

Top Overnight Drivers

La séance a été dominée par un choc de microstructure et par une inflexion des anticipations de politique monétaire. Le blocage des dérivés sur le CME, déclenché par un incident de refroidissement au sein de ses data centers, a raréfié la liquidité en futures et options sur indices, taux et matières premières, amplifiant la dispersion des prix au comptant et la sensibilité directionnelle aux flux. En parallèle, l'appétit pour le risque en Asie a tenu, soutenu par l'idée que le cycle de désinflation se prolonge et que le prochain mouvement de la Fed sera une baisse, même si le dollar tente de se stabiliser après sa pire série hebdomadaire en quatre mois. Au Japon, une adjudication faible sur le 2 ans et une inflation de Tokyo plus chaude qu'attendu ravivent le risque d'une normalisation plus proche de la Banque du Japon, ce qui reprise la vol sur JPY. En Chine, le crédit immobilier reste sous stress après l'abaissement de China Vanke à CCC- par S&P et des résultats décevants dans l'EV et la livraison en ligne, des éléments qui pèsent sur le beta régional, même si la mise en place d'une grande entité publique de négoce de commodités à Shanghai et le rebond des semi en Asie, porté notamment par le meilleur parcours hebdomadaire de MediaTek depuis 2002, entretiennent un narratif de recomposition sectorielle. Côté énergie, le pétrole s'achemine vers sa plus longue série mensuelle de baisse depuis 2023 à la veille d'un OPEP+, tandis que le GNL américain atteint un record d'exportations à point nommé pour l'hiver, écrétant les prix en Europe et en Asie. Les flux vers les actifs réels restent toniques, l'or alignant une quatrième progression mensuelle sur fond de pari de baisse des Fed funds, tandis que le cuivre signe son meilleur gain hebdomadaire en un mois sur fond de tensions d'offre et de primes records sur le raffiné.

Central Banks

La compression des rendements réels américains, entretenue par la succession de données désinflationnistes, a consolidé les paris de détente monétaire en 2025. Le marché considère que la Fed peut déclencher un premier assouplissement dès le premier semestre si l'activité ralentit à la marge sans choc de l'emploi, même si la banque centrale maintient une rhétorique de dépendance aux données et un biais de prudence pour éviter un relâchement prématûr des conditions financières. En zone euro, la BCE reste en position d'attente, satisfaite du reflux progressif de l'inflation cœur mais vigilante face à la résilience des salaires dans les services ; le différentiel de carry reste un soutien discret à l'euro dans un environnement de volatilité contrôlée. Au Japon, la combinaison d'une adjudication 2 ans faible et d'une inflation de Tokyo plus élevée renforce la probabilité d'un recalibrage des taux courts et d'une sortie graduelle des mécanismes non conventionnels, un risque directionnel majeur pour JPY si le calendrier se rapproche. Ailleurs, le ton des banques centrales du G10 demeure pragmatique, avec une RBNZ qui ne peut pas déclarer victoire sur l'inflation et des nordiques exposées au canal pétrole et au cycle domestique, ce qui limite l'amplitude des rallyes de NOK et SEK lorsque le sentiment global se détériore modérément.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Sur le FX, le dollar a cessé de se dégrader au marge après son glissement récent, la sous-performance des devises à bêta matières premières contrastant avec une tenue de l'euro et de la livre dans un régime de carry encore rémunérateur. Le yen reste réactif aux signaux de politique domestique, avec une pente de

volatilité de plus en plus asymétrique à la hausse en cas de surprise de la BoJ. Les devises scandinaves paient le reprice du pétrole et la faiblesse idiosyncratique, alors que le kiwi pâtit d'un mix croissance-logement peu porteur malgré un niveau de taux absolu élevé. Sur les taux, la pause technique liée au CME a comprimé l'activité en futures, mais la courbe US conserve une inclinaison d'assouplissement, l'eurozone suivant à distance avec des spreads périphériques bien ancrés. Au Japon, la partie courte tend à se normaliser, signalant que le plancher de la politique ultra-accommodante s'érode. En matières premières, le WTI se maintient autour de 59,00 dollars dans l'attente d'un arbitrage délicat par l'OPEP+ sur volumes et discipline, avec un marché déjà chauffé par une « worst run » mensuelle depuis 2023. L'or a inscrit un plus haut de deux semaines et lorgne les 4 200 dollars, le regain du billet vert n'ayant retranché que \$4 en séance, tandis que l'argent se rapproche d'un palier technique majeur. Le cuivre bénéficie d'un déficit d'offre croissant, à l'inverse du gaz où le record d'exportations US écrase les primes hivernales. Les nouvelles d'entreprise renforcent le cadre d'offre: Petrobras a réduit son plan quinquennal à 109 milliards de dollars, soit une baisse de 2%, pour préserver son cash-flow dans un environnement de prix bas, tandis que Vale augmente ses distributions grâce à l'output et à la vigueur du minerai de fer.

FX Bias

Notre biais tactique reste modérément positif sur le dollar, avec une préférence pour l'acheter sur repli contre les devises cycliques les plus sensibles au mix pétrole-liquide-témoignage de croissance, en particulier NZD, NOK et SEK. La combinaison carry-momentum-régime de risque favorise également une posture constructive sur l'euro et la livre, soutenus par une volatilité compressée et des différentiels de taux qui rémunèrent l'attente, tout en restant sélectifs face aux données domestiques de salaires et de services. Le yen constitue un risque bilatéral plus symétrique à l'approche d'un éventuel jalon de la BoJ ; la gestion du timing passe davantage par l'optionalité que par le spot directionnel pur, compte tenu d'une probabilité accrue de surprises de communication. L'AUD et le CNH restent plombés par l'actualité chinoise, de la dégradation de China Vanke à la pression de marges dans l'EV et la livraison, malgré quelques points positifs comme des accords 5G au Vietnam qui réorganisent la chaîne de valeur régionale.

Scénarios Binaires

Le premier catalyseur réside dans l'issue de l'OPEP+. Un accord robuste sur des coupes additionnelles et une meilleure discipline de conformité stabilisera le WTI au-dessus de la zone actuelle, réduisant la pression sur les producteurs et offrant un répit à NOK ; un statu quo perçu comme décevant prolongerait la série baissière, renforcerait les termes de l'échange défavorables et maintiendrait NOK sous pression. Le second catalyseur se joue au Japon. Une avancée concrète vers une normalisation de la BoJ, même graduelle, déclencherait une réévaluation rapide de la courbe courte et un raffermissement du yen, pesant sur USDJPY et sur les paires funding ; un report explicite renverrait JPY dans un rôle de devise de financement, réactivant les portages en USD et en EUR. Enfin, la résolution rapide du blocage du CME ramènerait la profondeur de carnet en dérivés et, avec elle, une meilleure découverte de prix inter-actifs ; toute prolongation de l'incident accroîtrait l'illiquidité et la sensibilité aux flux, augmentant la convexité de mouvements erratiques sur FX et matières premières.

Conclusion

Le régime de marché reste celui d'une désinflation suffisante pour réanimer des baisses de taux en 2025, sans signal de récession immédiate, avec des poches idiosyncratiques qui dictent le différentiel régional. Les États-Unis continuent d'exporter de l'énergie et de la stabilité relative, la zone euro capitalise sur un carry positif dans une volatilité modérée, et le Japon se rapproche d'un point d'inflexion de politique. La Chine demeure le principal risque de queue macro-crédit, ses autorités tentant de renforcer l'infrastructure de marché des commodités tandis que le secteur privé traverse une phase de compression de marges. Les flux vers les actifs réels et les métaux industriels confirment la recherche de couverture contre l'incertitude de calendrier des banques centrales. Dans ce cadre, un dollar soutenu par le carry et le momentum macro coexiste avec une amélioration graduelle des devises européennes majeures, alors que les devises cycliques périphériques restent sous pression tant que pétrole et croissance ne se synchronisent pas.

Implication du desk (en recherche de positions)

Nous privilégions l'achat tactique de dollar sur repli contre NZD et SEK, en ciblant des horizons de quelques semaines, avec une gestion du risque via options pour capter le portage tout en limitant l'exposition aux surprises macro. Nous approfondissons un biais long euro contre SEK, profitant de l'écart de carry et de la sensibilité de la couronne au pétrole, et maintenons un biais long livre contre NZD, ancré par une dynamique domestique plus robuste et un coût de financement favorable. Sur JPY, nous privilégions des structures optionnelles à delta modéré pour jouer une hausse de la volatilité événementielle liée à la BoJ plutôt que des positions directionnelles en spot. En matières premières liées au FX, le risque d'un OPEC+ décevant incite à des put spreads sur le brut, avec une couverture croisée via ventes de NOK, tandis que l'appétit pour l'or, renforcé par les attentes de baisse des taux, peut être répliqué par des achats de XAU contre USD en taille réduite. Enfin, compte tenu de l'illiquidité ponctuelle induite par le blocage du CME, l'exécution privilégiera le cash FX et les NDFs, avec un calibrage prudent des tailles jusqu'au retour d'une profondeur normale. En toile de fond, nous notons que des hausses de prix administrés comme l'augmentation de 45% des billets pour la plupart des visiteurs non-UE au Louvre, des transactions de prestige de 25 à 26 millions de dollars dans l'immobilier et l'art, ou des incidents de cybersécurité de 30 millions de dollars, illustrent un environnement de services et de risques où la dispersion augmente. À l'échelle corporate, la réduction par Petrobras de son plan d'investissement à 109 milliards de dollars, en baisse de 2%, et la consolidation du GNL américain renforcent notre préférence pour des expressions FX plutôt que des bêtas commodities purs, alors que le WTI autour de 59,00 dollars ancre la pression relative sur les devises pétrolières. Dans les micro-indicateurs de consommation, l'exemple d'un budget mensuel autour de \$2 532 pour un résident américain expatrié au Royaume-Uni rappelle que les différentiels de coût de la vie et de services peuvent se transmettre aux flux FX retail, un bruit qu'il convient de filtrer mais qui corrobore la prime de carry sur GBP et EUR dans le court terme.