

Top Overnight Drivers

La séance asiatique a entretenu un biais de détente sur le risque hors Japon, porté par des paris de détente de la Fed après des indicateurs US plus faibles, tandis que Tokyo a sous-performé sous l'effet d'anticipations de resserrement de la BoJ. Le dollar/yen a reflué sous 155,50, testant un plus bas de deux semaines alors que Kazuo Ueda a laissé la porte entrouverte à une hausse en décembre, et les JGB ont profité d'une adjudication 10 ans solide. La banque centrale chinoise a relevé marginalement son fixing à 7,0794 contre 7,0759, signalant une volonté de temporiser l'appréciation du renminbi dans un contexte d'appétit pour le risque encore fragile, illustré par des coupes de 40% des vols Chine-Japon en décembre. Sur les matières premières, le WTI a cédé sous 59,50 dollars, s'échangeant autour de 59,25, la dégradation des perspectives de demande l'emportant sur l'offre, tandis que l'argent a corrigé vers 56,70 après un pic historique, et que l'or s'est hissé au-dessus de 4 200 sur des anticipations de baisses de taux US. La pression sur les cryptos a refait surface, avec un repli d'environ 6% du bitcoin et un passage sous 86 000, ce qui a pesé en pré-ouverture sur des indices US déjà hésitants après l'ISM. Sur le front micro, la progression de 15% de MongoDB après des résultats et un guidage solides a contrasté avec le risque idiosyncratique, entre un recours de 6,7 milliards de dollars visant Bristol Myers et l'annonce d'une position vendeuse de Michael Burry sur Tesla alors que le plan de rémunération à 1 000 milliards de dollars d'Elon Musk ravive la question de la dilution. Enfin, le trade-policy a remis un peu d'oxygène aux constructeurs coréens après la confirmation d'un abaissement des droits US à 15%, pendant que la consommation US a surpris positivement sur la période des fêtes, StockX évoquant des records avec une dynamique de 200% sur certaines références.

Central Banks

Le pricing de la Fed s'oriente vers davantage de détente en 2025 après la faiblesse de l'ISM manufacturier et des signes de décélération marginale de l'emploi, ce qui a comprimé la prime de terme et soutenu les actifs duration, tout en stimulant l'or au-delà de 4 200. Ce narratif de normalisation bénigne demeure toutefois conditionné à la robustesse des services et à l'inflation des loyers, et n'implique pas un assouplissement imminent en décembre selon nos lectures de la fonction de réaction, mais un biais accommodant qui réduit la convexité haussière des rendements. La BoJ reste le principal catalyseur idiosyncratique de G10 à court terme, Ueda ayant laissé filtrer un message plus faucon qui a déclenché une couverture de shorts JPY, en écho à une adjudication JGB réussie et à un Nikkei pénalisé par la perspective d'un coût du capital domestique moins négatif. En Océanie, le message de l'RBNZ demeure centré sur le mandat cœur, Anna Breman insistant sur la vigilance face à l'inflation sous-jacente, alors que le NZD a plafonné après un pic d'un mois. En Chine, un fixing USD/CNY un peu plus élevé à 7,0794 suggère une gestion prudente de la volatilité FX dans un environnement de croissance hétérogène et de redéploiement sectoriel, tandis que l'ECB et la BoE restent en mode data-dependent, la première surveillant la désinflation des biens et la seconde absorbant les implications d'un budget britannique contraignant pour la prime de risque souveraine.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Sur le FX G10, le dollar a légèrement repris l'initiative contre les devises à bêta élevé, l'USD/CAD tenant sa reprise vers 1,4010 malgré des paris dovish sur la Fed, soutenu par un pétrole en cassure sous 59,50. L'USD/JPY recule vers 155,45 dans le sillage BoJ, l'AUD/USD stagne sous 0,6550 en attente du PIB australien, et le NZD/USD consolide au-dessus de 0,5700 après son plus haut d'un mois. La livre s'effrite, pénalisée par le couple déficits-croissance au Royaume-Uni et une réallocation vers le dollar en amont des données US emploi. Sur les taux, la courbe US s'est bull-steepenée après l'ISM, les gilts ont sous-performé en raison du risque budgétaire, tandis que la dette japonaise a mieux tenu grâce au succès de l'adjudication à 10 ans. Les spreads de crédit restent résilients, avec toutefois une dispersion accrue sur les secteurs à risque idiosyncratique. Sur les matières premières, le WTI glisse vers 59,25, l'argent se replie à 56,70 après une phase d'overbought, et l'or prolonge sa progression au-delà de 4 200 sur la thématique de baisse de taux US, alors que le cuivre se détend depuis un record récent sur fond d'indices de demande chinoise affaiblie en hiver. L'actualité corporate et politique a entretenu la volatilité sectorielle, entre le soutien public de 150 millions de dollars à un acteur des lasers pour puces, un investissement annoncé de 208 millions de dollars d'Intel en Malaisie et l'extension de YouTrip vers l'Australie en visant un marché voyages évalué à 50 milliards de dollars australiens.

FX Bias

Notre cadrage tactique reste constructif sur le dollar, l'euro et la livre dans un régime où le portage net, le momentum macro relatif et la structure de corrélation avec les taux favorisent les devises core au détriment des cycliques périphériques. La faiblesse du pétrole sous 59,50 renforce le biais négatif de la NOK tant que le bêta à l'énergie domine, tandis que la SEK reste exposée à un pricing de croissance suédoise fragile et à une banque centrale moins agressive face à l'inflation importée. Le NZD devrait plafonner à court terme, l'RBNZ privilégiant une posture vigilance sans offrir de catalyseur hawkish frais, alors que le différentiel de croissance étranglées par la demande chinoise et la correction des métaux blancs à 56,70 pèsent sur le sentiment Océanie. Sur JPY, l'amélioration de la balance de risques domestique et les signaux BoJ plaident pour une réduction du short structural, mais le coût de portage demeure un frein à un rallye linéaire en l'absence de normalisation rapide. L'euro profite d'un environnement de risque encore ordonné et d'un solde courant favorable, même si la dynamique restera contenue tant que le moteur industriel ne repart pas clairement.

Scénarios Binaires

Le premier embranchement porte sur les données US de la semaine avec, en cas de confirmation d'une modération du marché du travail, une extension de la détente des rendements soutenant l'or au-delà de 4 200 et un USD plus défensif mais résilient contre les bêta-risque; à l'inverse, un rebond inattendu des créations d'emplois réhausserait la jambe courte de la courbe et relancerait la rotation hors duration, renforçant le dollar contre AUD, NZD et NOK. Le second catalyseur concerne la BoJ en décembre: une hausse de taux re-ancrerait l'USD/JPY plus bas et déclencherait des rachats de JPY, avec un spillover baissier sur les actions japonaises déjà sous pression, tandis qu'un statu quo prolongerait le régime de carry et maintiendrait la préférence pour le financement en yen. Troisième noeud, le PIB australien: une surprise positive, dans un contexte de consommation encore robuste et d'investissements liés à la transition, soutiendrait brièvement l'AUD, mais un chiffre décevant, combiné à un cuivre en reflux et à un

pétrole à 59,25, raviverait la pression. Enfin, sur le front géopolitique et commercial, la confirmation durable de tarifs US réduits à 15% pour l'automobile coréenne adoucirait le choc d'une demande globale hétérogène, tandis que l'escalade des frictions régionales en Asie, illustrée par la coupe de 40% des vols Chine-Japon, ferait remonter les primes de risque en Asie du Nord.

Conclusion

Le mix actuel combine une détente graduelle des taux US sur fond de données molles, un réveil de la BoJ qui reprise la frontière du zero lower bound au Japon, et des vents contraires de croissance en Asie liés au commerce et aux services transfrontaliers. Cette configuration entretient une hiérarchie de devises favorable aux core havens à portage raisonnable et pèse sur les cycliques sensibles aux commodités, l'huile à 59,25 et l'argent à 56,70 agissant comme révélateurs de la demande industrielle ralentie. Les risques idiosyncratiques restent élevés sur les actions, de la judiciarisation des big pharma à 6,7 milliards de dollars aux débats de gouvernance dans la tech, même si des poches de croissance, comme MongoDB en hausse de 15%, continuent d'attirer les flux. La liquidité demeure ample, mais la dispersion augmente, et la séquence de données US déterminera la vitesse de la réallocation inter-actifs en fin de trimestre.

Implication du desk (en recherche de positions)

Tactiquement, nous privilégions l'achat de dollar contre devises à bêta et à sensibilité commodités, avec un biais vendeur sur NZD et NOK, cette dernière restant vulnérable tant que le WTI évolue sous 59,50. EUR/SEK demeure une expression attractive du différentiel de régime macro et de politique monétaire, avec un portage amélioré et un momentum technique favorable tant que la dynamique suédoise ne se redresse pas. Sur USD/CAD, nous conservons un biais haussier au-dessus de 1,40, corrélé à la faiblesse du brut, tout en restant agiles face au bêta global USD lié aux publications US. Sur JPY, nous réduisons l'exposition short directionnelle et privilégions des structures optionnelles pour capter une extension de la baisse sous 155,50 en cas de signal BoJ plus ferme en décembre, limitant le coût de portage. Enfin, l'underweight tactique sur l'argent après l'essoufflement vers 56,70 et la préférence relative pour l'or au-delà de 4 200 restent nos couvertures de queue en cas de surprise macro US dovish, alors que la livre demeure un achat opportuniste contre NZD dans les creux, la prime de risque budgétaire britannique étant déjà en grande partie intégrée.