

Top Overnight Drivers

Le flux de nuit a été dominé par le retour des anticipations d'assouplissement de la Fed en décembre, avec une probabilité d'environ 70% intégrée dans les Fed funds, ce qui a soutenu un rebond des actions asiatiques tout en laissant le Dollar Index proche de 100.20 après un arrêt au voisinage de 100.00. Dans les matières premières, le pétrole recule sous l'effet de signaux de progrès dans des pourparlers de paix Ukraine-Russie, avec le WTI sous 58.00 et un dernier au plus près de 57.85, tandis que les métaux précieux se décalent en sens inverse : l'or consolide au-dessus de 4,050, avec un ton aidé par des commentaires accommodants de la Fed, quand l'argent reste sous pression sous 50.00, incapable de se maintenir au-dessus de la zone 48.65–48.60 et donc vulnérable à une nouvelle glissade. Sur le FX, la faiblesse persistante du yen sur fond de doutes de relèvement de la BoJ et de préoccupations fiscales maintient USD/JPY vers 156.50 et EUR/JPY autour de 180.40–180.50, avec un risque d'intervention toujours en arrière-plan. En Europe, l'euro cède du terrain malgré une tonalité prudente de la BCE, EUR/USD se rapprochant de 1.1510 après un passage près de 1.1500, et la livre recule sous 1.3100 sur fond d'incertitudes budgétaires britanniques malgré l'annonce d'une réduction de 25% des factures d'énergie pour les entreprises en amont du budget. En Suisse, l'appétit pour le dollar s'observe dans la progression continue de USD/CHF vers 0.8100, la paire évoluant autour de 0.8080 après des propos de la BNS plaident pour une politique monétaire expansive. En matières premières liées au cycle, la correction du brut n'a pas empêché USD/CAD de rester en retrait sous 1.4100 alors que la détente des attentes de la Fed pèse sur le billet vert. Dans l'hémisphère sud, le marché anticipe une baisse des taux de la RBNZ, ce qui maintient le NZD en retrait, NZD/USD revenant près de 0.5605 après un test de 0.5600. En Chine, la PBoC a de nouveau ancré le renminbi avec un fixing à 7.0847, plus fort que la veille à 7.0875 et nettement en deçà de l'estimation Reuters à 7.1162, tandis que les flux domestiques ont amorti le choc actions via les « national team »-ETFs, dont les volumes ont atteint environ 29 milliards de yuans, soit près de 4.1 milliards de dollars, au plus fort de la vente. Côté corporate, l'Australien Qube a bondi de 20% après une proposition de rachat d'environ 7.5 milliards de dollars par Macquarie, au prix de 5.2 par action en numéraire, soit une prime proche de 28% sur la clôture de 4.07, et à Singapour, DBS a ajusté son ambition sur Alliance Bank Malaysia à une prise de 30% au lieu des 49% initialement envisagés. Enfin, à Hong Kong, le producteur d'aluminium Chuangxin a réussi ses premiers pas, avec un prix d'introduction autour de 5.5 et une levée proche de 707 millions, dans un environnement où les technologiques chinoises restent pénalisées par l'incertitude sur les ventes de puces H200, tandis que CNN a retiré ses articles d'Apple News et que la semaine sera marquée par un risque de liquidité amoindrie à l'approche de Thanksgiving.

Central Banks

La trajectoire des banques centrales reste le principal catalyseur. Aux États-Unis, la communication de la Fed, notamment via John Williams, a réactivé l'idée d'un assouplissement en décembre, ce qui met l'accent sur le PPI de septembre attendu mardi et les publications ultérieures pour valider ou non un virage plus accommodant. En zone euro, la BCE conserve un biais prudent, la faiblesse de la croissance limitant toute velléité de durcissement additionnel, mais la fragmentation des conditions financières demeure surveillée. Au Japon, l'incertitude entourant le calendrier d'un relèvement de la BoJ et la dégradation perçue de la position budgétaire du pays maintiennent la devise sous pression, avec la probabilité non négligeable

d'une intervention discrétionnaire si la volatilité s'accroît. En Suisse, Martin Schlegel a rappelé la nécessité d'une politique expansive pour soutenir l'inflation, confortant un franc plus lourd à court terme. En Océanie, la RBNZ se réunit mercredi, avec un biais du marché en faveur d'une baisse de taux, ce qui pèse sur le NZD, alors que la RBA reste en observatrice prudente dans l'attente d'une mise à jour clé de l'inflation locale. Enfin, la PBoC continue de gérer finement le renminbi via des fixings sous-jacents, signalant une volonté de stabilité financière et de contrôle des attentes alors que les flux domestiques soutiennent les marchés.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar est globalement stable avec un DXY proche de 100.20 après un test de 100.00, USD/JPY se raffermit vers 156.50, EUR/USD recule vers 1.1510, GBP/USD demeure sous 1.3100, USD/CHF s'installe autour de 0.8080 avec une dynamique positive vers 0.8100, USD/CAD reste contenu sous 1.4100 et NZD/USD se traite autour de 0.5605. Les paires croisées reflètent le différentiel de politique et de croissance, avec EUR/JPY près de 180.40–180.50 et un secteur scandinave toujours fragile. Sur les taux, la probabilité d'un assouplissement de la Fed en décembre favorise un biais d'allègement sur le court terme US, alors que la visibilité sur la partie longue demeure limitée en amont de données d'inflation et avant un affaiblissement de la liquidité plus tard dans la semaine. Les matières premières réagissent principalement à la géopolitique et aux anticipations de politique monétaire : le WTI est revenu à 57.85 en dessous de 58.00 sur l'espoir d'un cadre de paix en Europe de l'Est, l'or consolide au-dessus de 4,050 après une accélération initiale, tandis que l'argent échoue à se réinstaller au-dessus de 50.00 et retombe vers 48.65–48.60. À la marge, l'huile de palme s'est raffermie, suivant le soja, mais le driver de court terme reste l'évolution du brut et des anticipations de la Fed.

FX Bias

Le contexte de carry, soutenu par des différentiels de taux toujours favorables aux États-Unis et par une résilience macro relative, continue d'offrir un filet de sécurité au dollar, dont l'élasticité à un pricing de baisse en décembre reste limitée tant que le momentum de croissance ne se dégrade pas fortement. L'euro conserve une robustesse relative face aux devises européennes grâce à son statut de financement moins marqué et à la complaisance des spreads intra-zone, ce qui suggère une meilleure tenue contre NOK et SEK alors que la chute du brut exerce une pression additionnelle sur la couronne norvégienne. La livre sterling bénéficie d'un différentiel de taux réel encore porteur et de mesures budgétaires à court terme, même si la visibilité politique pré-budget demeure un frein. À l'opposé, le kiwi reste structurellement pénalisé par la perspective d'un assouplissement de la RBNZ, la sensibilité à la Chine et un portage redevenu peu attractif. Le franc suisse souffre d'une banque centrale explicitement expansionniste, et le yen reste vulnérable au différentiel de taux tant que la BoJ ne modifie pas sensiblement sa posture, l'épée de Damoclès d'une intervention invitant toutefois à calibrer l'exposition.

Scénarios Binaires

Si le PPI américain et les publications associées valident l'hypothèse d'un infléchissement désinflationniste, le marché pourrait prolonger un dépricing modéré du dollar, soutenant un reflux

tactique de DXY et une respiration des actifs risqués, avec des effets plus marqués sur USD/CAD et GBP/USD que sur USD/JPY compte tenu du différentiel de portage. À l'inverse, des données fermes et une rhétorique moins conciliante de la Fed réactiveraient une jambe haussière du billet vert, mettant EUR/USD sous 1.1500 et poussant USD/JPY au-delà des niveaux actuels avec un risque accru d'action des autorités japonaises. En Nouvelle-Zélande, un abaissement de la RBNZ renforcerait l'angle vendeur sur NZD/USD, validant une extension sous 0.5600, tandis qu'un statu quo ou un message moins accommodant déclencherait un short squeeze limité par le contexte domestique. Sur l'énergie, des progrès tangibles vers un accord Ukraine-Russie ancreraient le WTI sous 58.00 et prolongeraient la sous-performance relative de NOK, alors qu'un retour de l'escalade renverrait rapidement la dynamique sur le brut et apporterait un soutien à CAD et NOK. En Suisse, la réaffirmation d'une politique expansive de la BNS milite pour la poursuite de la normalisation haussière de USD/CHF, alors qu'un changement de ton surprenant réduirait cet avantage. En Chine, la persistance de fixings PBoC fermes autour de 7.0847 et le soutien domestique via les ETFs pourraient contenir la volatilité du CNY malgré les vents contraires sur la tech, mais un relâchement du contrôle, après une estimation Reuters à 7.1162, amplifierait les pressions sur les devises beta d'Asie-Pacifique.

Conclusion

Le marché a rouvert la porte à une détente monétaire américaine en décembre sans renverser la hiérarchie des portages ni le momentum macro relatif, ce qui produit un schéma de risk-on sélectif, un dollar globalement stable à ferme et une résilience des actifs de qualité. Les matières premières réagissent plus directement à la géopolitique, avec un pétrole comprimé par l'hypothèse d'un cadre de paix et des métaux précieux divergents, l'or porté par la perspective d'une Fed plus souple tandis que l'argent, sous 50.00, reflète davantage la faiblesse cyclique. Les devises européennes périphériques restent exposées à cette combinaison, NOK en tête, quand NZD concentre le risque événementiel de la semaine. La micro illustre une réouverture opportuniste des fusions-acquisitions en Asie-Pacifique, avec Qube autour de 7.5 milliards et DBS ajustant son appétit à 30% plutôt que 49%, tandis que les autorités chinoises continuent de stabiliser via des flux domestiques de l'ordre de 4.1 milliards. La visibilité immédiate se concentre désormais sur le PPI américain, la RBNZ et la profondeur de marché dégradée à l'approche de Thanksgiving.

Implication du desk (en recherche de positions)

Dans ce régime de portage et de momentum macro favorables au billet vert, nous privilégions des stratégies directionnelles sélectives et des trades de valeur relative. La priorité va à l'expression d'un dollar fort contre des devises à catalyseurs négatifs idiosyncratiques : maintien d'un biais acheteur sur USD/CHF tant que la BNS envoie des signaux d'expansion et que la dynamique au-dessus de 0.8080 demeure intacte en direction de 0.8100, et pression vendeuse sur NZD/USD à l'approche de la RBNZ avec un angle de cassure sous 0.5600 si le message valide l'assouplissement. En croisés européens, un biais acheteur sur EUR/NOK et EUR/SEK reste justifié par la combinaison pétrole faible et croissance atone en Scandinavie, tout en gardant une gestion stricte du risque autour des rebonds de l'énergie. L'exposition haussière à USD/JPY reste attractive en portage mais doit être encadrée par de l'optionalité pour couvrir le risque d'intervention, tandis que les replis de USD/CAD sous 1.4100 offrent des points d'entrée

tactiques si le brut échoue à reprendre 58.00. Sur les métaux, la préférence va à l'achat tactique de creux sur l'or au-dessus de 4,050 avec une discipline d'exécution en raison de la sensibilité aux données, et, en miroir, à la vente de rebonds de l'argent tant qu'il échoue à réintégrer durablement 50.00 et que la zone 48.65–48.60 reste exposée. Nous restons neutres à légèrement positifs sur EUR/USD à court terme compte tenu de l'hétérogénéité des drivers, en réservant le bêta directionnel du dollar pour des paires où le portage et les catalyseurs sont plus lisibles. Enfin, la semaine appelant une liquidité plus faible, la taille des positions et la protection par options doivent être adaptées, notamment autour des publications américaines, afin de capter le carry sans sur-exposer le book au slippage de fin de semaine.