

Top Overnight Drivers

La séance asiatique a marqué une pause après les records récents, la prise de bénéfices l'emportant alors que le dollar s'est raffermi, touchant un plus haut de trois mois face à l'euro. La dynamique tech et IA demeure un soutien de fond au risque après l'accord de cloud d'OpenAI avec Amazon chiffré à 38 milliards de dollars, prolongé par l'annonce d'un maillage fibre renforcé entre Verizon et AWS et par une chaîne d'investissements infrastructurels, du projet de centre de données TikTok au Brésil évalué à 9 milliards de dollars à l'introduction en Bourse de Beta Technologies au-delà de 1 milliard de dollars. Les flux corporate restent intenses, entre un pipeline M&A qui frôle 4 trillions de dollars et des opérations ciblées comme la sortie de cote de Denny's à 620 millions de dollars; la sanction judiciaire de 191,4 millions de dollars contre Samsung dans un dossier OLED rappelle cependant que l'environnement juridique peut rapidement re-pricer certaines poches du marché. Sur l'énergie, le baril recule après les annonces d'offre d'OPEP+, le marché revenant sur un scénario de resserrement trop rapide; en parallèle l'or se stabilise sous un seuil technique, les commentaires de responsables de la Fed étant disséqués à la recherche d'indices sur le calendrier de l'assouplissement. En toile de fond, la dimension politique et commerciale américaine demeure un catalyseur latent avec l'idée que la Cour suprême ne pourrait pas empêcher la totalité d'éventuels tarifs futurs, maintenant une prime de risque de politique commerciale dans les valorisations.

Central Banks

La Fed aborde la réunion de décembre divisée, certaines voix plaident pour la patience face à une désinflation encore incomplète, d'autres soulignant le risque d'assouplir trop tard alors que l'activité résiste. Le dernier sondage de la banque centrale fait état d'une amélioration de la demande de crédit des entreprises moyennes et grandes, un signal de résilience cyclique qui conforte le différentiel de croissance en faveur des États-Unis et retarde la visibilité sur le pivot. Le marché des taux reste donc guidé par les données, avec un front-end sensible à tout signe de ré-accélération, quand l'or et les actifs réels calibrent un scénario de réduction de taux plus graduelle. En zone euro, la communication demeure plus homogène mais subordonnée aux chiffres, ce qui laisse l'euro dépendant des spreads de taux courts et du momentum de croissance. Dans les économies petites et ouvertes, la sensibilité aux conditions financières globales redevient centrale, en particulier pour la Norvège et la Suède exposées à la combinaison pétrole-immobilier, alors que l'Océanie reste un bêta pur aux régimes de risque.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Sur le FX, le dollar se renforce de façon large, porté par des rendements réels supérieurs et une prime de croissance américaine, l'euro céder du terrain alors que les indices européens consolident, tandis que le sterling s'accroche grâce à une prime de carry encore élevée et à l'absence de surprise accommodante côté BoE. Les devises cycliques et périphériques sous-performent; le NZD reflète la normalisation du sentiment de risque et une prime de carry moins attractive une fois ajustée de la volatilité, quand NOK et SEK souffrent de la baisse du pétrole et de la fragilité domestique. Les taux américains se stabilisent après l'écartement récent, la courbe restant légèrement pentifiée par le haut de cycle perçu comme plus long; en Europe, les Bunds s'apprécient modestement sur fond de données mitigées, comprimant les spreads intra-

UE. Sur les matières premières, le pétrole recule sur un narratif d'offre plus abondante lié aux plans de production d'OPEP+, alors que les métaux précieux sont en attente d'indications de la Fed; l'or reste ancré autour de niveaux techniques, la convexité de sa réaction dépendant désormais davantage des signaux de croissance que des seuls dots. Le complexe industriel est plus hésitant, les annonces d'investissements massifs dans l'IA apportant un plancher à la demande de cuivre et de semi-conducteurs, illustrée par les initiatives d'OpenAI/Amazon et de Samsung SDI dans le stockage d'énergie en partenariat potentiel avec Tesla.

FX Bias

Le biais directionnel reste modérément positif dollar, soutenu par la combinaison carry, momentum macro et régime de risque où les actifs américains conservent un avantage relatif. L'euro présente un profil plus équilibré, appuyé par un positionnement moins étiré et par la perspective d'un atterrissage en douceur si les surprises de croissance se normalisent; il devrait toutefois mieux s'exprimer en croix face aux devises à bêta élevé. Le sterling conserve un portage attrayant et profite d'un narratif « plus longtemps plus haut » crédible, ce qui lui confère une résistance relative dans un environnement de dollar ferme. À l'inverse, le kiwi demeure sous pression par manque de catalyseurs domestiques et par la sensibilité au cycle mondial, tandis que les devises nordiques souffrent d'une combinaison prix du pétrole plus bas, fragilité immobilière et conditions financières serrées.

Scénarios Binaires

Le premier pivot de risque reste la trajectoire de la Fed d'ici décembre. Si la communication s'oriente vers un assouplissement plus tardif et conditionnel, les rendements réels se maintiendraient en hauteur, prolongeant la surperformance du dollar et pesant sur NZD, NOK et SEK, l'euro se stabilisant davantage en croix. À l'inverse, une rhétorique insistant sur un easing plus proche, adossée à un refroidissement visible des données, libérerait un rally de duration et un reflation trade hors États-Unis, affaiblissant le dollar et offrant un rebond tactique aux devises bêta, l'euro reprenant de l'air contre le billet vert. Le second nœud tient à l'offre pétrolière. Une stricte exécution des quotas OPEP+ et des signaux de discipline ramèneraient un plancher sous le brut, soulageant NOK à la marge et stabilisant l'inflation implicite; si, au contraire, le marché internalise un dépassement d'offre, le baril glisserait davantage, dégradant les termes de l'échange des producteurs marginaux et pesant sur NOK tout en soutenant mécaniquement les taux réels et donc le dollar. Enfin, la soutenabilité de l'impulsion d'investissement IA constitue un troisième embranchement. La concrétisation des engagements capitalistiques, de 38 milliards de dollars pour le cloud aux 9 milliards de dollars d'infrastructures de données au Brésil, ancrerait une prime de croissance américaine et un soutien aux actifs en USD; un ralentissement des capex ou des headwinds réglementaires inverseraient cette mécanique, favorisant un rebalancement en faveur de l'euro et du sterling.

Conclusion

Le tissu de nouvelles demeure cohérent avec un régime de marché où la prime de croissance américaine, le portage et la visibilité relative dominant, d'où un dollar ferme, des courbes de taux pilotées par la front-end et des matières premières calibrées par l'offre. La désynchronisation cyclique et l'animation corporate, depuis les IPO au-delà de 1 milliard de dollars jusqu'aux opérations mid-cap de 620 millions de

dollars et au contentieux à 191,4 millions de dollars, entretiennent une dispersion accrue au sein du FX, au bénéfice des stratégies relatives. La fenêtre tactique reste ouverte pour exprimer le biais pro-USD et pro-euro/sterling contre des devises plus cycliques, en gardant une optionalité sur un pivot Fed plus doux si les données l'imposent.

Implication du desk (En recherche de position)

Nous privilégions la construction graduelle d'un biais long USD contre NZD et SEK, avec un complément en EUR sur croix contre NOK/SEK pour capter la divergence de termes de l'échange et de conditions financières. Le sterling peut être mobilisé en alternative au dollar sur des paires à portage, notamment contre le NZD, pour diversifier l'exposition au cycle américain tout en conservant un profil de rendement attractif. Dans les matières premières, nous restons vendeurs de rebonds sur le brut tant que le narratif d'offre domine, ce qui renforce le portage réel du dollar et la pression sur les devises sensibles à l'énergie. Sur l'or, nous maintenons une posture neutre, sa convexité demeurant un hedge fonction du chemin des taux réels plutôt qu'un thème directionnel. Nous privilégions des entrées par paliers et des overlays optionnels pour gérer le risque d'un virage plus conciliant de la Fed qui, s'il se matérialisait, offrirait un point de sortie discipliné sur le dollar et un relais pour l'euro et la livre.