

Top Overnight Drivers

L'overnight a été dominé par une séquence sino-américaine atypiquement nuancée. À l'APEC, l'appel de Xi à une instance mondiale de gouvernance de l'IA signale une volonté de réinscrire la compétition technologique dans un cadre de règles, pendant que Washington s'apprête à autoriser la reprise des expéditions depuis des installations chinoises de Nexpria, suggérant des micro-détentes ciblées sur les chaînes semi-conducteurs. Dans le même temps, la décision de Pékin de mettre fin à un avantage fiscal sur l'or marque un coup d'arrêt à un segment clef de la demande domestique, avec, à court terme, une contraction attendue du premium de Shanghai et un biais baissier sur le métal. Le risque géopolitique reste en toile de fond avec l'avertissement du nouveau leader de l'opposition taïwanaise sur la probabilité d'un conflit, et l'encerclement de Bamako par des groupes jihadistes qui ravivent une prime de risque Sahel et, par ricochet, un prisme prudent sur certains flux liés aux mines aurifères d'Afrique de l'Ouest. Le flux micro est resté dense, de la pression judiciaire accrue sur les prix des médicaments aux États-Unis à des signaux de "bubble-awareness" sur les actions mis en avant par la presse financière, en passant par des anecdotes de liquidité et d'appétit pour le risque, à l'image d'un règlement médiatique à \$2.5 mn sans impact macro mais révélateur d'un environnement juridique actif. Enfin, la poussée d'investissements dans les data centers en Inde, tirée par les Big Tech américaines, renforce la thématique "AI infra" pro-cyclique sur métaux, électricité et capex, tout en posant la question du coût d'import d'énergie pour la balance courante indienne. Le tout s'inscrit dans une saisonnalité de novembre historiquement porteuse pour les actifs risqués, mais contrebalancée par des différentiels de taux toujours en faveur des monnaies à portage.

Central Banks

Le cadrage monétaire reste celui d'un "higher-for-longer" implicite aux États-Unis, où la Fed privilégie la patiente érosion de l'inflation sous l'effet d'un marché du travail qui se normalise graduellement et d'un resserrement cumulatif déjà conséquent. En zone euro, l'ECB maintient un biais attentiste, soucieuse de ne pas valider trop tôt un assouplissement alors que le noyau désinflationniste progresse mais que la demande reste fragile; cette combinaison comble partiellement l'écart de portage avec le dollar et soutient un EUR plus résilient aux épisodes de risk-off. La BoE arbore un profil similaire, piégée entre inflation de services encore tenace et atonie de l'activité, ce qui ancre la livre via le carry tout en plafonnant les rallyes. À la périphérie, la RBNZ avance vers une posture plus symétrique avec des signaux d'essoufflement domestique accentués par l'exposition à la Chine, tandis que Norges Bank et Riksbank demeurent fortement data-dépendantes, confrontées à des monnaies sensibles au cycle global et à des transmissions de politique plus incertaines. En Chine, la PBoC devrait accompagner la fin de l'avantage fiscal sur l'or par une gestion fine de la liquidité et des crédits immobiliers, afin d'éviter des effets collatéraux non désirés sur les conditions financières. Dans l'ensemble, les différentiels réels et le portage continuent de favoriser le bloc USD-EUR-GBP face aux devises plus cycliques et à moindre rémunération.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar s'est installé en tête de peloton durant la séance asiatique, porté par le couple carry et micro-détente contrôlée sur le front techno avec la Chine, tandis que l'euro a tenu ses gains récents sur fond de

compression de l'écart de taux et de flux en amont de la saison des émissions. La livre a suivi, soutenue par un front-end britannique toujours restrictif, alors que les devises à bête élevé comme le dollar néo-zélandais et les scandinaves ont cédé du terrain, reflet d'une sensibilité au cycle mondial et d'une lecture prudente des risques géopolitiques. Les taux souverains cœur ont oscillé sans direction tranchée, avec une légère préférence pour un aplatissement technique des courbes au gré d'un appétit sélectif pour le portage en long maturités et d'une offre primaire modérée. Sur les matières premières, l'or a fléchi après l'annonce chinoise, les arbitrages sur le premium domestique pesant sur le spot, alors que le pétrole est resté cantonné dans un couloir de consolidation, pris entre discipline de l'offre et indicateurs de demande mitigés. Les métaux de base ont trouvé un soutien discret des thématiques data centers et buybacks miniers, mais sans déclencher de flux directionnels majeurs.

FX Bias

Le biais tactique reste constructif sur le dollar, combinant portage, momentum macro relatif et statut d'actif refuge en cas de dégradation des risques politiques en Asie ou au Moyen-Orient. L'euro bénéficie d'une volatilité implicite en reflux et de l'ancrage des taux réels, ce qui milite pour une résilience contre les devises périphériques, en particulier scandinaves. La livre sterling demeure soutenue par une prime de terme encore positive et des flux d'allocation, modulée par une croissance domestique fragile qui appelle à privilégier des stratégies de portage plutôt que des vues directionnelles agressives. À l'opposé, le dollar néo-zélandais souffre d'une combinaison de dépendance à la Chine, de termes de l'échange moins porteurs et d'une banque centrale en voie de neutralisation, ce qui justifie de vendre les rebonds contre USD ou contre GBP. Le NOK et le SEK restent exposés aux oscillations du sentiment mondial et à des trajectoires de politique monétaire perçues comme plus proches du point d'inflexion accommodant; la préférence va à des expressions EUR/NOK et EUR/SEK acheteuses sur faiblesse, avec une gestion stricte du risque autour des publications d'inflation locales.

Scénarios Binaires

Un premier scénario, de détente ordonnée, verrait la mise en avant d'un dialogue sino-américain sur l'IA et l'ajustement ciblé des restrictions commerciales, à l'image du cas Nexperia, alimenter un appétit pour le risque cohérent avec la saisonnalité de fin d'année. Dans un tel contexte, le dollar resterait ferme par le carry mais céderait une partie de son avance face à l'euro et à la livre, tandis que les devises cycliques s'apprécieraient surtout contre le yen, plus que contre USD. L'or resterait capé par la normalisation des primes en Chine et la baisse de la demande domestique, alors que les métaux de base profiteraient des thématiques d'investissement. Un second scénario, de réaccélération du risque, partirait d'un durcissement verbal autour de Taïwan ou d'un incident en mer, réactivant la demande de couverture et un élargissement des spreads de crédit. Le dollar surperformerait alors l'ensemble du G10, le NOK et le SEK seraient à la peine, le NZD retomberait sur ses supports, et l'or, malgré le choc négatif chinois, regagnerait une prime refuge au détriment des arguments micro de court terme. Dans les deux cas, la granularité des différentiels de taux réels demeurerait le pivot des mouvements de change.

Conclusion

Le mix actuel juxtapose une saisonnalité favorable au risque, une géopolitique bruyante mais contenue, et des banques centrales qui prolongent un régime de taux élevés, ce qui continue d'orienter les stratégies vers le portage discipliné. La décision chinoise sur l'or agit comme un frein idiosyncratique sur le métal et un rappel que Pékin ajuste finement des canaux de demande, pendant que les signaux de micro-détente techno limitent les scénarios extrêmes de fragmentation. Dans ce cadre, le bloc USD-EUR-GBP conserve un avantage relatif, alors que les devises plus cycliques et à bêta macro élevé peinent à inverser durablement la tendance sans catalyseur de croissance nette.

Implication du desk (En recherche de position)

Nous recherchons des points d'entrée pour rester structurellement acheteurs de dollar contre NZD, avec une préférence pour des ventes sur rebond alignées sur les fenêtres de données néo-zélandaises et chinoises. Nous maintenons un biais haussier sur EUR/NOK et EUR/SEK à accumuler sur replis, en visant des expressions à volatilité maîtrisée via options lorsque la prime le permet. Sur GBP, le portage reste attractif contre les devises à faible rémunération et à forte sensibilité chinoise, ce qui justifie des positions tactiques longues contre NZD plutôt que des expositions directionnelles contre USD. Sur l'or, l'approche est opportuniste, en privilégiant des ventes de rebond à court terme tant que la normalisation des primes chinoises n'est pas digérée, avec des stops serrés compte tenu du risque géopolitique latent. La gestion du risque reste centrée sur le suivi des données d'inflation G10, des signaux de politique chinoise et de toute inflexion du ton autour de Taïwan, qui déterminent la pondération entre portage et couverture.