

Top Overnight Drivers

Le flux de la nuit a été dominé par une remontée de l'aversion au risque et une décompression des paris de baisse de la Fed, ce qui a soutenu le dollar dans un contexte de courbes plus pentues et d'indices actions en retrait. La Chine a publié des chiffres d'activité contrastés qui ont permis un rebond tactique de l'AUD, mais le message de fond reste celui d'un ralentissement aggravé par une correction immobilière plus profonde et une faiblesse de l'investissement, confirmée par la baisse la plus rapide des prix des logements neufs en un an et par le repli du cuivre. Les métaux précieux offrent un contrepoint: l'or se stabilise après sa meilleure semaine depuis un mois sur fond de «data gap» américain, tandis que l'argent s'échange autour de 52,70 dollars l'once, reflet d'une prime d'incertitude sur les données US retardées. Dans l'énergie, le brut se raffermit sur des risques d'approvisionnement liés à des attaques contre des infrastructures russes et au durcissement des sanctions américaines, compensant la crainte d'un excédent à court terme. En Asie, l'écart de performance sectorielle s'illustre par la chute de près de 9% de SoftBank, alors que l'Inde concentre les appétits: Pine Labs a levé 440 millions de dollars et bondi de 29% lors de son IPO, signal d'un appétit intact pour les fintechs locales malgré les doutes de valorisation. Aux États-Unis, la microstructure du risque rappelle que le marché demeure sélectif: StubHub a décroché d'environ 20% après avoir refusé d'émettre des prévisions trimestrielles, tandis que la fin de la grève chez Boeing réduit un goulot d'étranglement industriel. Le bruit de fond médiatique autour des ménages souligne un environnement de consommation à plusieurs vitesses, oscillant entre arbitrages patrimoniaux évoquant 500k dollars issus d'une vente immobilière, budgets de 984 dollars par mois et marges d'épargne parfois ramenées à 3 dollars, avec des anecdotes saillantes sur des actifs discrétionnaires évalués à 200k dollars, autant d'indices d'une demande finale hétérogène avant les fêtes et d'une normalisation opérationnelle des compagnies aériennes estimée à un écart résiduel de 6%.

Central Banks

Le mouvement de marché s'enracine dans une réévaluation de la trajectoire de la Fed: les espoirs d'un assouplissement dès décembre ont reflué, les rendements ayant incorporé un scénario de maintien prolongé au pic, dans un contexte où la désinflation reste graduelle et l'activité plus résiliente qu'anticipé. Sur USD/CHF, cette dynamique s'est traduite par un biais dollar moins fragile après l'effacement d'une partie des paris dovish, même si la quête de couverture a soutenu le franc à la marge. En zone euro, l'ECB reste en mode «wait-and-see», la faiblesse cyclique recommandant la patience tandis que le canal du crédit se resserre; l'exploration par des officiels européens d'un mécanisme de mutualisation des dollars pour réduire la dépendance au funding US s'inscrit dans une logique de gestion de risque de basis, sans impact immédiat sur la politique monétaire. Au Royaume-Uni, l'amorce d'un tassement du ralentissement de l'emploi avant le budget conforte la BoE dans une posture restrictive mais immobile, laissant la livre sensible aux surprises macro. Au Japon, le discours jugé plus accommodant sur le front politique complique la défense ponctuelle du yen face à un différentiel de taux toujours défavorable, d'autant que la coordination budgétaire et monétaire avec les États-Unis s'oriente vers des réponses de type soutien fiscal pour juguler les pressions de prix, un outil atypique mais reflétant un arbitrage croissance-inflation qui maintient la BoJ ultra-patiente.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Sur le G10, le dollar s'est raffermi sur l'ensemble des crosses à l'exception des devises à bêta Chine, l'AUD effaçant une partie de ses pertes de la veille après les publications d'octobre sur la production industrielle et les ventes au détail chinoises; ce rebond reste toutefois fragile, la prolongation de la crise immobilière pesant sur les perspectives et le complexe industriel. La livre et l'euro se sont mieux comportés que les devises scandinaves, le mix croissance relative et portage jouant en leur faveur, alors que la NOK et la SEK demeurent pénalisées par la sensibilité aux taux mondiaux et par un contexte domestique moins porteur. Le CHF a conservé un coussin défensif, pendant que le JPY restait sous pression sur fond de divergence monétaire persistante. Sur les taux, les Treasuries ont reculé avec des rendements en hausse, en ligne avec la baisse des probabilités de cuts précoce et une prime de terme qui remonte; l'Europe a suivi avec des Bunds plus lourds, les spreads périphériques restant contenus. Les matières premières reflètent un mix de prime de risque géopolitique et de macro chinoise: le Brent se tend, l'or consolide ses gains d'une semaine erratique mais positive, et l'argent reste au-dessus de 52,50 dollars, autour de 52,70 dollars l'once en séance asiatique; à l'inverse, le cuivre se replie à mesure que la demande chinoise déçoit. Le flux entreprise illustre des pôles de résilience contrastés: la profitabilité record de Nubank éclaire l'Amérique latine, quand Applied Materials et SMIC signalent des vents contraires en 2026 liés aux restrictions américaines et à des commandes mémoire prudentielles; en Europe, Nissan ajuste ses effectifs et la dynamique M&A se poursuit dans la santé avec un accord à 9,2 milliards de dollars en négociation entre Merck et Cidara, pendant que les États-Unis desserrent une partie des droits de douane sur des produits d'Équateur, d'Argentine, du Guatemala et du Salvador et annoncent de nouveaux accords commerciaux pour alléger la facture des ménages.

FX Bias

Le cadrage de portefeuille reste orienté vers une préférence pour le dollar, l'euro et la livre, sous l'effet combiné du portage, d'un momentum macro relatif supérieur et de régimes de risque dominés par les taux réels américains. Les poches de vulnérabilité demeurent concentrées sur le NZD, la NOK et la SEK, dont la bêta au cycle global et aux conditions financières se revalorise à la baisse lorsque la trajectoire de la Fed se durcit et que la Chine freine; l'AUD bénéficie d'un mieux tactique lié aux données chinoises, mais ce répit ne neutralise pas le frein immobilier ni la dynamique des métaux de base. Le CHF conserve un rôle de couverture mais devrait sous-performer en rythme si la pression vendeuse sur les durations persiste; le JPY reste structurellement vendeur sur rebonds, la pente des différentiels demeurant défavorable en l'absence d'un signal de normalisation crédible de la BoJ.

Scénarios Binaires

Dans un premier scénario, la reprise du flux statistique américain met en évidence une activité encore robuste et une désinflation collante, validant un «higher for longer» plus marqué. Les rendements US progressent, le dollar s'apprécie de façon large, l'EUR et la GBP résistent en relatif par effet de portage tandis que les devises cycliques et scandinaves sous-performent; l'or et l'argent cèdent une partie du premium d'incertitude et le cuivre reste contraint par la Chine, alors que le pétrole retient sa prime géopolitique. Dans un second scénario, les données US surprennent par le bas, en partie perturbées par les effets de la fermeture gouvernementale et par un ralentissement de la demande, déclenchant un rally obligataire et un adoucissement des conditions financières. Le dollar recule contre les devises à bêta

risque et carry positif, l'AUD et certaines émergentes liées à l'Asie en profitent, l'EUR et la GBP tiennent par appétit de carry mais sous-performent le bêta, le JPY se redresse tactiquement; les métaux précieux prolongent leur hausse, avec un argent qui s'établit durablement au-dessus de 52,50 dollars, et le pétrole reflue si le risque d'offre se tasse.

Conclusion

Le message agrégé reste celui d'une normalisation par les taux plutôt que par la croissance: le marché réévalue à la hausse la durée du plateau monétaire global, tandis que les divergences régionales s'accentuent entre une Chine en ralentissement structurel et une Asie ex-Chine encore capable d'absorber du risque primaire, comme l'illustre la souscription en Inde. Les initiatives commerciales américaines visant à réduire les coûts à l'import ajoutent un biais désinflationniste marginal, mais l'essentiel de l'équilibre macro-marché dépend de la trajectoire des rendements réels US et de la capacité de l'Europe et du Royaume-Uni à défendre leurs primes de portage sans casser l'activité. Dans ce contexte, la hiérarchie FX favorise les monnaies à profil de carry défendable et à momentum macro résilient, et pèse sur les devises cycliques à bêta Chine et sur les scandinaves tant que les courbes restent lourdes.

Implication du desk (En recherche de position)

Nous privilégions la construction graduelle d'une exposition longue dollar contre NZD, NOK et SEK sur rebonds, tout en recherchant des points d'entrée pour renforcer EUR/SEK et GBP/SEK sur creux, en s'appuyant sur le différentiel de carry et la dynamique macro relative. Nous restons opportunistes à la vente de l'AUD sur force vers des zones techniques alimentées par des surprises chinoises de courte durée, et tactiquement acheteurs de USD/JPY sur reflux dans un régime de différentiels inchangé. Le CHF demeure une couverture à conserver mais à sous-pondérer en performance relative si la pression sur les durations US se prolonge. Sur matières premières, la prime de risque pétrolière incite à privilégier des structures asymétriques plutôt qu'un beta directionnel, tandis que le biais haussier de court terme sur l'or et l'argent reste une assurance contre une reprise des incertitudes de données; côté crédit et EM, l'intérêt pour l'Inde et les périphéries de qualité reste d'actualité, mais la sensibilité aux taux US commande de rationner le risque. Nous demeurons en phase d'observation active pour calibrer ces axes en fonction de la réouverture du flux macro américain et de la persistance de la faiblesse chinoise.