

Top Overnight Drivers

Le ton de marché s'est détendu pendant la séance asiatique, avec un appétit pour le risque alimenté par la perspective de nouveaux assouplissements de la Fed, la stabilisation des taux longs et un regain d'activité dans la tech. L'indice du dollar recule légèrement de 0,1% vers 99,20, tandis que l'EUR/USD progresse modestement de 0,12%. En Asie, l'élan cyclique a été contrasté: la Chine imprime un PMI des services à 52,1 en novembre, au-dessus des attentes à 52 mais en recul par rapport à 52,6, et la PBoC fixe l'USD/CNY à 7,0754, un signal de stabilité contrôlée du renminbi. L'Australie publie une croissance inférieure aux attentes à 0,4% t/t au T3 (consensus 0,7%, révisé 0,6% au T2), tandis que le glissement annuel atteint 2,1% grâce à l'investissement et à la consommation, ce qui n'empêche pas l'AUD de rester soutenu par une Banque centrale perçue comme encore vigilante. Le complexe matières premières envoie des signaux de détente de prime de risque, avec un WTI autour de 58,40, sous 58,50, sur des espoirs de trêve Russie-Ukraine, l'argent qui consolide juste sous la zone médiane des 58, en baisse de 0,20% tout en restant proche d'un sommet historique, et l'or qui reflue vers 4 210, au plus près de 4 200 sur prises de profits avant les données américaines. Sur les changes, USD/JPY rebondit au-dessus de 155,50 vers 155,85 malgré la perspective d'un ajustement graduel de la BoJ, le GBP/USD se maintient autour de 1,3200 dans l'attente d'indices concrets de calendrier de baisse des taux des deux côtés de l'Atlantique, et le NZD s'apprécie vers 0,5745 aidé par la macro chinoise et la thématique de cuts de la Fed. En émergents, l'INR passe au-delà de 90 par dollar sur fond d'incertitudes commerciales, soulignant la fragilité idiosyncratique. Le flux « risque » est relayé par la tech américaine, avec une opération de 5,5 milliards de dollars de Marvell sur Celestial AI et des offres cloud innovantes d'Amazon permettant de personnaliser des modèles d'IA pour 100 000 dollars par an, catalyseurs qui, conjugués au rebond des cryptos — le bitcoin ayant franchi 90 000 après sa chute de la veille —, soutiennent les futures US. En crédit, la syndication d'Ayvens à 200 millions de livres, soit environ 264 millions de dollars, témoigne de conditions de financement encore fluides en Europe.

Central Banks

Le marché reste ancré sur un scénario d'assouplissement de la Fed à court horizon, ce qui comprimera la volatilité directionnelle du dollar tant que les données américaines ne contredisent pas cette trajectoire. L'ECB bénéficie d'une inflation de la zone euro encore élevée à la marge, ce qui retarde le rythme projeté de normalisation et soutient le portage de l'euro dans les croisements. La BoE demeure en « higher-for-longer » prudent, l'économie britannique ne validant pas encore un calendrier de relance monétaire agressive. La BoJ entretient l'option d'un resserrement graduel, mais la sensibilité de l'USD/JPY à la micro dynamique des rendements US domine encore à l'approche des publications américaines. En Australie, le message de la RBA reste hawkish de contingence, le gouverneur Bullock rappelant que les anticipations d'inflation restent ancrées mais que la persistance de l'inflation aurait des implications pour la politique, ce qui neutralise l'impact d'une croissance à 0,4% t/t plus faible. En Asie émergente, la stabilisation du fix USD/CNY par la PBoC limite les paris directionnels contre le CNY. Ailleurs, la pression baissière récurrente sur l'inflation thaïlandaise renforce la probabilité d'une nouvelle baisse de taux, un contraste avec la posture des banques centrales avancées qui soutient des stratégies différentielles de portage.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar s'effrite légèrement autour de 99,20 sur l'indice DXY, l'euro s'apprécie modérément, la livre reste arrimée à 1,3200 et l'USD/JPY reprend vers 155,85, tandis que le NZD approche 0,5745 et que l'AUD/JPY cède du terrain sous 102,50, autour de 102,25, après la déception sur la croissance. Les taux souverains cœur se détendent marginalement, la courbe US reflétant la montée des paris de baisse de la Fed et la pause du sell-off obligataire global. Les marchés actions demeurent bien orientés, portés par la tech et par des nouvelles M&A et capex dans les semi-conducteurs et le cloud. Les matières premières refluent, avec un WTI à 58,40 sous 58,50 sur détente géopolitique perçue, l'argent qui consolide sous les 58 tout en restant près d'un record, et l'or ramené vers 4 210 en amont des statistiques américaines. En devises EM, la faiblesse de l'INR au-delà de 90 par dollar contraste avec la stabilité managée du CNY, le fix à 7,0754 encadrant les flux.

FX Bias

Le contexte de portage et de momentum macro, combiné à un régime de risque encore constructif sous l'hypothèse de baisses de taux graduelles, nous laisse positifs sur le dollar face aux devises cycliques à bêta élevé et à faible portage, et constructifs sur l'euro et la livre dans les croisements. Nous privilégions le dollar contre le NZD et les devises scandinaves, où la sensibilité à la conjoncture industrielle européenne et au cycle des matières premières reste pénalisante tant que le pétrole glisse et que la normalisation de politique monétaire est déjà en grande partie intégrée. L'euro conserve un avantage relatif de portage et de termes de l'échange face au NOK et au SEK, tandis que la livre bénéficie d'un « carry » encore défensif. L'AUD demeure un call plus nuancé, pris entre une RBA de réaction potentiellement restrictive et une dynamique de croissance qui déçoit, ce qui favorise des expressions de valeur relative plutôt que directionnelles contre USD. Sur USD/JPY, l'orientation reste haussière à l'achat sur repli tant que la BoJ maintient une approche graduelle et que les rendements US ne replongent pas, mais le risque d'événement de communication impose une gestion stricte des stops.

Scénarios Binaires

Le catalyseur immédiat demeure les publications américaines à venir. Un bloc de données plus faibles que prévu consoliderait le recul des rendements et prolongerait le re-rating du risque, pesant encore sur le DXY tout en soutenant l'euro et la livre, avec une surperformance des devises de portage au sein du G10 hors antipodes. A l'inverse, des surprises haussières sur l'activité ou l'inflation remettraient en cause l'ampleur des baisses de taux de la Fed, réactivant la prime du dollar et freinant l'appétit pour les cycliques, avec un impact plus marqué sur le NZD, le NOK et le SEK. Sur les matières premières, une matérialisation rapide d'une désescalade Russie-Ukraine ancrerait le WTI sous 58,50 et limiterait le soutien au NOK, tandis qu'un enlisement géopolitique ou une surprise sur les stocks inverseraient ce schéma. Enfin, un virage plus explicite de la BoJ vers une hausse rapide renverserait la dynamique de l'USD/JPY, mais un statu quo communicationnel prolongerait le régime portage pro-USD.

Conclusion

Le marché aborde la séance avec un biais risque-on modéré, un dollar en léger retrait et des marchés de taux qui valident un scénario d'assouplissement ordonné. Les données australiennes mixtes et le cadrage

hawkish de la RBA neutralisent l'impact macro négatif sur l'AUD, tandis que la stabilité pilotée du CNY et un PMI des services à 52,1 stabilisent l'Asie. La correction des matières premières, avec un WTI à 58,40 et des métaux précieux en consolidation — l'or vers 4 210 et l'argent juste sous 58 —, reflète un allègement des primes de risque géopolitique et de liquidité. Dans ce cadre, la prime de qualité et de portage demeure différenciatrice: le dollar conserve l'initiative face aux cycliques, l'euro et la livre surperforment en croisements, et les devises scandinaves et antipodiennes restent vulnérables à toute réévaluation des baisses de taux anticipées ou à une nouvelle faiblesse de l'énergie.

Implication du desk (en recherche de positions)

Nous recherchons des achats tactiques de dollar contre NZD à l'occasion de rebonds versés par le flux macro chinois, l'attrait du portage USD demeurant supérieur tant que la Fed n'a pas validé une trajectoire de relance agressive. Nous privilégions également des positions longues en EUR/NOK et en GBP/SEK pour capter l'écart de portage et l'underperformance attendue des devises sensibles aux matières premières et au cycle manufacturier, surtout avec un WTI maintenu sous 58,50. Sur USD/JPY, la stratégie reste acheteur sur replis avec stops serrés avant les jalons BoJ, l'objectif étant de s'exposer au différentiel de taux tout en limitant le risque d'événement. Enfin, sur AUD, nous favorisons des expressions relatives telles que des ventes d'AUD/JPY post-donnée de croissance, afin de monétiser la tension entre la rhétorique RBA et un momentum domestique affaibli, tout en bénéficiant d'un pare-chocs JPY en cas de choc de risque. Nous évitons une exposition directionnelle forte sur EUR/USD à ce stade et privilégions l'expression des biais via les croisements, en attendant la clarification apportée par les données américaines imminentes.