

Top Overnight Drivers

Le flux asiatique s'est tendu vers le risque, porté par l'euphorie autour des semi-conducteurs et de l'IA, tandis que le dollar se hisse à proximité d'un pic de trois mois. La hausse du brut s'est consolidée après l'indication d'OPEP+ d'une pause des relèvements de production l'an prochain, ce qui entretient un biais d'offre légèrement plus restrictif et ravive les anticipations d'inflation implicites. À l'inverse, l'or recule, repassant sous 4 000 \$ après la fin d'un dispositif fiscal en Chine, signe d'un ajustement de la demande domestique et d'un repositionnement systématique des CTA sur les métaux précieux. La faiblesse structurelle du complexe immobilier chinois reste à l'avant-plan avec le plongeon obligataire de Vanke et la décision de New World d'émettre jusqu'à 1,9 milliard de dollars de titres, illustrant une recherche défensive de liquidité. En Asie, le PMI manufacturier coréen d'octobre s'est contracté, signalant que la reprise industrielle reste hétérogène malgré la vigueur des exportations de puces. Sur le front géopolitique, la séquence tarifaire américaine revient au centre avec l'audience imminente de la Cour suprême, pendant que des signaux contrastés émergent sur les restrictions technologiques et la sécurité des chaînes d'approvisionnement. Enfin, des recadrages diplomatiques dans la zone Chine-Japon-Taiwan et une accalmie culturelle entre Pékin et Séoul apportent un répit relatif, sans infléchir la prime de risque régionale induite par l'immobilier.

Central Banks

Les banques centrales évoluent dans un corridor d'incertitude dominé par des pressions désinflationnistes de base et des chocs relatifs sur l'énergie et les métaux. Pour la Fed, le mix d'un dollar ferme, d'une activité résiliente et d'un pétrole en reprise plaide pour une pause prolongée, mais avec une communication laissant ouverte la porte à une durée restrictive plus longue si les conditions financières se desserrent via les actions. L'ECB reste en mode attente avec une inflation cœur en décélération mais des signaux de second tour encore présents dans les services; elle privilégie la crédibilité du plateau plutôt qu'un calendrier de baisses explicite. La BoE conserve un biais restrictif tant que la dynamique salariale n'a pas davantage convergé, l'assouplissement des conditions de crédit privées étant jugé prématuré. Côté périphérie G10, la RBNZ demeure coincée entre un cycle domestique qui s'essouffle et une élasticité forte aux nouvelles en provenance de Chine; la Norges Bank est confrontée à une devise capricieuse dont la sensibilité à la pente du pétrole s'est émoussée; la Riksbank observe une détente de l'inflation mais reste attentive à la volatilité du SEK dans sa calibration de liquidité. En toile de fond, une décision de la Cour suprême américaine validant ou réduisant l'usage des tarifs pourrait influencer le profil d'inflation importée et, partant, les fonctions de réaction en 2025.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Sur le FX, le dollar reste demandé avec un biais haussier tactique, l'euro tient ses supports dans un environnement de bêta actions positif, et la livre sterling affiche une résilience portée par le différentiel de carry et la persistance d'un service inflationnel élevé. Les devises à bêta cyclique comme le NZD sous-performent, contraintes par les liens de demande avec la Chine et la mollesse des termes de l'échange hors produits laitiers. Les devises scandinaves peinent à capter le rebond du brut, la NOK restant bridée par la fragilité des flux et la SEK par l'atonie industrielle européenne. Sur les taux, les UST se maintiennent hauts

sur la partie intermédiaire avec une courbe qui s'aplatit légèrement au gré des révisions de prime de terme; les Bunds restent lourds, reflétant un sentiment macro européen médiocre, et l'Asie imprime des mouvements divergents, la faiblesse manufacturière contrebalançant l'optimisme IA. Les matières premières offrent un tableau mixte: le pétrole avance après le signal d'OPEP+, les flux russes vers la Chine se complexifient sous contrainte de sanctions, l'or cède du terrain sous l'effet de la normalisation fiscale chinoise et du niveau des rendements réels, tandis que les métaux industriels trouvent un soutien modeste à l'idée d'une reprise de certaines exportations chinoises vers les États-Unis.

FX Bias

Le biais de court terme demeure constructif sur le dollar, soutenu par le carry, un momentum macro américain relatif et une appétence au risque qui ne suffit pas à éroder sa prime de liquidité. L'euro devrait rester rangé mais mieux se comporter face aux devises périphériques et cycliques, la stabilité des spreads intra-zone et l'absence d'aggravation énergétique limitant l'asymétrie baissière. La livre conserve un avantage tactique sur fond de rendement réel positif et d'un marché du travail qui se normalise lentement. À l'opposé, le kiwi reste exposé à la dégradation de l'écosystème Chine-immobilier-matières premières et au plafonnement de la RBNZ. La NOK souffre d'une élasticité réduite au pétrole et d'un profil de flux défavorable, et la SEK demeure l'expression privilégiée du bêta industriel européen dans un contexte de croissance molle. Dans les croisements, la préférence va à l'appréciation des blocs dollar, euro et sterling contre NZD, NOK et SEK plutôt qu'à une directionnalité forte sur EURUSD où les forces sont plus équilibrées.

Scénarios Binaires

La décision de la Cour suprême américaine sur les tarifs constitue un pivot: une validation élargirait l'espace d'action commerciale et ranimerait une prime d'inflation importée, ce qui soutiendrait le dollar et pèserait sur les devises cycliques; une restriction réanimerait les anticipations de stabilité commerciale et allégerait la prime de risque, profitant aux bêta élevés. Le cadrage d'OPEP+ présente un risque directionnel sur l'énergie: une adhésion élevée au quota et une demande robuste propulseraient le baril, renchérisant les anticipations d'inflation et pénalisant les importateurs nets, alors qu'un relâchement de discipline ou une dégradation de la demande inverseraient la dynamique et soulageraient les banques centrales. En Chine, soit les mesures de financement, telles que les émissions défensives et la refonte des prêts de sauvetage, stabilisent graduellement l'immobilier et réduisent le spread de stress, soit la contrainte de liquidité s'étend, renforçant les sorties et pressurant CNH, AUD et NZD. Enfin, une intensification des restrictions technologiques autour des puces IA, évoquées dans le débat politique américain, durcirait le régime de risque global et favoriserait les devises refuge; un statu quo apaiserait la volatilité idiosyncratique sur l'Asie.

Conclusion

Le marché se réveille avec un couple risque/FX typique d'un régime de carry: actions asiatiques soutenues par l'IA, dollar ferme, matières premières divergentes avec un pétrole en ascension et un or qui reflue sous 4 000 \$, et un crédit asiatique encore fragile sous l'effet immobilier malgré des tentatives de renforcement de liquidité comme l'initiative de 1,9 milliard de dollars de New World. Dans ce contexte, la

prime de liquidité du dollar, la capacité de l'euro et de la livre à surperformer les périphéries et la pression structurelle sur NZD, NOK, SEK constituent les axes dominants, en attendant les clarifications judiciaires et le raffermissement des guidances de politique énergétique.

Implication du desk (En recherche de position)

Nous privilégions une exposition longue sélective au dollar contre les devises cycliques, en particulier via des stratégies vendeuses sur NZDUSD, tout en déployant des expressions croisées de la force relative européenne et britannique face aux Scandinaves, telles que des achats sur repli d'EURSEK et de GBPNO. La vue sur EURUSD demeure neutre à légèrement acheteuse de dollar dans le haut de range, avec une préférence pour monétiser la divergence de portage plutôt que chercher une tendance unidirectionnelle. La gestion du risque s'articulera autour de la sensibilité aux annonces tarifaires américaines et aux signaux d'adhésion d'OPEP+, avec un calibrage dynamique des tailles si la volatilité implicite élargit. Nous restons en recherche de point d'entrée, prêts à accélérer l'allocation sur confirmation de la robustesse du dollar et de la sous-performance persistante des blocs néo-zélandais et scandinave.