
Top Overnight Drivers

La séance asiatique a été dominée par un regain d'appétit pour le risque sur fond d'espoirs de détente commerciale, ce qui a soutenu les actifs cycliques et pesé à la marge sur le dollar. En Inde, les actions ont progressé sur des paris de baisse des taux américains et l'apaisement des tensions commerciales, malgré la poursuite des sorties d'investisseurs étrangers et un effort de réforme accéléré du secteur financier; une enquête Reuters anticipe désormais une croissance autour de 6,7% pour l'exercice fiscal, consolidant le thème de résilience domestique. En Amérique latine, la victoire de Milei en Argentine alimente l'anticipation d'un rebond des actifs locaux, même si l'architecture de contrôle des capitaux et l'exécution des réformes seront déterminantes pour la trajectoire réelle. En Europe, le flux est dominé par l'interrogation sur le positionnement de la BCE après avoir déclaré être « en bonne position », tandis que la production d'investissement industriel au Royaume-Uni déçoit, soulignant un biais de croissance plus mou. Côté matières premières, l'AIE évoque une vague d'offre GNL susceptible de rebattre les règles du marché et de contenir la prime de risque gazière, alors que le Groupe d'étude du cuivre souligne l'impact des chocs d'offre minière, un mix qui soutient les métaux industriels tout en plafonnant la facture énergétique européenne. Le risque géopolitique reste en toile de fond avec des sanctions américaines sur le pétrole russe dont l'efficacité reste conditionnée au degré d'application, des incursions aériennes chinoises près de Taïwan et des frappes de drones en Russie, autant de facteurs susceptibles de réactiver la prime de risque si les flux s'intensifient.

Central Banks

Le narratif des banques centrales reste celui d'un plateau prolongé, mais la granularité change. La BCE doit arbitrer entre une désinflation en cours et des conditions financières déjà restrictives; les questions clefs portent sur l'évaluation du « good place », la cadence éventuelle de la normalisation bilan via le PEPP, le degré de dépendance aux données face à une croissance atone et la tolérance à une détente des rendements. La Fed n'est pas directement au calendrier, mais la baisse implicite des rendements et les paris de détente en 2025 filtrent déjà via la courbe, réduisant le portage dollar et soutenant le bêta FX. Au Japon, la remontée des indicateurs avancés d'inflation des services renforce l'idée d'une normalisation graduelle de la BoJ, maintenant une asymétrie baissière de USD/JPY si les UST poursuivent leur reflux. La BoE fait face à une dynamique d'investissement anémique, ce qui plaide pour un ton plus prudent et un horizon de détente plus proche si l'inflation de services continue de modérer.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Sur le FX G10, le dollar cède marginalement contre les devises pro-cycliques, avec un EUR mieux orienté dans un contexte de facture énergétique en repli structurel grâce au GNL et de spreads périphériques contenus, un AUD soutenu par l'accalmie sino-australienne et le soutien des métaux, et un JPY mixte, partagé entre le recul des taux US et un environnement risk-on. La livre reste lourde sur fond de faiblesse de l'investissement et de perspectives de croissance limitées. En EM, le CNH s'apprécie légèrement sur détente commerciale, l'INR demeure encadré par la banque centrale malgré des sorties de capitaux, le KRW reste capé par le bruit géopolitique régional, tandis que l'ARS reste une fonction de la politique de change post-électorale et des négociations avec les bailleurs. Les taux cœur se détendent le long de la

courbe sous l'effet des paris de baisse de taux américains et d'un ton BCE perçu moins combatif, avec un resserrement discret des spreads de crédit et EM en corollaire. Les matières premières offrent un tableau équilibré: le pétrole évolue en range, pris entre les incertitudes sur l'application des sanctions russes et un contexte de demande modérée, le gaz est sous pression structurelle à horizon 2025-2026 avec l'afflux de GNL, tandis que le cuivre est soutenu par des contraintes d'offre malgré le bruit macro.

FX Bias

Nous conservons un biais modérément positif sur EUR/USD à court terme, le couple bénéficiant d'une amélioration des termes de l'échange européens via le GNL, d'un repositionnement plus léger et d'une érosion du carry dollar avec la détente des UST, sous réserve que la BCE n'oppose pas un contre-choc verbal trop restrictif. Sur USD/JPY, la convexité reste baissière si les rendements US prolongent leur repli et si la BoJ continue d'entériner une inflation de services plus collante; le risk-on limite toutefois l'ampleur immédiate du mouvement. GBP/USD demeure vulnérable sur un différentiel de croissance défavorable et un BoE put perçu plus proche, rendant les rebonds vendables tant que l'inflation de services décélère. AUD/USD reste acheteur sur creux, soutenu par le cuivre, la détente sino-australienne et la réduction du prime USD; le NZD suit ce bêta avec une sensibilité supérieure au cycle global. USD/CNH présente un biais de glissement à la baisse en cas de rhétorique constructive sur le commerce et de stabilité domestique, sous réserve d'une gestion de liquidité PBoC cohérente. USD/INR devrait rester en range avec une pente modérée à la baisse si les entrées reprennent sur le thème de croissance à 6,7% et la stabilisation du risque global, le RBI lissant les extrêmes; USD/KRW conserve une trajectoire lourde vers le bas si les actions mondiales tiennent et que la géopolitique reste contenue. Sur l'Amérique latine, les valorisations argentines peuvent s'apprécier via le crédit et les actions, mais la trajectoire du FX officiel reste politique; la préférence reste d'exprimer le thème via hard currency plutôt que via spot.

Scénarios Binaires

Une issue constructive aux discussions commerciales sino-occidentales prolongerait le rallye de risque, affaiblirait le dollar contre EUR, AUD et CNH et resserrerait les spreads EM; un retour de frictions réactiverait la demande de refuge pour l'USD et le JPY, pénaliserait le bêta Asie et remettrait AUD et KRW sous pression. Une BCE qui entérine un ton de pause longue avec flexibilité sur le PEPP laisserait l'euro dériver à la hausse sur amélioration des termes de l'échange; un rappel agressif du caractère restrictif de la politique et une fermeture rapide des réinvestissements pèseraient sur les actifs périphériques et chapoteraient EUR/USD. Une BoJ signalant davantage de normalisation face à l'inflation de services enclencherait une correction plus marquée de USD/JPY; un statu quo très accommodant redonnerait de l'air au carry yen. En Inde, une accélération tangible des réformes financières inverserait les sorties et renforcerait INR et le marché de taux; un blocage politique pérenniserait le besoin de lissage RBI et maintiendrait une prime sur les actifs. Un durcissement de l'application des sanctions pétrolières russes raviverait le risque d'un rebond du brut, soutenant le dollar via l'inflation implicite et pesant sur EUR et INR; une application laxiste maintiendrait le pétrole borné et soutiendrait la détente des taux. En Argentine, une mise en œuvre crédible des réformes et un dialogue constructif avec les bailleurs resserreraient fortement les spreads et soutiendraient les actifs en dollars; une exécution heurtée et des tensions sociales réintroduiraient la prime de risque et limiteraient l'effet de la victoire électorale.

Conclusion

Le régime de marché demeure tactiquement risk-on, porté par la détente commerciale, la décrue implicite des taux américains et des vents favorables idiosyncratiques sur l'Europe énergétique et l'Australie liée aux métaux. La thématique de désinflation ordonnée mais incomplète et les poches de risque géopolitique imposent toutefois une discipline de prise de profit. Dans ce contexte, nous privilégions un biais acheteur sur EUR et AUD contre USD sur replis, une approche opportuniste baissière sur USD/JPY en cas de nouvelle jambe de baisse des UST, et une posture prudente sur GBP. En EM, nous favorisons l'expression du thème de stabilité sur INR et CNH via des stratégies bornées, tout en évitant l'exposition directionnelle au peso argentin tant que le cadre de change n'est pas clarifié. Le pivot des matières premières, avec un gaz structurellement mieux approvisionné et un cuivre sous contrainte d'offre, soutient le narratif de réappréciation sélective des cycliques hors USD, sous réserve que la BCE et la BoJ n'invalident pas le message de détente des taux globaux.