

Top Overnight Drivers

Le marché a basculé sur un schéma de désinflation avec appétit au risque modéré, un dollar globalement plus faible et un yen mieux orienté sur fond de craintes d'intervention et de propos plus conditionnellement hawkish de la BoJ. L'Europe gagne sur l'affaiblissement du billet vert, l'EUR/USD repassant au-dessus de 1,1600 et la livre confortée par une cinquième séance de hausse, avec un gain de 0,55% sur la journée précédente. En Asie, l'AUD et le NZD se sont renforcés sur des anticipations de baisse de la Fed en décembre et des données domestiques plus robustes, avec le NZD/USD tenu au-dessus de 0,5700. Le complexe matières premières reste fragile: le WTI est revenu vers 58,30 dollars, repassant sous 58,50 dollars alors que le marché intègre l'hypothèse d'un cessez-le-feu Ukraine-Russie et attend l'OPEP+, tandis que l'argent consolide autour de 52,80 dollars, cédant sous 53,00 dollars malgré les paris de baisse de taux de la Fed. L'or reste en retrait d'un pic de deux semaines dans un contexte de meilleure tolérance au risque. La Chine continue de peser en toile de fond avec une rechute des bénéfices industriels de 5,5% en octobre, des tensions sur l'immobilier autour de Vanke et un appétit LNG qui déçoit, malgré un léger soutien tactique via un fixing du PBOC à 7,0779 sur USD/CNY. Les flux corporate et privés restent actifs, avec une opération technologique en vue autour de 1 milliard de dollars chez ServiceNow, des levées de capitaux AI chinoises à 289 millions de dollars et une poussée du crédit privé en Inde jusqu'à 336 millions de dollars, autant d'éléments qui prolongent la dynamique de financement de l'économie réelle et du capex technologique.

Central Banks

Le marché réintègre un scénario de détente monétaire de la Fed dès décembre, catalysé par un front-end américain mieux offert et des lectures macro plus nuancées, ce qui alimente la faiblesse du dollar tout en maintenant une prime de portage positive face aux devises à bêta élevé. Au Japon, le membre du conseil Noguchi a indiqué que si l'activité et les prix évoluent conformément aux perspectives, la banque ajustera graduellement le degré d'accommodation, ce qui, conjugué au bruit d'intervention, ancre un risque asymétrique à la baisse sur USD/JPY. En Chine, le PBOC continue d'orchestrer une stabilité gérée du renminbi via son fixing, cherchant à encadrer la volatilité FX tout en absorbant le stress domestique. En Inde, un sondage de Reuters suggère une réduction du taux directeur à 5,25% le 5 décembre, un virage qui, s'il se matérialisait, réinjecterait du différentiel de taux en faveur des devises cœur. En Océanie, l'amélioration marquée de la confiance des entreprises en Nouvelle-Zélande et la résilience de la demande en Australie face à un capex dopé par les data centers et l'aéronautique complexifient la trajectoire de la RBNZ et de la RBA, mais la courbe globale des G10 reste dominée par la convexité américaine.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le FX s'articule autour d'un dollar en repli contrôlé, avec EUR/USD qui travaille la zone au-dessus de 1,1600 et la moyenne mobile 200 jours en ligne de mire, GBP/USD qui consolide au-delà de 1,3200 après une accélération notable, USD/JPY en reflux vers 156,00 sur un différentiel de discours BoJ-Fed moins favorable au billet vert, NZD/USD qui s'étaie autour de 0,5710 sur un mix macro domestique plus solide et USD/CAD qui végète proche des plus bas hebdomadaires autour de 1,4030 sur fond de pétrole moins directionnel. Côté taux, le marché price plus franchement une détente de la Fed en fin d'année, aplatisant

le front-end et comprimant la volatilité réalisée, alors que les JGB restent capés par une BoJ graduelle mais moins unidirectionnelle. Les matières premières reflètent un apparement de détente géopolitique et de normalisation cyclique: le WTI recule vers 58,30 dollars après plus de 1% de gain la veille, l'argent corrige sous 53,00 dollars, l'or s'érode sous son pic récent, tandis que le platine bénéficie d'un soutien spécifique lié au lancement d'un contrat à terme en Chine. Le flux Chine demeure contrasté avec des profits industriels en baisse et des actions consommation brièvement ragaillardies par les mesures pro-dépenses, mais l'ombre de l'immobilier persiste.

FX Bias

Le biais de travail reste constructif sur le dollar, l'euro et la livre contre un panier de devises à bêta et à sensibilité matières premières plus élevé, à savoir le NZD, la NOK et la SEK, compte tenu d'un trio portage, momentum macro et régime de risque qui continue de privilégier les émetteurs de duration sûre et de liquidité. La baisse du pétrole et la perspective d'un cessez-le-feu pèsent marginalement sur la couronne norvégienne, tandis que les signaux d'activité dégradés en Chine et la mollesse des métaux précieux hors platine limitent l'attrait des devises cycliques. Sur l'EUR, le franchissement de 1,1600 appelle à la prudence tactique tant que la 200 jours n'est pas validée en clôture, le différentiel de portage restant défavorable en cas de déception sur la Fed. La livre conserve un profil relatif solide porté par des données domestiques résilientes et une prime de risque politique réduite, mais l'essentiel de la performance se joue face aux devises européennes périphériques et aux matières premières. Sur JPY, le risque événementiel de la BoJ et d'une fenêtre d'intervention milite pour couvrir les rallonges USD/JPY via options, la pente fondamentale restant graduelle plutôt que brutale.

Scénarios Binaires

Si la Fed confirme une baisse de taux en décembre, la pentification douce de la courbe américaine et la détente du dollar devraient favoriser un test plus franc des résistances sur EUR/USD et GBP/USD, mais l'extension resterait bridée par le portage résiduel et le ralentissement chinois; à l'inverse, si la Fed temporise, le repositionnement short USD forcera des rachats, remettant 1,1600 sous pression sur l'euro et rappelant la prééminence du billet vert contre NZD et SEK. Si la BoJ prépare un ajustement graduel de son cadre, le JPY captera un premium de convexité avec des accélérations baissières sur USD/JPY lors des poussées de volatilité, alors qu'une BoJ inchangée prolongerait le régime de carry mais sous la menace d'un rubicon d'intervention. Si l'OPEP+ délivre un message de discipline et que les pourparlers en Ukraine s'enlisent, le WTI pourra rebondir depuis la zone 58 dollars en redonnant un peu d'oxygène à la NOK; à l'opposé, un statu quo couplé à une avancée des discussions de cessez-le-feu maintiendra le brut sous 58,50 dollars et prolongera l'érosion des devises liées à l'énergie. Si la Chine parvient à stabiliser ses bénéfices industriels et à contenir le risque immobilier, l'axe AUD-NZD trouvera du support, alors qu'une nouvelle dégradation après la chute de 5,5% d'octobre renforcerait la prime défensive des monnaies cœur. Si la RBI réduit à 5,25% début décembre, la courbe EM Asie s'en trouvera bullée avec un INR plus lourd en marge, mais une décision inchangée réaffirmerait la préférence pour les portages DM.

Conclusion

Le tableau d'ensemble reste celui d'un dollar moins directionnel à très court terme, reflétant l'accumulation de paris de détente Fed, mais la hiérarchie de portage, la dispersion cyclique au détriment de la Chine et la faiblesse du complexe énergie maintiennent une prime structurelle en faveur du USD et, de manière relative, de l'euro et de la livre contre les devises à bêta. Le JPY émerge comme principal risque de queue avec une convexité acheteuse en cas d'ajustement BoJ ou d'intervention, justifiant des couvertures dédiées. Les matières premières confirment un environnement de désinflation bénin, avec un pétrole comprimé par la géopolitique et des métaux précieux hésitants malgré les attentes de baisse de la Fed. La trajectoire des prochains jours dépendra du réglage fin des banques centrales, de l'arbitrage OPEP+ et des signaux chinois, alors que les flux corporate et de crédit privé suggèrent un socle de financement encore solide pour l'investissement technologique.

Implication du desk (en recherche de positions)

Nous privilégions la recherche de points d'entrée pour ré-engager le dollar contre NZD, NOK et SEK, en particulier sur extensions techniques liées aux paris de baisse de la Fed, l'environnement de portage restant à l'avantage du billet vert et la dynamique matières premières ne soutenant pas les devises cycliques. Sur EUR/USD, nous envisageons de vendre les rallies tactiques à proximité de la zone de la moyenne 200 jours tant que le différentiel de taux réels ne bascule pas en faveur de l'euro; la livre conserve une valeur relative attractive, notamment via des achats de GBP contre EUR et contre les devises scandinaves. Sur USD/JPY, nous privilégions des structures optionnelles de convexité à la baisse afin de s'exposer à un épisode BoJ ou d'intervention tout en contrôlant le portage négatif. Sur matières premières, nous étudions des stratégies de couverture directionnelle alignées sur un WTI capé sous 58,50 dollars et un argent contenu sous 53,00 dollars, tout en gardant une approche opportuniste sur un éventuel rebond de platine lié au nouveau contrat chinois. Enfin, la surveillance de la trajectoire de la RBI vers 5,25% et des signaux de profits industriels chinois guidera l'appétit pour le risque EM-Asie et la calibration de l'exposition AUD-NZD.