoJ. Dans l'hémisphère sud, la RBNZ est sous les projecteurs avec un kiwi stabilisé par l'arbitrage des flux de portage et le recentrage de la courbe américaine, mais vulnérable au moindre rappel hawkish domestique.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le G10 s'inscrit dans une logique de différenciation par sensibilité au cycle américain et au portage. L'euro se stabilise après des chiffres IFO en ligne, en hausse d'environ 0,2% contre le dollar, prolongeant un redressement ordonné depuis le creux de vendredi. La livre reste atone autour de 1,3088 dans l'attente du

budget britannique et des statistiques US, tandis que l'AUD consolide proche de 0,6460, lesté par un contexte de risque plus prudent en Asie et des tensions régionales. Le NZD se reprend marginalement sur la rhétorique plus dovish de la Fed mais conserve une élasticité négative aux surprises domestiques avant la RBNZ. Le CAD recule à proximité de plus hauts de deux semaines sur USD/CAD, le soutien dollar compensant la tentative de rebond du pétrole. Sur les taux, la pente américaine se détend en faveur du cœur de courbe, la réévaluation des baisses de la Fed comprimant les taux réels et soutenant les actifs de duration, tandis que les rendements européens évoluent plus latéralement au gré des commentaires sur l'inflation des services. Les matières premières s'ajustent au régime de taux: l'or s'est hissé vers 4 100 dollars, en progression d'environ 0,50% à 0,80% selon les segments de séance, ajoutant par moments 4 dollars, et le WTI tente une reprise après trois séances de baisse, avec un biais technique encore contraint par un RSI sous 50 et des moyennes mobiles au-dessus. L'appétit pour le risque actions demeure soutenu par le thème IA, comme en témoigne la surperformance de certaines mégacaps, mais un marché crypto en reflux et des flux ETF sortants invitent à la prudence tactique.

FX Bias

Notre lecture demeure légèrement constructive sur le dollar dans un régime où le portage, le momentum macro et la volatilité de taux dictent la hiérarchie, tout en laissant de la place à l'euro et à la livre pour étendre leur normalisation ordonnée tant que les spreads réels se comprimeraient. L'euro bénéficie d'un mix services résilient et d'un change autour de 1,16 dollar non perçu comme problématique par la BCE, ce qui limite le risque d'un guidage verbal défavorable à court terme. La livre conserve un appui de carry, mais l'issue budgétaire est un catalyseur bilatéral de volatilité, susceptible d'amplifier des moves directionnels post-annonce. À l'opposé, les devises à bêta domestique élevé et à primes de risque énergie ou croissance plus sensibles restent sous pression relative, notamment le NZD en pré-RBNZ, la NOK en traîne face à la baisse de l'énergie et la SEK tant que la prime de risque européenne périphérique ne se normalise pas davantage. Le JPY demeure vendeur sur rebonds tant que l'ancrage de la courbe japonaise et l'absence de signal d'intervention structurée laissent le différentiel de portage jouer à plein.

Scénarios Binaires

Dans un premier scénario, les données américaines à venir valident un atterrissage doux avec ventes au détail et PPI en décélération contrôlée, nourrissant une réappréciation des probabilités de baisse dès décembre. La courbe US se replie en termes réels, l'or reste ferme vers 4 100 dollars, les actions prolongent le rebond tiré par l'IA, l'EUR/USD conserve un axe ascendant modéré au-dessus de 1,15–1,16 et les devises pro-croissance à faible carry, telles que NZD et SEK, sous-performent par rapport au complexe USD/EUR/GBP. Le CAD demeure contraint par un pétrole hésitant, tandis que le JPY continue de se déprécier graduellement en l'absence de changement de régime BoJ. Dans un second scénario, un bloc de données plus chaud ou une rhétorique Fed moins conciliante entraîne un réajustement hawkish, faisant remonter les rendements réels, entraînant une consolidation de l'or, une respiration des actions et une reprise du dollar plus large. L'EUR/USD reteste la zone 1,14–1,15, la livre corrige sous l'effet de la prudence post-budget, et les devises cycliques antipodes reculent de concert, le NZD menant la baisse. Un épisode de stress de liquidité lié à la semaine raccourcie amplifierait les amplitudes de mouvements.

Conclusion

Le marché demeure en phase de transition vers un régime de désinflation soutenable mais non linéaire, où le portage et les différentiels réels restent les variables d'ajustement dominantes. Le signal prix est cohérent avec un adoucissement des conditions financières en amont des données US, une BCE vigilante sur les services sans hostilité à un euro autour de 1,16 dollar, et un yen déconnecté des spreads continuant d'absorber le coût d'opportunité. La trajectoire à court terme favorise une allocation prudente au dollar et aux devises européennes cœur au détriment de poches plus sensibles au cycle et aux matières premières, en ligne avec la compression attendue des primes de terme et un momentum de carry encore porteur.

Implication du desk (en recherche de positions)

Nous recherchons des entrées tactiques acheteuses de dollar contre devises à bêta élevé, en priorité contre NZD et SEK, avec une préférence pour des constructions asymétriques qui monétisent la convexité autour des publications US. Nous privilégions un biais acheteur sur l'euro contre SEK et NOK en accompagnement du thème de résilience des services en zone euro et d'un baril hésitant, tout en conservant un biais positif modéré sur EUR/USD tant que la zone 1,15–1,16 reste un pivot toléré par la BCE. Sur sterling, nous restons constructifs mais sélectifs, en recherchant des achats contre NZD et SEK plutôt que contre USD en amont du budget. Sur JPY, nous privilégions des achats de USD/JPY sur repli en intraday avec une discipline stricte sur le risque d'intervention. Enfin, nous évitons de courir le mouvement sur l'or après le test de 4 100 dollars et privilégions l'expression du thème de détente des taux via le FX et la duration, la semaine écourtée pouvant accentuer les faux signaux de momentum.