

Top Overnight Drivers

Le flux de la nuit a été dominé par la résurgence des paris de coupe de la Fed après des chiffres de l'emploi américain plus faibles, ce qui a soutenu l'appétit pour le risque en Asie tout en réinstallant une demande sélective de dollar. Les contrats S&P se sont stabilisés après le rallye de Wall Street, et les marchés d'Asie ont majoritairement progressé avec une large participation, mesurée par un taux d'avancées proche de 89%, alors même que le billet vert se reprenait contre plusieurs devises cycliques. Sur le front géopolitique et des matières premières, de nouveaux drones ukrainiens contre des infrastructures énergétiques russes ont entretenu la tension sur l'or noir, le WTI gagnant 0,25% vers 59 dollars, tandis que l'envolée des coûts de fret, avec des taux de transport maritime ayant grimpé d'environ 467%, souligne un choc de coûts transversal aux chaînes de valeur. Les métaux précieux ont conservé une prime de risque de politique monétaire, l'or se maintenant au-dessus de 4 200 dollars malgré un repli local en Inde et une progression limitée d'environ 4 dollars en séance, tandis que l'argent reflue marginalement de 0,14% vers 58,49 dollars, une divergence de RSI signalant un risque de consolidation. Sur les changes, GBP/USD est repassé sous 1,3350 pour s'établir autour de 1,3330 sur rachat de dollar, NZD/USD s'est tassé vers 0,5765, et USD/JPY a cédé sous 155,50 sur la combinaison d'un rapport sur l'emploi américain décevant et d'anticipations de normalisation graduelle de la BoJ. En matières premières industrielles, le cuivre a brièvement validé un passage au-dessus de 11 000 dollars la tonne, mais la soutenabilité d'un tel niveau est mise en doute, et l'énergie reste au cœur des flux avec la perspective d'un cessez-le-feu en Ukraine et l'incertitude autour du dossier vénézuélien. En Chine, la PBoC a fixé l'USD/CNY à 7,0733 contre 7,0754 la veille, un signal de gestion étroite du renminbi avant d'importants rendez-vous politiques, alors que les contrats à terme sur obligations longues ont corrigé, traduisant un repositionnement sur la courbe locale. En Australie, l'excédent commercial s'est élargi à 4 385 millions, prolongeant l'impulsion sur AUD/USD au-dessus de 0,6600, tandis que USD/CAD a repris un biais positif au-dessus de la zone 1,3935-1,3940 avec un potentiel de hausse limité à ce stade. À noter, en toile de fond micro et réglementaire, la bonne publication de Salesforce a soutenu le bêta technologique, le titre se traitant vers 500 dollars, pendant que les annonces sur la réduction des exigences de consommation de carburant et la perspective de coupes tarifaires sur la Corée du Sud, évoquées à hauteur de 15%, recalibrent la dynamique sectorielle auto et énergie.

Central Banks

Les anticipations de la semaine prochaine convergent vers une première réduction des taux directeurs de la Fed, alimentées par l'affaiblissement des créations d'emplois et un discours de prudence sur l'activité, même si la dimension d'indépendance de la banque centrale demeure centrale pour l'ancrage des anticipations d'inflation, comme le rappelait récemment un grand gérant obligataire américain. Au Japon, Kazuo Ueda a souligné l'incertitude quant à l'ampleur de la trajectoire haussière des taux, ce qui consolide le scénario d'une normalisation graduelle et data-dépendante. Le signal de la BoJ reste cependant dilué par la sensibilité des autorités au FX, Minoru Kihara s'étant dit préoccupé par la volatilité récente, ce qui maintient un risque d'intervention en cas d'accélération unidirectionnelle. La demande record depuis 2019 sur l'adjudication 30 ans japonaise pointe une appétence domestique pour le portage de duration malgré des anticipations d'inflation qui érodent les rendements réels, un contexte qui limite le soutien

structurel au yen. En Australie, la remontée des rendements vers des plus hauts annuels traduit la montée des paris de reprise du cycle de hausse par la RBA face à une désinflation trop lente, ce qui confère un soutien tactique à l'AUD. En Chine, la fixation USD/CNY légèrement plus forte que la veille mais moins ferme que l'estimation indépendante confirme la volonté d'éviter une appréciation trop rapide du CNY, alors que les futures obligataires longues glissent avant les réunions clés susceptibles de préciser l'orientation budgétaire pour l'an prochain. En zone euro, le calibrage est plus nuancé, mais la résilience de l'activité de base et l'ajustement énergétique structurel, notamment via des objectifs de capacité comme l'ajout visé de 15 GW au Royaume-Uni d'ici 2030 assorti d'un signal d'investissement de l'ordre de 20 milliards de dollars, réduisent le besoin de sur-assouplir à court terme.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar se raffermit sur l'ensemble du G10 à l'exception du yen, GBP/USD retombant vers 1,3330 et NZD/USD vers 0,5765, alors que AUD/USD se maintient au-dessus de 0,6600 sur un mix de données commerciales et de repositionnement RBA, et que USD/CAD évolue au-dessus des 1,3935-1,3940 avec un pétrole ferme mais plafonné. USD/JPY oscille sous 155,50, pris entre attentes de la BoJ et prudence interventionniste. L'USD/CNY est ancré autour de 7,0733 au fixing, reflet d'une gestion étroite de la bande par Pékin. Les taux longs se détendent aux États-Unis sous l'effet des enquêtes d'emplois, tandis que l'Australie imprime des plus hauts de l'année et que le Japon enregistre une demande robuste en 30 ans, contrastant avec la faiblesse des futures longues en Chine. Sur les commodities, le WTI tient 59 dollars en hausse de 0,25% dans un contexte géopolitique mouvant, l'or se maintient au-dessus de 4 200 dollars avec une progression d'environ 4 dollars, l'argent recule à 58,49 dollars en baisse de 0,14% et les coûts de fret en hausse de 467% perturbent la formation des prix sur un large spectre de matières premières. Le cuivre a brièvement franchi 11 000 dollars la tonne avant que des appels à la prudence ne tempèrent l'optimisme sur la demande physique, et l'écosystème énergétique domestique britannique vise 15 GW additionnels d'ici 2030, signe d'un rééquilibrage graduel des flux d'investissement. En crédit émergent, des situations idiosyncratiques continuent de créer de la dispersion, à l'image d'un émetteur devant faire face à 6,8 milliards de dollars d'obligations post-échange. Enfin, la baisse continue des prix du porc en Chine, malgré des efforts de réduction du cheptel, reste un baromètre d'une confiance consommateur encore fragile.

FX Bias

Le biais directionnel demeure modérément favorable au dollar dans un environnement où le portage, le momentum macro et un régime de taux encore restrictif dominent la hiérarchie de performance. L'euro reste soutenu par une amélioration graduelle de la prime énergétique et des flux de portefeuille vers des actifs de qualité, au moment où les chocs exogènes de fret et d'énergie réintroduisent une prime de risque inflationniste. La livre sterling conserve un portage réel attractif et une dynamique de croissance relative moins défavorable, ce qui la place mieux orientée face aux devises à bêta élevé. Le kiwi reste vulnérable à la baisse, pris entre des termes de l'échange moins porteurs et une sensibilité cyclique accrue aux surprises de politique américaine. Les devises scandinaves, NOK et SEK, pâtissent d'une combinaison de volatilité de matières premières, de liquidité saisonnière et de sensibilité outsized aux fluctuations de coûts logistiques. Le yen bénéficie tactiquement d'un soutien de la normalisation de la BoJ, mais l'équilibre

reste délicat compte tenu de rendements réels toujours comprimés et du risque d'intervention. Le CAD demeure contraint par un pétrole plafonné et un différentiel de croissance faible, tandis que l'AUD profite d'un mix domestique plus ferme, sans invalider sa dépendance à la trajectoire chinoise. Le CNY est stable sous pilotage étroit de la PBoC, la priorité étant la gestion graduelle des attentes en amont des annonces de politique.

Scénarios Binaires

Le prochain rendez-vous de la Fed constitue l'embranchement principal. Un abaissement effectif des Fed Funds entérinerait le narratif de désinflation, accentuerait la pentification bull de la courbe américaine, soutiendrait l'or au-dessus de 4 200 dollars, et exercerait une pression baissière modérée sur le dollar face aux devises cœur tout en pénalisant davantage le NZD et les devises à bêta logistique comme la NOK et la SEK. À l'inverse, un statu quo plus hawkish, évoquant la patience face à des chocs d'offre de type fret à +467%, réenclencherait un bid sur le dollar et sur le front-end, pèserait sur les métaux industriels, et ramènerait AUD et CNH sur la défensive. Au Japon, une accélération du signal de normalisation de la BoJ, même calibrée, renforcerait la pression baissière sur USD/JPY vers et sous 155, avec un risque d'amplification par des commentaires de la MOF ; un maintien d'une rhétorique prudente laisserait le cross dans un range, sous la menace latente d'interventions verbales. Sur l'énergie, une extension des frappes en Ukraine et des tensions résiduelles au Venezuela ancreraient le WTI au-dessus de 59 dollars avec soutien au CAD mais risque de volatilité idiosyncratique sur la NOK ; une désescalade combinée à une normalisation logistique enclencherait un reflux de prime de risque et un rebalancement en faveur des importateurs nets. En Chine, des annonces pro-croissance et un cadrage budgétaire plus expansif relanceraient AUD et le complexe des métaux en dépit des doutes sur la durabilité du cuivre au-dessus de 11 000 dollars ; une approche plus conservatrice entretiendrait la pression sur les duration locales et le sentiment domestique, comme en témoignent les prix du porc déprimés. Enfin, sur le front commercial, des assouplissements tarifaires ciblés, à l'image des coupes évoquées de 15% sur la Corée du Sud, soutiendraient les chaînes auto et le sentiment cyclique mondial ; des durcissements réglementaires, qu'ils touchent la tech chinoise ou des standards de consommation de carburant, prolongeraient la dispersion sectorielle et géographique.

Conclusion

Le set-up global reste celui d'un portage en environnement de désinflation cyclique mais sous menaces d'offre récurrentes. Les chiffres d'emploi américains plus faibles réactivent la probabilité d'un premier assouplissement dès la semaine prochaine, ce qui a soutenu les actifs risqués en Asie et offert un répit aux duration souveraines, pendant que la structure des coûts reste perturbée par des taux de fret au plus haut et des tensions énergétiques liées au théâtre ukrainien. Les métaux précieux conservent une prime de couverture, avec un or au-dessus de 4 200 dollars et un argent élevé mais techniquement fragile, tandis que le cuivre bute sur un plafond de crédibilité au-dessus de 11 000 dollars. Les devises reflètent cette dualité : USD mieux orienté par le régime de taux et le positionnement, EUR et GBP résilients par qualité relative, et devises à bêta logistique comme NZD, NOK et SEK sous pression. L'Asie reste binaire, entre pilotage fin du CNY, redressement graduel de l'AUD et fragilités domestiques chinoises illustrées par la consommation alimentaire, alors que le yen demeure un hedge événementiel plus qu'une tendance. La

dispersion crédit et les besoins de refinancement, y compris sur des dossiers de 6,8 milliards de dollars post-échange, rappellent que la liquidité n'est pas homogène en fin d'année.

Implication du desk (en recherche de positions)

Nous privilégions une posture conservatrice en bête directionnel et sélective en portage. À court terme, acheter le dollar sur repli contre NZD demeure notre expression favorite, autour de 0,5750-0,5770, avec un objectif de décompression vers 0,5700 et une protection serrée au-dessus de 0,5850, le différentiel de régime et l'exposition logistique jouant contre le kiwi. En Europe du Nord, un biais long EUR/SEK et EUR/NOK est retenu pour capter la vulnérabilité des devises scandinaves à l'environnement de fret et à la volatilité des matières premières, tout en s'appuyant sur la meilleure qualité de financement de la zone euro. Sur USD/JPY, nous privilégions des structures optionnelles à courte maturité pour jouer une dérive baissière contrôlée sous 155 avec couverture du risque d'intervention, plutôt qu'un short cash directionnel. GBP reste à acheter sur replis contre AUD et NZD, le portage et la dynamique macro relative soutenant la livre, alors que l'AUD a déjà capitalisé son impulsion de trade balance et reste tributaire du cycle chinois. Sur USD/CAD, nous restons neutres à acheteurs tactiques uniquement en dessous de 1,39, le plafond du WTI vers 59 dollars limitant la surperformance du loonie. Enfin, nous réduisons l'exposition longue aux métaux précieux tactiques face aux risques de correction sur l'argent vers 58,49 dollars et la densité de positions sur l'or au-dessus de 4 200 dollars, tout en conservant une couverture optionnelle sur énergie compte tenu d'un contexte géopolitique qui reste binaire. Nous garderons un œil sur la séquence politique chinoise et sur le calibrage des fixings CNY autour de 7,0733, ainsi que sur les développements réglementaires et commerciaux susceptibles d'infléchir le sentiment cyclique, y compris les initiatives industrielles britanniques chiffrées autour de 20 milliards de dollars et les ajustements tarifaires de 15% évoqués sur la Corée du Sud.