
Top Overnight Drivers

Les marchés ont accueilli favorablement les signaux d'un compromis à Washington susceptible d'écarter un nouvel épisode de paralysie gouvernementale, ce qui a relancé l'appétit pour le risque tout en soutenant une prime de carry en faveur du dollar. En Asie, la perspective d'un recalibrage monétaire au Japon a gagné en probabilité après la publication du résumé de la réunion d'octobre de la BOJ, même si le débat interne reste vif. En Chine, les données de prix traduisent une stabilisation graduelle avec un reflux de la déflation à la sortie d'usine et un frémissement de la demande domestique, tandis que Pékin assouplit tactiquement son contrôle des exportations de gallium, de germanium et d'antimoine sans lever les contraintes, réduisant à la marge le stress de chaîne d'approvisionnement. Au Royaume-Uni, une enquête d'entreprises pointe vers des hausses salariales moyennes de 3% l'an prochain, signalant un désarmement progressif des pressions nominales, un élément clé pour la trajectoire de la BoE. Sur les marchés de matières premières, les flux de couverture et l'attrition de l'offre d'actifs sûrs ont propulsé l'or au-delà de \$4050, tandis que l'industrie sidérurgique chinoise redirige des volumes vers l'Arabie saoudite face à la montée des barrières commerciales ailleurs. En émergents, la signature par l'Afrique du Sud d'un financement de \$925 millions avec la Banque mondiale pour soutenir des villes fragilisées améliore le profil de liquidité souveraine à court terme. Enfin, des développements idiosyncratiques, d'ANZ réduisant de \$19 millions les bonus exécutifs à la suite d'un scandale obligataire à VEON annonçant une accélération de 63% en glissement annuel de ses revenus digitaux directs, ont alimenté une dispersion sectorielle marquée.

Central Banks

Le centre de gravité monétaire reste en Asie. Le résumé de la dernière réunion de la BOJ indique qu'une hausse des taux à brève échéance a été sérieusement discutée, une hypothèse que certains conseillers politiques jugent encore prématurée pour décembre, mais qui a suffi à retendre la partie longue des JGBs et à relever la convexité implicite sur le yen. Au même moment, le gouvernement japonais prépare un paquet de relance qui incite la banque centrale à garder une priorité sur la croissance, ce qui rend le calibrage de toute normalisation encore plus gradué et dépendant des salaires de printemps. En Australie, le message demeure que les capacités de l'économie restent contraintes, ce qui entérine une posture encore restrictive de la RBA et limite la baisse des courbes locales malgré le ralentissement mondial. En Chine, les autorités encouragent la reprise du crédit à la consommation par les plateformes internet, signalant un biais accommodant ciblé de la PBoC pour soutenir la demande sans relancer l'immobilier. En Inde, la dépendance du marché au soutien de la banque centrale pour défendre la roupie à proximité de ses points bas records et un niveau de rendement clé témoigne de la priorité à la stabilité financière. En Europe, l'inflation sous-jacente reflue mais l'horizon de 2026 avec un durcissement attendu des tarifs américains demeure un risque de second tour pour la BCE via le canal de la croissance. Au Royaume-Uni, l'indication de hausses de salaires autour de 3% pour l'an prochain facilite la désinflation des services et rapproche la BoE d'un pivot, même si le calibrage sera conditionné au marché du travail. Côté Fed, la dynamique politique autour du budget plaide pour un statu quo de communication, avec une fonction de réaction qui s'appuie davantage sur la décélération de l'inflation et la résilience de l'emploi que sur un nouvel assouplissement précoce.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Sur le FX, le dollar s'est maintenu en haut de fourchette porté par le différentiel de carry et par un appétit pour le risque calibré, l'euro a retrouvé un ton plus résilient à la faveur d'un mieux relatif dans l'énergie et d'une perception de fin de cycle de la BCE, tandis que la livre s'est stabilisée sur l'idée d'un refroidissement contrôlé des salaires. Le yen est resté nerveux, initialement plus ferme sur le bruit de resserrement à Tokyo avant de reperdre du terrain en fin de séance à mesure que la BOJ plaidait la prudence. Les monnaies cycliques ont sousperformé, l'AUD plafonnant malgré un message RBA ferme, le NZD restant sous pression sur fond de croissance molle, et les devises scandinaves, notamment la NOK et la SEK, pâtissant d'un différentiel de taux défavorable et d'une liquidité saisonnière réduite. Sur les taux, la courbe américaine est restée peu directionnelle, avec une légère tension du 10 ans dans l'idée d'un compromis budgétaire et d'un allègement des flux refuge, alors que les JGBs se sont tendus sur la pente longue et que l'Australie a suivi avec des points intermédiaires plus lourds. Les Bunds et Gilts se sont inscrits en range, le Royaume-Uni intégrant le signal de modération salariale et la zone euro restant focalisée sur la désinflation. Sur les matières premières, l'or a poursuivi sa progression et a imprimé au-dessus de \$4050, le pétrole a évolué sans direction tranchée avec des fondamentaux équilibrés par une offre non-OPEP solide et des incertitudes géopolitiques, et les métaux de base ont oscillé au gré de l'assouplissement partiel des contrôles d'exportations en Chine et d'indices d'une demande industrielle moins dégradée.

FX Bias

Le biais directionnel reste modérément favorable au dollar face aux devises à bêta élevé et aux monnaies à faible portage, dans un régime de risque où la prime de taux américains demeure l'ancre. L'euro présente un profil plus constructif à court terme au-dessus de ses supports récents, porté par une amélioration perçue du choc énergétique et par l'absence d'un nouveau choc politique immédiat, même si la perspective tarifaire américaine en 2026 limite l'amplitude des rallies. La livre sterling conserve un biais légèrement positif tant que la désinflation salariale reste ordonnée autour de 3% et que la croissance évite la contraction, avec un différentiel de portage encore compétitif. Le yen reste vulnérable aux à-coups de communication de la BOJ; un resserrement effectif ferait basculer USD/JPY plus bas, mais l'absence de décision en décembre maintiendrait la trajectoire haussière de portage. L'AUD apparaît plafonné par le mix « RBA ferme mais Chine hésitante », alors que le NZD sous-performe sur une combinaison de momentum macro faible et de portage relatif moindre. La NOK demeure exposée à la volatilité du pétrole et à une demande d'actifs scandinaves réduite, tandis que la SEK reste pénalisée par une croissance domestique fragile malgré une politique monétaire déjà restrictive.

Scénarios Binaires

Deux points d'inflexion dominant le court terme. Si la BOJ confirme une hausse de taux en décembre, le régime de corrélations serait bouleversé avec une compression rapide du carry en yen, un reflux de USD/JPY et une pression sur les stratégies de portage en Asie; si elle tempore et renforce seulement son guidage, la prime de carry resterait dominante et le yen reprendrait sa dérive baissière, soutenant les paires USD contre JPY, NZD et SEK. Aux États-Unis, une résolution rapide du dossier budgétaire

prolongerait le re-rating du risque, favoriserait les devises pro-cycliques de qualité comme l'euro et la livre et remettrait les taux longs en légère tension; un échec ou un report prolongé réactiverait les flux refuge vers le dollar et l'or, accroîtrait la pentification baissière des Treasuries et pèserait sur les devises à bêta. En arrière-plan, si la stabilisation des prix en Chine se confirme avec un soutien du crédit à la consommation, l'appétit pour le risque EM s'en trouverait consolidé et la demande de métaux de base se raffermirait; à l'inverse, une rechute déflationniste réactiverait un biais défensif au bénéfice du dollar et de l'or.

Conclusion

Le marché reste organisé autour d'un triptyque carry, momentum macro et régimes de risque. La proximité d'un compromis budgétaire américain et la perspective d'une BOJ encore graduelle plaident pour la prolongation d'un environnement favorable au dollar contre les devises à faible portage, tout en autorisant un redressement tactique de l'euro et de la livre à mesure que l'Europe confirme une normalisation énergétique et que le Royaume-Uni voit ses salaires converger. La sensibilité des actifs à l'or met en évidence la quête de couverture face aux risques politiques et commerciaux persistants, alors que les flux spécifiques, du financement de \$925 millions en Afrique du Sud à la digitalisation accélérée chez VEON avec 63% de croissance des revenus directs, accentuent la dispersion intra-EM. La fenêtre de portage demeure ouverte mais expose aux chocs de liquidité et aux volte-faces de banque centrale, en particulier au Japon.

Implication du desk (En recherche de position)

Nous recherchons des points d'entrée pour renforcer une exposition longue dollar contre NZD et SEK, en privilégiant des structures à portage positif et des horizons tactiques, avec une préférence pour des entrées sur rebonds techniques. Nous conservons un biais acheteur euro sur replis modérés face au dollar, en visant des extensions graduelles tant que la dynamique de désinflation européenne se confirme, et un biais acheteur livre sur faiblesse contrôlée en s'appuyant sur la modération des salaires autour de 3%. Sur le JPY, nous privilégions une approche options afin de capter le carry tout en se couvrant contre un risque de décision de la BOJ, via des stratégies de call spread asymétriques sur EUR/JPY ou USD/JPY assorties de protections de queue. Nous restons prudents sur la NOK et cherchons à vendre les rebonds, l'absence de catalyseur domestique et la volatilité du pétrole limitant le potentiel de rattrapage. Enfin, compte tenu de l'extension récente de l'or au-delà de \$4050, nous privilégions des stratégies de couverture plutôt que du beta directionnel supplémentaire sur les métaux précieux.