

Top Overnight Drivers

Le marché s'est arrimé à la perspective d'une réouverture du gouvernement américain, soutenant un appétit mesuré pour le risque et un léger bid dollar. L'indice DXY s'est hissé vers 99,55, tandis que USD/JPY est resté bien ancré au-dessus de 154, autour de 154,10, et que USD/CAD a tenu la zone au-dessus de 1,4000, traitant près de 1,4010 avec le pétrole ferme. À l'inverse, NZD/USD a glissé vers 0,5655 et l'AUD a poursuivi son repli malgré un ton prudent de la RBA. En Asie, la dynamique actions est restée contrastée, Hong Kong soutenu par la tech alors que Tokyo a été freiné par SoftBank, dont le titre a cédé jusqu'à 10% après l'annonce de la cession de l'intégralité de sa participation dans Nvidia. Le complexe matières premières a consolidé la reprise des derniers jours, avec un WTI qui évolue avec de légers gains au-dessus de 60,50 dollars et un dernier à 60,85 dollars, et un or qui prolonge sa hausse vers 4 150 dollars, gagnant environ 4 dollars dans le sillage de chiffres ADP montrant des pertes d'emplois et ravivant les paris de baisse de taux de la Fed d'ici la fin d'année. Le franc suisse s'est distingué, le pair USD/CHF reculant de 0,55% et s'orientant vers 0,8000 dans un mouvement lié à des facteurs idiosyncratiques, tandis que la réouverture américaine a soutenu un bid plus large du dollar face au bêta FX. En Chine, la PBOC a fixé l'USD/CNY à 7,0833, inférieure au fixing précédent à 7,0866 et largement sous l'estimation Reuters à 7,1141, signalant la volonté de contenir la volatilité alors que les grandes maisons revoient à une pause plus longue l'assouplissement. En Inde, la fenêtre primaire reste active avec la cotation de la maison-mère de Groww après une levée de 752 millions de dollars, pendant qu'Adani Enterprises lance une augmentation de capital de 2,8 milliards de dollars à une décote de 24%, rappelant que l'appétit pour le risque demeure sélectif. En Australie, le deal de 765 millions de dollars entre MinRes et POSCO dans le lithium a soutenu le segment ressources, alors que dans les semi-conducteurs, AMD a projeté un triplement de ses profits d'ici 2030 et une expansion du marché des puces data centers vers 1 000 milliards de dollars, catalysant la thématique IA malgré une consolidation de certaines valeurs. À noter enfin, sur la gestion alternative, Two Sigma a franchi le cap des 10 milliards de yuans en Chine après une performance de 52%, portant les actifs locaux à environ 1,4 milliard de dollars, symptôme d'une reprise de la demande pour les stratégies quantitatives onshore.

Central Banks

Le message des banques centrales reste nuancé mais suffisamment accommodant pour alimenter une détente des primes de risque sans déclencher de rotation violente. En Australie, le vice-gouverneur Hauser a rappelé que le meilleur jugement du comité est que la politique reste restrictive, tout en reconnaissant l'intensité du débat interne, et l'assistant-gouverneur Jones a souligné les difficultés des marchés à correctement pricer le risque. Cette prudence n'a pas empêché l'AUD de se déprécier contre USD, signe que le facteur global domine la lecture domestique. Au Japon, l'incertitude autour de la trajectoire de la BoJ continue de peser sur le yen, qui reste proche de ses plus bas pluri-mensuels contre le dollar en l'absence d'un signal de normalisation plus ferme. Aux États-Unis, la surprise baissière de l'ADP a réactivé l'idée d'une reprise des baisses de taux vers la fin d'année, soutenant l'or et comprimant le dollar contre les valeurs refuges européennes, même si l'effet réouverture de Washington ancre un plancher sur l'indice large. En Chine, la banque centrale a réaffirmé de facto sa préférence pour la stabilité via un fixing CNY plus fort qu'attendu, alors que les observateurs revoient à un délai plus long tout nouvel assouplissement; ce calibrage vise à préserver l'ancre de change dans un environnement de détente

commerciale relative mais encore fragile. En Europe et au Royaume-Uni, la séquence est davantage guidée par les données: les chiffres de l'emploi britannique décevants entretiennent l'idée d'un BoE plus proche d'un cycle d'assouplissement que la BCE, même si aucun nouveau guidage formel n'a été émis.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le FX s'organise autour d'un dollar en légère reprise sur les devises cycliques et à haut bêta, un yen toujours offert sur fond d'incertitude BoJ et un franc suisse en rattrapage haussier. Le câble reste bloqué sous 1,3200 après un reflux hier, et l'EUR/USD tient mieux la ligne grâce à une meilleure résilience intra-européenne. Les taux globaux s'ajustent marginalement aux nouvelles probabilités de baisse des Fed funds d'ici décembre, un recalibrage qui se fait sans stress de liquidité alors que la perspective d'une réouverture du gouvernement américain dissipe un risque de court terme. Sur les matières premières, le pétrole consolide sa remontée, WTI évoluant autour de 60,85 dollars au-dessus du seuil des 60,50 dollars, avec le marché qui attend les projections OPEP sur les bilans jusqu'en 2026; l'aluminium enchaîne une quatrième séance de progression sur des inquiétudes d'offre persistantes. L'or se maintient sur ses gains récents, travaillant la zone des 140-150 dollars, soutenu par la combinaison d'un marché du travail américain plus froid et d'un dollar seulement modérément plus ferme. Sur l'Asie actions, le biais est positif mais freiné par les poches de newsflow idiosyncratiques, SoftBank en retrait de 10% pesant sur le Japon, tandis que les techno chinoises soutiennent Hong Kong; aux États-Unis, les futures restent stables après une clôture record du Dow, le marché accueillant favorablement la perspective d'un deal budgétaire.

FX Bias

Notre biais tactique reste constructif sur le dollar dans un contexte où le carry et le momentum macro dominent à l'approche de la réouverture de Washington, avec une préférence relative pour l'USD contre les devises à bêta élevé et sensibles aux termes de l'échange. Nous maintenons une vue positive sur l'euro et la livre sur base relative, le premier bénéficiant d'un environnement de volatilité contenue et d'une BCE moins pressée que la BoE de livrer de nouvelles baisses, la seconde encore soutenue par le portage tant que le calibrage d'assouplissement reste graduel. À l'opposé, nous conservons une pression négative sur le NZD, le NOK et le SEK, où la sensibilité pro-cyclique au cycle mondial, la dépendance matières premières et l'illiquidité relative en période de transition de régime de taux constituent des vents contraires. Cette hiérarchie reflète un régime de marché où le risque est toléré mais reste discriminant, et où le pricing de fin d'année en Fed funds constitue l'alpha principal sur les croisements USD versus bêta FX.

Scénarios Binaires

Le premier nœud binaire tient à la finalisation de la réouverture du gouvernement américain. Une validation rapide ancre une pente modérément risk-on avec USD résilient contre AUD et NZD, pétrole soutenu et courbes de taux qui re-steeper en douceur; tout accroc politique raviverait un bid de sûreté sur CHF et JPY, pèserait sur les actifs risqués et renverrait le DXY vers ses supports. Le second pivot relève de la trajectoire de l'emploi US après l'ADP. Une confirmation de la faiblesse par les prochains prints renforcerait les paris de baisse de taux et favoriserait l'or vers les 150 dollars, tout en comprimant l'USD contre EUR et CHF; à l'inverse, un ré'accélération des salaires et de l'emploi réactiverait la thématique higher for longer, soutenant l'USD contre G10 bêta et normalisant le niveau des métaux précieux.

Troisième binaire, la communication de la BoJ. Une clarification vers une normalisation plus rapide renverrait USD/JPY plus bas et exporterait un resserrement des conditions financières en Asie; la poursuite du statu quo maintiendrait le yen offert et prolongerait la recherche de portage en USD et EUR. Enfin, sur la Chine, la posture de patience de la PBOC conjuguée à un fixing ferme stabilise le CNY; un glissement vers plus de soutien remettrait sous pression USD/CNY, propagerait un peu de soulagement sur les devises APAC et bénéficierait aux actifs cycliques, tandis qu'un maintien prolongé du statu quo garderait la volatilité de change contenue mais plafonnerait le bêta régional.

Conclusion

Le marché navigue une fenêtre de transition où la dissipation du risque budgétaire américain fournit un socle au sentiment tandis que la macro américaine ralentit à la marge, réorientant le pricing de taux sans casser le portage. Dans ce régime, le dollar reste la devise de financement dominante face aux bêta FX, l'euro s'inscrit en alternative de qualité relative et la livre affiche une portance défensive, alors que le bloc antipodien et les scandinaves subissent le couple carry-momentum. Les matières premières confirment une reprise mesurée, avec un pétrole soutenu par la réouverture et un or porté par l'espérance de baisses de taux, pendant que les idiosyncrasies actions, de SoftBank à Adani, rappellent la sélectivité de l'appétit pour le risque. Nous privilégions une gestion de l'exposition FX focalisée sur la robustesse du billet vert contre le bêta et sur les différentiels de trajectoire monétaire intra-Europe, tout en gardant une option de convexité via CHF en cas d'accident politique ou macro.

Implication du desk (EUR/GBP Long)

Nous maintenons une préférence pour un biais long EUR/GBP, à engager sur repli. La séquence de données britanniques plus molles, avec un marché du travail qui perd de la vigueur et contraint la BoE à envisager un assouplissement plus tôt que la BCE, milite pour une sur-pondération de l'euro face à la livre, d'autant que la volatilité implicite demeure contenue et que le coût de portage est neutre. Le facteur de soutien à l'euro demeure la stabilité macro relative de la zone et un positionnement allégé, tandis que la livre reste sensible au newsflow local et à l'élasticité de la demande interne. Le trade offre une couverture naturelle contre une éventuelle résurgence de l'aversion au risque globale, le bloc EUR s'appréciant typiquement en relatif face au GBP dans ces phases. La gestion du risque privilégiera des tailles graduelles avec invalidation sous les creux récents et une prise de profit partielle sur tout retour vers les sommets de la fourchette récente, en gardant un œil sur les prises de parole BCE et BoE et sur l'actualité budgétaire britannique.