

Top Overnight Drivers

Le flux overnight est dominé par un recul du risque sur fond de correction des valeurs d'IA, de doutes sur les multiples du tech et de signaux macro mitigés en Chine. Wall Street a fini plus bas, l'argumentaire portant sur des valorisations étirées et un appétit au risque entamé, tandis que la séquence Tesla reste polarisante avec un vote actionnarial validant un package de rémunération évoqué à 878 milliards de dollars puis relayé comme un plan à 1 trillion, et un projet industriel de méga-usine de puces IA qui ancre des besoins de capex élevés mais accentue la dispersion sectorielle. En Asie, les investisseurs japonais prennent des profits sur les actions étrangères, catalysés par la prudence face aux commentaires de la Fed et aux niveaux de prix, et le politique japonais affiche une inclinaison pro-dépenses, au moment où Tokyo s'apprête à étoffer ses achats de GNL pour réserve d'urgence dès janvier, signalant un plancher sur les prix régionaux de l'énergie. Le cycle chinois envoie un message plus froid avec des exportations d'octobre en baisse de 0,8% sur un an après +8,4% et des importations à +1,4% après 7,5%, cohérent avec des importations de commodités plus molles et une re-accélération sélective de la transition énergétique (les valeurs de l'électricité alimentées par la thématique IA). Aux États-Unis, la décision de réduire de 4% les vols domestiques ajoute un bruit conjoncturel sur le transport aérien, alors que le discours tarifaire admet désormais que les ménages paient "quelque chose", un biais inflationniste de second tour si la rhétorique devait se concrétiser. En EMEA/LatAm, Petrobras annonce 2,25 milliards de dollars de dividendes, rappelant la discipline de cash-out sur l'oil & gas, tandis que l'extension de la liste des minéraux critiques à la filière cuivre-charbon métallurgique-uranium conforte la prime politique sur certains métaux. En Inde, la distribution automobile reste tendue par une demande robuste après un mois d'octobre record, et la valorisation implicite de Jio jusqu'à 170 milliards de dollars met en lumière la profondeur domestique, alors que des annonces d'investissements en provenance d'Ouzbékistan "au-delà de 100 milliards" aux États-Unis demeurent de portée surtout diplomatique. La micro continue de surprendre à la hausse de manière idiosyncratique (guidance d'Airbnb portée par la demande internationale), mais l'agrégat du flux reste défensif.

Central Banks

Le message monétaire global reste de patience et d'optionalité. Côté Fed, la rhétorique récente maintient la porte ouverte à une durée prolongée de taux élevés tant que l'inflation de services colle et que les conditions financières n'assurent pas un freinage autonome, ce qui renforce le portage dollar dans un environnement de volatilité actions en hausse. L'ECB reconnaît une désinflation en marche mais ne valide pas encore un calendrier de baisse, arrimant l'euro à un régime d'attentisme avec prime de carry résiduelle sur le bloc cœur. La BoE partage une grille proche, avec une préférence pour une normalisation tardive compte tenu d'une inflation sous-jacente encore élevée et d'un marché du travail qui se détend graduellement. La BoJ demeure l'exception accommodante, la consolidation du yen étant limitée par l'écart de taux et la sensibilité du policy mix à la stabilité financière domestique malgré des achats énergétiques accrus. En Scandinavie, Norges Bank est ballottée entre un baril erratique et une croissance externe faible, alors que la Riksbank maintient une vigilance sur la devise et les salaires mais reste contrainte par l'immobilier. En Océanie, la RBNZ est proche du pic, la faiblesse de la demande chinoise et des prix des matières premières la forçant à un équilibre délicat, ce qui laisse le NZD exposé au beta mondial.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar s'apprécie en mode défensif, soutenu par le carry et par un réajustement de l'aversion au risque lié à la tech, tandis que l'euro se maintient dans un corridor étroit et que la livre conserve une résilience relative portée par la prime de taux réels. Les devises pro-cycliques sous-performance, avec un NZD pénalisé par l'angle Chine-commodités et par la perspective d'un policy plateau, un NOK hésitant malgré un pétrole stable-légèrement positif et un SEK fragilisé par l'output européen et la prudence de la Riksbank. Les taux core consolident en haut de fourchette, la courbe américaine conservant une inclinaison sensible au risque d'émission et à la prime de terme, tandis que la zone euro oscille autour d'attentes de statu quo prolongé. Sur les matières premières, le pétrole tient sa zone médiane, amorti par des signaux de demande hétérogènes et la discipline de distribution en Amérique latine, les métaux industriels cèdent du terrain à la lumière des chiffres chinois, et le gaz asiatique bénéficie d'un plancher de demande de précaution via les achats publics de GNL. L'extension des minéraux critiques soutient tactiquement l'uranium et ancre des anticipations plus fermes sur le cuivre à moyen terme, mais l'élan immédiat reste contraint par la macro.

FX Bias

Le biais tactique reste positif dollar, avec une préférence pour des expressions contre les devises à bêta élevé et à sensibilité croissance-commodités. L'euro est à conserver neutre-positif dans des stratégies de portage disciplinées, la livre à privilégier sélectivement sur creux tant que la prime de taux réels demeure et que le narratif fiscal ne se détériore pas. À l'inverse, le kiwi reste sous pression, pénalisé par la faiblesse du cycle asiatique et par un différentiel de taux qui ne suffit plus à compenser le risque, la couronne norvégienne pâtit d'un pétrole sans catalyseur directionnel et d'un contexte global prudent, et la couronne suédoise reste vulnérable à la croissance européenne et aux flux de couverture. Le yen demeure plus réactif au régime de risque qu'aux fondamentaux monétaires, mais l'ampleur des rebonds reste bornée par l'écart de rendement.

Scénarios Binaires

Si la correction des valeurs d'IA s'amplifie et que les signaux chinois demeurent atones, l'aversion au risque s'installe, la volatilité actions s'élève, les courbes se replient par fuite vers la qualité et le dollar renforce sa stature de valeur refuge. Dans cette configuration, NZD, NOK et SEK sous-performeraient, l'euro tiendrait par l'effet de bloc et la livre résisterait mieux que les cycliques, tandis que le complexe des métaux industriels resterait contraint par la demande. À l'inverse, si la séquence tech se stabilise grâce à des annonces de capex crédibles dans les semi-conducteurs et à une micro résiliente, le beta se ré-ouvre, les spreads de crédit se détendent et le dollar cède une partie de son avance face à l'euro et à la livre sans que le portage ne disparaisse. Les devises scandinaves en profiteraient partiellement, mais le NZD resterait à la traîne en l'absence d'amélioration tangible du canal Chine-matières premières. Les risques de politique commerciale, matérialisés par une rhétorique tarifaire où le coût pour les ménages est désormais reconnu, demeurent un joker inflationniste qui pourrait re-durcir les courbes et réanimer un bid USD dans les deux branches.

Conclusion

Le mix macro-marché est celui d'un range risk-off contrôlé: une tech en consolidation sous l'effet de valorisations, une Chine qui refroidit l'appétit pour les cycliques via des échanges extérieurs affaiblis, un énergie stabilisée par des forces opposées, et des banques centrales qui prolongent l'optionnalité. Dans cet environnement, le facteur taux et le carry dominent les flux FX, favorisant le dollar et, à un degré moindre, l'euro et la livre, tandis que les devises à bête et à levier sur les matières premières restent pénalisées. La visibilité s'améliore peu à peu sur certains thèmes micro, mais le régime de risque ne justifie pas un pivot agressif de positionnement.

Implication du desk (En recherche de position)

Nous privilégions une exposition longue USD contre NZD et NOK en entrée graduelle, avec une gestion serrée du risque autour des événements de volatilité actions. Nous recherchons des achats d'euro contre SEK sur repli, en s'appuyant sur la combinaison de carry et de résilience relative du bloc. Côté sterling, nous favorisons des expressions croisées telles que GBP contre NZD plutôt qu'un biais directionnel contre USD. La composante matières premières appelle à rester neutre sur NOK tant que le brut manque de catalyseur, et à conserver une convexité dollar via options dans l'hypothèse d'un durcissement tarifaire. L'ensemble des mises en risque sera calibré prudemment, avec une préférence pour des horizons tactiques et des entrées sur faiblesse conformément au régime de volatilité actuel.