
Top Overnight Drivers

Le flux overnight a été dominé par un durcissement du régime de risque lié aux craintes de bulle IA et aux titres géopolitiques. Les actifs émergents se sont enfoncés en clôture hebdomadaire, tandis que Hong Kong a décroché de 2,4% sur fond de remise en cause des multiples de l'écosystème IA malgré des résultats phares encore solides. La dynamique de capex reste néanmoins vive, Foxconn évoquant jusqu'à 3 milliards de dollars par an dans l'IA et un partenariat industriel avec un grand modèle américain, pendant que des signaux de normalisation apparaissent en marge du secteur avec une grande firme d'avocats supprimant 10% de ses fonctions back-office sous l'effet de l'automatisation. Le segment crypto a accentué l'aversion au risque avec un break de bitcoin sous 90 000 dollars, ajoutant aux dégagements sur les valeurs de croissance internationales. Côté matières premières, le pétrole a reflué à la suite d'articles évoquant une proposition de paix Ukraine-Russie impliquant des concessions territoriales et des pressions américaines sur Kyiv, mouvement brouillé par un incident en mer des Caraïbes où un navire de guerre américain a forcé un pétrolier russe sanctionné à faire demi-tour vers le Venezuela. Sur le front micro, l'appétit M&A demeure sélectif mais tangible avec une offre pour privatiser un éditeur de logiciels juridiques à près de 384 millions de dollars, soit environ 273 millions en équivalent et une prime de 111%, tandis que le cofondateur d'un géant chinois des batteries a monétisé environ 239 millions de dollars via la cession d'1% du capital, signalant un arbitrage de valorisation dans l'écosystème EV. En politique commerciale, l'allègement des barrières sur l'alimentaire gagne du terrain avec le retrait d'un droit de 40% sur certains produits brésiliens et l'ouverture américaine à desserrer des tarifs sur des produits européens afin d'endiguer l'inflation alimentaire, alors que Taipei assure que des mesures punitives sur la chaîne semi ne sont pas à l'ordre du jour. Au Japon, la séquence macro-fiscale reste lourde de conséquences de marché entre la révélation d'un plan de relance de 135 milliards de dollars et une inflation sous-jacente au-dessus de la cible de la BOJ, ce qui nourrit la thématique « vendre le Japon » pointée par la presse et renforce la volatilité sur JGB et yen. À la marge, le marché du luxe et des actifs réels illustre encore des poches de liquidité avec une toile de Frida Kahlo adjugée 54,7 millions de dollars.

Central Banks

Le narratif monétaire s'est recalibré vers moins de détente en 2025 après les mises en garde selon lesquelles Wall Street intègre trop de baisses de la Fed par rapport au profil de désinflation. Cette réévaluation porte le dollar, pèse sur la duration américaine et réactive des différentiels de portage favorables au billet vert contre les devises cycliques. En zone euro, la BCE reste en mode pause et les communications récentes, sans catalyse fraîche, laissent les taux du cœur se caler sur la jambe américaine en bêta atténué. La Banque du Japon fait figure d'exception sensible: l'accélération de l'inflation cœur au-dessus de 2% conjuguée à un volet budgétaire de 135 milliards et aux questionnements sur la soutenabilité de la trajectoire fiscale accroît la probabilité d'un ajustement de cadre au premier semestre, même si le timing reste conditionné à l'output gap. Dans l'univers émergent, la RBI bénéficie d'une roupie plus ferme au gré de flux interbancaires en dollars et d'un environnement alimentaire potentiellement moins hostile si les droits sur l'agro se normalisent; ailleurs, la latitude d'assouplissement demeure contrainte par la volatilité externe et la prime de risque.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Sur le FX, le dollar s'est raffermi de manière large, aidé par la combinaison carry et momentum macro, avec une sous-performance marquée du bloc bêta élevé, notamment le NZD et la SEK, tandis que la NOK a souffert de la baisse du brut. L'euro a montré une résilience relative face au panier G10, porté par le resserrement des spreads intra-européens et l'absence de surprise accommodante de la BCE; la livre a suivi ce schéma, soutenue par un mix domestique moins fragile qu'attendu. Le yen a évolué de façon bidirectionnelle, pris entre la perspective d'une normalisation graduelle de la BOJ et le soutien dollar par la pente américaine, avec une sensibilité accrue aux enchaînements JGB. Côté taux, la courbe UST s'est redressée sur l'avant, en écho à la remise en cause des probabilités de cuts rapides, alors que les Bunds reproduisaient le mouvement en plus modéré; le segment japonais a subi des pressions vendeur sur la partie intermédiaire. Les commodities ont reflué, le pétrole décrochant sur les rumeurs de pourparlers Ukraine-Russie et une perception d'offre plus aisée, contrebalancée seulement en partie par le durcissement de l'exécution des sanctions; les métaux industriels restent capés par le ralentissement chinois malgré l'intérêt européen à sécuriser des ressources australiennes via des prises de participation publiques. Enfin, la faiblesse des actifs numériques a ajouté une couche de dé-risking transversale.

FX Bias

Notre biais tactique reste constructif sur le dollar tant que la réévaluation du sentier de la Fed se poursuit et que le régime de risque demeure fragile. L'euro conserve un portage compétitif à l'échelle G10 et devrait surperformer les devises nordiques, en particulier la SEK, exposée à la faiblesse cyclique européenne et à la volatilité des valorisations actions. La livre sterling bénéficie d'un momentum macro plus équilibré et d'un positionnement moins étiré, ce qui milite pour une surperformance relative contre les devises cycliques à bêta mondial. Le NZD reste le plus vulnérable au mix « risk-off + USD fort » en raison de son élasticité aux flux de croissance et à la Chine. La NOK est pénalisée par l'élasticité au pétrole et par le bêta au risque, surtout si les titres de cessez-le-feu en Europe de l'Est pèsent sur l'énergie; la SEK demeure sous pression sur fond de fragilités domestiques et de corrélation aux actifs de risque européens. Le JPY reste une couverture convexité pertinente mais le portage négatif et la pente UST limitent son attrait directionnel hors épisodes de stress.

Scénarios Binaires

Si la séquence d'articles sur une paix Ukraine-Russie gagne en crédibilité, le brut prolongera sa décrue et l'aversion au risque refluerait en faveur des actifs duration de qualité, ce qui soutiendrait le dollar via le canal de liquidité mais pénaliserait la NOK et, dans une moindre mesure, le CAD; à l'inverse, si ces fuites s'avèrent infondées ou qu'une escalade militaire reprend le dessus, un rebond de l'énergie enclencherait une rotation en faveur des devises liées aux matières premières, réduisant l'avance du dollar hors JPY. Si la BOJ ouvre la porte à un ajustement de cadre au premier semestre, l'USDJPY serait exposé à une phase de deleveraging rapide, avec extension baissière amplifiée par un positionnement short-vol; à défaut de signal concret et avec un soutien budgétaire continu, la prime de portage USD resterait déterminante et le yen s'affaiblirait sur rallies. Si les États-Unis confirment des gestes tarifaires sur l'alimentaire — retrait du droit de 40% sur des produits brésiliens et détente vis-à-vis de l'UE — la baisse mécanique sur les prix alimentaires importerait un biais désinflationniste utile à la Fed et au consommateur, renforçant le scénario d'atterrissage en douceur et un dollar de portage ordonné; si au contraire la thématique

protectionniste revenait par l'angle technologique malgré les assurances de Taipei, la prime de risque remonterait et la dispersion FX s'accroîtrait au détriment des cycliques.

Conclusion

Le marché réinstalle un régime où le portage et la discipline sur les valorisations dominent, amplifié par une aversion au risque liée à la remise en question de l'IA, la faiblesse des cryptos et des titres géopolitiques contradictoires. La combinaison d'un reclassement des anticipations de la Fed, d'un budget japonais expansionniste et d'une inflation nipponne tenace recompose les différentiels de taux et alimente un USD structurellement bid contre le bêta, tout en laissant de l'espace à l'euro et à la livre pour surperformer les devises les plus cycliques. Les flux micro demeurent actifs, entre M&A opportuniste à prime élevée et arbitrages d'initiés dans l'EV, mais ne suffisent pas à inverser la prudence de fin d'année. La sécurisation des chaînes de ressources par l'UE, la normalisation potentielle des tarifs alimentaires et la tenue d'enchères record à 54,7 millions de dollars dans l'art illustrent une liquidité sélective, qui contraste avec la fragilité des actifs risqués émergents.

Implication du desk (en recherche de positions)

Nous privilégions un biais acheteur dollar contre les devises à bêta, via des expressions USDNZD et USDNOK, cette dernière capturant la convexité négative de la NOK face aux titres énergie. En Europe, un positionnement long EUR contre SEK reste cohérent avec le différentiel de portage et la sensibilité de la couronne au cycle régional; côté sterling, un long GBPNZD offre une exposition à la solidité relative britannique tout en évitant la dépendance à l'énergie. Sur le yen, nous favorisons des structures optionnelles acheteuses de JPY à delta modéré comme couverture macro contre un pivot de la BOJ ou un choc de risque, tout en conservant une exposition directionnelle limitée compte tenu du coût de portage. Enfin, la thématique tarifaire alimentaire appelle un biais de réception prudent dans les points morts d'inflation dollars et une préférence pour des paires où la désinflation importée soutient la demande domestique, notamment en zone livre et euro, tout en gardant la flexibilité d'ajuster si la trajectoire de l'énergie s'inverse. Dans l'ensemble, le cadre reste celui d'un carry favorisant USD, EUR et GBP, face à NZD, NOK et SEK, avec une gestion serrée de la liquidité et des couvertures convexes prêtes à être activées.