
Top Overnight Drivers

Le ton global reste défensif avec l'Asie qui prolonge ses pertes, la technologie sous pression et la Banque du Japon au centre des regards alors que les opérateurs s'interrogent sur le risque d'un nouvel épisode d'unwind de carry. La dynamique de désengagement des segments growth se traduit par une consolidation des actions chinoises, un possible passage en correction des indices de Hong Kong et une sous-performance persistante des valeurs liées à l'IA, malgré la préparation de nouvelles cotations comme celle de Biren à Hong Kong dans les prochaines semaines, au moment où le marché local accélère la clôture de l'année avec un flux de levées déjà supérieur à 34 milliards de dollars. La réécriture de la trajectoire industrielle occidentale s'illustre par la charge de 19,5 milliards de dollars annoncée par Ford sur l'électricité et par un assouplissement européen sur l'interdiction des moteurs thermiques, tandis que la chaîne d'approvisionnement des métaux critiques se redessine avec le projet de raffinerie de 7,4 milliards de dollars soutenu politiquement aux États-Unis par Korea Zinc et la validation au Canada de la fusion Anglo American-Teck à 50 milliards de dollars. Dans la sphère crédit et immobilier en Chine, la fragilité resurgit avec Vanke, engagé dans des discussions sur l'extension du remboursement d'une obligation de 2 milliards de yuans, soit 284 millions de dollars, pendant que les introductions plus opportunistes continuent, à l'image de l'IPO à 300 millions de dollars de Crane Harbor Acquisition. Sur l'énergie, le pétrole prolonge sa glissade après un plus bas depuis 2021 sur fond d'espoirs de cessez-le-feu en Ukraine et d'un marché excédentaire, poussant les courbes à re-pricer une offre moins contraignante. À l'approche d'une semaine riche en données américaines, dont des chiffres de l'emploi décalés dans le temps, les contrats à terme sur Wall Street reculent, le dollar se maintient en retrait tactique et l'or corrige après cinq séances de progression, tandis que le cuivre s'effrite dans un climat plus risk-off. En Asie, la faiblesse de la roupie devient un facteur contraignant pour le redressement des actions domestiques, avec des avertissements explicites sur la capacité de rebond d'un marché de 5,2 à 5,4 billions de dollars, alors que Séoul signale un rôle accru de son fonds de pension dans la stabilisation du won. Aux États-Unis, le bruit politique reste élevé, entre actions en justice très médiatisées pouvant atteindre 10 milliards de dollars et propositions de déréglementations sectorielles, pendant que de nouvelles pressions tarifaires émergent au niveau local, comme la perspective d'une hausse de 25% des primes d'assurance pour taxis et VTC à New York, un élément non marginal pour les composantes inflation de services. À la marge, la microstructure de marché évolue avec le projet du Nasdaq d'étendre la cotation à 23 heures en semaine, réduisant les écarts temporels de liquidité et l'attrition liée aux gaps.

Central Banks

Le marché réévalue la trajectoire des taux directeurs à la veille des publications américaines, dans un contexte où le débat se déplace d'une question de tempo de baisse vers le risque que l'excès de liquidité ravive l'inflation sous-jacente au-delà de l'énergie et des biens. La Réserve fédérale reste en mode dépendant aux données, mais le message implicite demeure qu'un atterrissage trop rapide des rendements serait contre-productif tant que les tensions de services persistent. La Banque du Japon concentre l'attention en Asie, où la combinaison d'un yen compressé par le carry et d'un environnement de volatilité latente peut rapidement déclencher des ajustements asymétriques en cas d'inflexion, même mineure, du paramétrage monétaire ou de la guidance sur le contrôle de la courbe. En Europe,

l'assouplissement réglementaire sur l'automobile renforce la dimension macro-sensible de la politique industrielle plus qu'il ne modifie la trajectoire de la BCE à court terme, cette dernière restant focalisée sur le ralentissement graduel de l'inflation cœur. En Asie émergente, la communication de Séoul sur un rôle accru de son fonds de pension dans la stabilité de change s'apparente à une ligne de défense macroprudentielle qui vise à amortir la volatilité du won sans engager frontalement la banque centrale, un schéma qui pourrait inspirer d'autres juridictions. L'Inde, confrontée à une dépréciation graduelle de la roupie, garde un biais de gestion de liquidité serrée et d'intervention discrète pour éviter un pass-through trop rapide vers les prix importés.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Sur le FX, le dollar ouvre en léger retrait tactique avant les emplois, mais conserve un avantage relatif face aux devises cycliques et à rendement élevé dans un environnement de bêta au risque dégradé. Le yen se raffermi à la faveur de la baisse des rendements mondiaux et de la prudence sur les positions de carry, l'euro reste stable, tandis que les devises scandinaves et le dollar néo-zélandais sous-performent en ligne avec la sensibilité au cycle et à l'appétit pour le carry. En Asie, la roupie demeure sous pression et plafonne le sentiment sur les actions domestiques, quand le won est plus heurté mais encadré par la perspective de flux stabilisateurs. Sur les taux, les courbes cœur se replient légèrement, la prime de terme se rétrécit en amont des chiffres américains et le marché réintègre l'idée que la fenêtre de baisse de taux ne sera pas unidirectionnelle. Les spreads de crédit restent sélectifs avec une aversion réémergente sur l'immobilier chinois. Sur les matières premières, le Brent et le WTI prolongent leur décrue sur un faisceau d'offre abondante et d'anticipations de désescalade géopolitique, l'or respire après un rallye de cinq séances, et le cuivre recule marginalement, cohérent avec la consolidation des actions chinoises et l'absence de catalyseurs de stimulus. Le complexe métaux de base intègre par ailleurs l'angle corporate avec l'émergence d'un acteur de 50 milliards de dollars dans le cuivre et la montée en puissance de capacités raffinage en Amérique du Nord à 7,4 milliards de dollars, des éléments qui recadrent la perception de l'équilibre futur offre-demande.

FX Bias

Le biais tactique s'oriente vers un renforcement du yen dans un schéma de volatilité de fin d'année où la sensibilité au repositionnement de carry est élevée, avec une préférence pour exprimer ce thème contre des devises cycliques à bêta marqué plutôt que contre le dollar. Le dollar conserve un support de fond grâce au différentiel de croissance et à la prime de liquidité, même si la publication des emplois peut introduire un à-coup directionnel de court terme. L'euro demeure un véhicule neutre à légèrement porteur en environnement de risque contrôlé, mais son potentiel est davantage croisé que directionnel. À l'inverse, le dollar néo-zélandais et les devises scandinaves restent sous pression relative compte tenu de leur exposition au cycle, à l'énergie et à la liquéfaction du carry en période de hausse de l'aversion au risque. En Asie, la roupie présente un profil asymétrique défavorable à court terme, et le won appelle une approche plus tactique compte tenu des signaux de stabilisation publique. Le yuan offshore reste un actif de range tant que Pékin privilégie la stabilité financière à un stimulus massif.

Scénarios Binaires

Un chiffre de l'emploi américain plus fort que prévu consoliderait la pente des taux réels et offrirait un répit au dollar face aux hautes bêta, tout en retardant la matérialisation d'un cycle de baisses agressif, alors qu'un rapport décevant réactiverait le thème d'assouplissement précoce, soutiendrait le yen et l'or, et mettrait davantage en difficulté les devises pro-carry. Un statu quo de la Banque du Japon prolongeant une communication prudente calmerait l'attrition haussière du yen, tandis qu'un signal, même subtil, de flexibilité accrue sur la courbe ou les salaires déclencherait une accélération de l'ajustement sur les croisements en JPY. Sur l'énergie, une confirmation de progrès vers un cessez-le-feu en Ukraine pérenniserait la pression baissière sur le pétrole et allégerait les anticipations d'inflation, quand un retour des risques d'escalade provoquerait un rebond technique et un steepening de la courbe. En Chine, une absence de mesures fortes face à la faiblesse immobilière et au désendettement corporatif amplifierait la correction des actifs risqués locaux et pèserait sur les métaux, alors qu'une impulsion ciblée sur la demande intérieure ou la liquidité immobilière fournirait un plancher aux actifs asiatiques et réduirait le risque de contagion. Enfin, sur le front réglementaire américain, la matérialisation de hausses de coûts dans les services, à l'image de la progression de 25% des primes d'assurance à New York, nourrirait la résilience de l'inflation sous-jacente, tandis qu'un refroidissement des composantes loyers et santé laisserait davantage de marge à la Fed.

Conclusion

Le régime de marché demeure défensif et dominé par des dynamiques de repositionnement plutôt que par des chocs directionnels, avec une hiérarchie claire qui privilégie la liquidité et pénalise le bêta. La combinaison d'un pétrole en recul, d'une consolidation de l'Asie et d'un flux d'actualités corporate illustrant un rééquilibrage du cycle industriel — de l'EV avec une charge de 19,5 milliards de dollars à la reconfiguration des métaux avec des opérations à 50 milliards de dollars et 7,4 milliards de dollars — ancre un narratif où le dollar et le yen gardent l'initiative face aux devises cycliques. Les risques clés à très court terme — emploi américain, communication de la Banque du Japon, trajectoire des actions chinoises et micro-chocs réglementaires domestiques — plaident pour une gestion serrée de la taille et une préférence pour les expressions convexes.

Implication du desk (en recherche de positions)

Nous privilégions des expressions longues de yen contre des devises à bêta élevé, notamment via des positions vendeuses AUDJPY et NZDJPY calibrées pour capter un élargissement de la volatilité sans dépendre d'un affaiblissement structurel du dollar. Sur le G10, nous conservons un biais acheteur de dollar contre NOK et SEK, où la sensibilité au cycle et au pétrole reste pénalisante tant que le Brent glisse, tout en maintenant une exposition euro plus neutre et opportuniste, davantage en croisé qu'en directionnel. En Asie, nous recherchons des structures optionnelles de couverture à la hausse sur USDINR pour se protéger d'un glissement supplémentaire de la roupie, tandis que sur le won nous privilégions une approche de trading tactique acheteuse de volatilité avec un biais haussier modéré sur USDKRW via call spreads, compte tenu des signaux de stabilisation publique. Dans l'ensemble, nous favorisons la convexité courte maturité autour des jalons de données, en particulier sur JPY et les paires USD contre hautes bêta, tout en réduisant l'exposition directionnelle brute à l'approche des publications américaines et des échéances BoJ.