

Top Overnight Drivers

Le flux de nouvelles a été dominé par la séquence IA et la micro liée aux semi-conducteurs, qui a apporté un répit au sentiment risque tout en laissant subsister des incertitudes juridiques et d'exécution. Nvidia a rassuré par ses résultats et perspectives, calmant pour l'instant les craintes de bulle, mais a précisé dans son rapport trimestriel qu'il n'y avait aucune assurance d'accord définitif avec OpenAI malgré un pacte annoncé de 100 milliards de dollars, ce qui maintient un volet de risque idiosyncratique sur la chaîne IA. En Asie, les valeurs de la filière ont suivi, soutenues par des annonces de partenariats industriels et de packaging, tandis que Lenovo a verrouillé des approvisionnements pour l'an prochain. À Hong Kong, l'élan récent se heurte à un mur d'offres lié à des expirations d'actions restreintes totalisant environ 25 milliards de dollars, illustré par un repli marqué de certains leaders comme CATL qui a cédé 8 %, élément de friction pour le beta régional. Côté énergie, le brut se redresse à l'approche de l'entrée en vigueur vendredi des sanctions américaines visant Rosneft et Lukoil et alors que l'Union européenne étudie un durcissement du dispositif, alimentant une prime de risque d'offre. Aux États-Unis, la dynamique consommation/emploi sera testée avec les résultats de Walmart, baromètre transversal de la santé du consommateur, et des données d'emplois imminentes après une séance boursière chahutée mais finalement positive où la tech a surperformé. Sur le front géopolitique et industriel, Washington a autorisé une vente d'armements à l'Inde d'environ 93 millions de dollars portant sur des systèmes Javelin et des munitions Excalibur, et a donné son feu vert à l'export de semi-conducteurs avancés vers des entreprises en Arabie saoudite et aux Émirats, dans le sillage d'annonces de deals bilatéraux lors d'un forum d'investissement. Le bruit politique intérieur reste élevé, incluant l'inculpation d'une élue pour un détournement de 5 millions de dollars de fonds Covid, des remous de gouvernance dans l'écosystème IA, et des développements réglementaires dans les médias, mais l'impact de marché est marginal et circonscrit.

Central Banks

Le volet monétaire est resté centré sur le Japon, où les autorités ont réaffirmé suivre le marché avec un fort sentiment d'urgence alors que le yen s'affaiblit, tandis qu'un sondage de place suggère que la Banque du Japon pourrait relever ses taux en décembre, décision néanmoins sur le fil et dépendante des salaires et de l'inflation de services. La combinaison d'un débat plus hawkish mais d'une communication prudente crée un profil de risque à deux queues sur le JPY, entre rupture de la régie de taux zéro et menace d'intervention. Aux États-Unis, l'orientation de la Fed demeure data-dépendante, avec un biais à la patience tant que le marché du travail décélère à un rythme modéré et que les conditions financières restent restrictives, ce qui laisse le dollar porté par le différentiel de portage. En zone euro, l'absence de signaux nouveaux maintient une BCE en pause prolongée, la baisse graduelle des pressions de base étant contrebalancée par des risques énergétiques si le complexe pétrolier s'appréciait davantage sous l'effet des sanctions russes. Dans le monde anglo-saxon hors États-Unis, la BoE reste focalisée sur la désinflation des services à partir d'un niveau élevé, facteur de soutien aux rendements réels britanniques, tandis que la RBNZ évolue déjà en territoire restrictif avancé, limitant le potentiel de re-pricing hawkish du NZD.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar demeure ferme dans un environnement où la combinaison carry/momentum et un appétit sélectif pour le risque favorisent les devises à rendement et profondeur de marché, le yen restant sous pression et l'euro et la livre sterling tenus. Les antipodéennes sous-performent, avec un NZD plus sensible au cycle Chine-logement et au positionnement, et les devises scandinaves accusent un retard malgré un baril mieux orienté, reflet d'une décorrélation croissante de la NOK vis-à-vis du pétrole et d'une prime de risque domestique en Suède. Les taux souverains américains sont globalement stables à légèrement plus hauts sur la partie longue dans le sillage d'un soulagement post-résultats IA et avant les données emploi, tandis que Bunds et Gilts évoluent sans catalyse forte. Les JGB restent encadrés par la perspective d'un ajustement graduel du cadre BOJ. Sur les matières premières, le pétrole avance modérément sur prime géopolitique, les métaux précieux restent rangés, et l'appétit pour les métaux industriels se nourrit des espoirs d'une demande IA/serveurs mais demeure bridé par la mécanique chinoise. Côté micro crédit/immobilier, le signal demeure neutre avec des publications comme Ellington Residential Mortgage qui battent les attentes d'un cent, reflet d'une normalisation plus qu'un véritable inflexion.

FX Bias

Nous conservons un biais constructif sur le dollar, soutenu par le portage relatif, une croissance américaine qui ralentit sans s'effondrer et un régime de corrélation où des taux réels élevés ne pénalisent pas systématiquement le risque. L'euro s'inscrit en stabilité positive contre le bloc scandinave et les devises cycliques, abrité par un risque énergétique gérable et des soldes courants améliorés. La livre sterling bénéficie d'un soutien de taux réels et d'une courbe encore pentue en termes de carry, avec une sensibilité moindre au cycle asiatique. À l'inverse, le kiwi reste vulnérable à la faiblesse immobilière locale, au ralentissement chinois et à une banque centrale déjà au pic, limitant les catalyseurs haussiers. La couronne norvégienne souffre d'une élasticité réduite au pétrole, de flux saisonniers défavorables et d'une bêta risque élevée, tandis que la SEK reste plombée par un immobilier atone et une croissance sous-potentialisée, même si le pricing terminal de la Riksbank limite les surprises hawkish. Nous restons neutres et tactiques sur le yen compte tenu de la binarité BOJ/intervention.

Scénarios Binaires

Le test conjoncturel immédiat porte sur l'axe consommation-emploi américain. Un rapport sur l'emploi solide couplé à des indications résilientes de Walmart renforcerait la thèse d'un atterrissage en douceur et ancrerait un dollar plus ferme avec un léger portage supplémentaire sur l'USD contre NZD et SEK, au prix d'une pentification modérée des courbes. À l'inverse, un refroidissement plus marqué des créations et un message prudent du distributeur remettraient sur la table l'idée d'une détente prématurée des conditions, déclenchant une prise de profits sur le dollar large mais principalement contre l'euro et la livre où la prime de risque a moins re-pricing à opérer que face aux devises à bêta. Sur le Japon, une matérialisation d'un relèvement en décembre surprendrait encore une partie du positionnement short JPY et pourrait déclencher un schéma de deleveraging carry, alors qu'un statu quo prolongé pérennisera la demande de financement en yen. L'énergie constitue l'autre binaire : une mise en œuvre stricte des sanctions sur la Russie qui perturberait l'offre pousserait le Brent plus haut, ranimerait les anticipations d'inflation et renforcerait le support structurel au dollar via les taux réels; un impact limité verrait la prime se résorber. En Asie, l'overhang de déblocages à Hong Kong autour de 25 milliards de dollars pourrait soit se dissiper

sans casser la tendance, soit catalyser une indigestion plus large sur les actions chinoises, avec retombées sur le CNH et, par ricochet, sur NZD et NOK via le canal risque. Enfin, une confirmation d'un accord effectif entre Nvidia et OpenAI, en dépit du langage prudent actuel, alimenterait une jambe risk-on additionnelle à court terme, alors qu'une absence d'accord prolongerait l'asymétrie réglementaire et le facteur de volatilité spécifique IA.

Conclusion

Le régime de marché reste celui d'un portage rémunérateur dans un contexte de désinflation graduelle, où la tech liée à l'IA fournit le leadership micro et où les chocs d'offre potentiels sur l'énergie introduisent une prime optionnelle sur les taux réels. Les développements politiques et réglementaires, des inculpations domestiques à la recomposition de la gouvernance dans l'IA en passant par l'examen des relations entre diffuseurs, génèrent du bruit sans modifier la trajectoire macro dominante. Les anticipations d'indices américains soutenues par des maisons comme Barclays, qui projettent encore un gain à deux chiffres de l'ordre de 11 % d'ici fin 2026, entretiennent un socle de confiance sur les actifs risqués, même si la liquidité reste sélective, comme en témoigne la sensibilité des marchés hongkongais aux expirations de verrous. Dans ce cadre, le dollar garde l'avantage, l'euro et la livre offrent une portance relative, et les devises à bête comme NZD, NOK et SEK demeurent sous pression tant que la visibilité conjoncturelle asiatique et européenne ne s'améliore pas.

Implication du desk (en recherche de positions)

Nous cherchons à exprimer un thème de portage discipliné et de momentum macro en privilégiant des achats de dollar contre des devises à bête et faible visibilité. La priorité va à des positions longues USD contre NZD et NOK via forwards, avec des horizons tactiques autour des publications US et de la mise en œuvre des sanctions énergie. En Europe du Nord, nous recherchons des achats d'euro contre couronne suédoise afin de capter la divergence de croissance et la sensibilité accrue de la SEK au risque actions nordique. Sur la livre, nous privilégions l'expression du biais haussier via des croix contre NZD, pour isoler le différentiel de taux réels et réduire l'exposition au dollar directionnel. Sur le yen, nous conservons une approche optionnelle et de couverture, en privilégiant des structures convexes à courte maturité pour se protéger d'un choc BOJ ou d'une intervention, tout en laissant vivre les stratégies de carry dominantes si le statu quo perdure. Sur les matières premières, une exposition légère et défensive au Brent nous paraît justifiée tant que la prime sanctions reste active. Nous ajusterons l'intensité des mises en place après le double test Walmart-emploi et en fonction des signaux remontant de Hong Kong, où la pression de flottant additionnel et des épisodes comme la chute de 8 % de certains poids lourds invitent à une gestion stricte du risque. Enfin, le desk reste attentif aux retombées sectorielles des flux de défense vers l'Inde à hauteur de 93 millions de dollars et aux autorisations d'export de semi-conducteurs vers le Golfe, sans en faire des moteurs primaires de nos axes FX à ce stade.