
Top Overnight Drivers

La session asiatique a tenté de se stabiliser après une vente généralisée des valeurs technologiques, avec des indices locaux en légère reprise mais une fragilité persistante avant les résultats d'un grand semi-conducteur américain, dans un contexte où l'enthousiasme pour l'IA se normalise. En Chine, Baidu a progressé sur des résultats trimestriels où les activités IA amortissent la faiblesse publicitaire, alors que la PBOC a fixé l'USD/CNY à 7,0872 contre 7,0856 la veille, signalant un contrôle serré du renminbi. Le risque géopolitique reste latent après la confirmation par Washington d'une vente de systèmes antimissiles de 700 millions de dollars à Taïwan, tandis que l'Arabie saoudite s'invite dans le débat technologique avec un forum réunissant des figures de l'IA et l'entourage politique américain. Le pétrole a cédé du terrain, lesté par des stocks américains en hausse et des incertitudes liées aux sanctions sur la Russie, alors que le producteur chilien SQM a publié des résultats trimestriels solides grâce à des ventes record de lithium, suggérant une décrue graduelle du surplus sur le marché des métaux pour batteries. Sur le front micro, la dynamique M&A demeure sélective avec la demande de Warner Bros Discovery d'un relèvement de l'offre sur Paramount à 30 dollars par action, tandis que Celltrion prévoit jusqu'à 478 millions de dollars d'investissements pour étendre sa capacité aux États-Unis en réponse aux tarifs, confirmant la relocalisation manufacturière. En Asie, le yen reste déprimé malgré une adjudication de JGB 20 ans au ratio de couverture en ligne avec la moyenne douze mois, l'inquiétude fiscale et l'incertitude BoJ maintenant la pression. Les actions pakistanaises ont poursuivi un rally alimenté par le retail atteignant près de 40% de performance, soulignant des flux domestiques en quête de portage.

Central Banks

La Fed se trouve au centre de l'attention avant la publication des Minutes, après une période de reflux des anticipations de baisse, ce qui a raffermi le dollar et accentué la sensibilité des actifs risqués à tout signal de persistance restrictive. Les propos d'investisseurs institutionnels soulignant la résilience de la domination du billet vert renforcent ce biais, dans un environnement où le différentiel de croissance et de taux demeure favorable. Au Royaume-Uni, l'IPC attendu en décélération vers 3,6% après trois mois à 3,8% pourrait alléger marginalement la pression sur la BoE mais ne suffit pas à réancrer pleinement les anticipations autour d'un cycle d'assouplissement rapide, la Banque privilégiant le canal de la patience face à une sous-jacente encore collante. En Nouvelle-Zélande, le marché price une dernière réduction de 25 bps par la RBNZ, avec un dollar kiwi vulnérable à tout signal de fin de cycle explicite qui renforcerait l'attrait des devises à portage plus élevé. Au Japon, l'absence de cap clair sur la normalisation en dépit de tensions budgétaires et de rendements domestiques à des sommets pluri-décennaux entretient la faiblesse du yen et la surveillance accrue du risque d'intervention. En Chine, la stabilité apparente du fixing autour de 7,0872 témoigne d'un compromis entre soutien à l'activité et contrôle de la volatilité de change.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar index s'est raffermi au-dessus de 99,60 avant les Minutes, soutenu par un léger resserrement des conditions financières. USD/JPY a prolongé sa progression vers 155,50, niveau psychologique scruté pour tout indice d'alerte des autorités japonaises. GBP/USD reste ancré en consolidation proche de 1,3150 en

amont de l'IPC britannique, le marché hésitant à engager du risque directionnel. NZD/USD a glissé sous 0,5650 à l'approche de la décision de la RBNZ, alors que le pricing d'un assouplissement télégraphié pèse sur la devise. USD/CAD se maintient autour de 1,4000 après un rebond qui a effacé une perte précédente de 0,5%, le recul du brut limitant la reprise du dollar canadien. L'AUD est demeuré atone après une progression supérieure à 0,25% la veille, et le croisement AUD/JPY se redresse vers 101,50, en hausse d'environ 0,05% après avoir récupéré 0,39% consécutivement à un repli préalable de 0,17%, reflet d'un appétit mesuré pour le carry sur fond de prudence. Sur les taux, les rendements japonais restent élevés après une adjudication 20 ans correctement couverte, tandis que l'allègement des attentes de baisse de la Fed se traduit par une courbe américaine plus ferme en amont des Minutes. Sur les matières premières, le pétrole recule face à la hausse des stocks américains et au brouillard sur les sanctions, tandis que les métaux précieux se raffermissent, avec l'or au-dessus de 4 050 dollars dans un schéma risk-off et l'argent préservant un biais haussier tant qu'il évolue au-dessus de 49,35 dollars, les acheteurs visant la zone psychologique de 50,00 dollars.

FX Bias

Le biais directionnel reste modérément favorable au dollar américain compte tenu d'un mix macro fait de momentum relatif de croissance, de portage positif et de conditions de risque plus sélectives, ce qui milite pour des stratégies longue USD contre devises cycliques et à bêta élevé. Le yen demeure structurellement vulnérable aux écarts de taux et à l'incertitude de calendrier de normalisation BoJ, avec toutefois un risque d'intervention croissant à l'approche des niveaux de stress. L'euro apparaît relativement résilient dans un environnement de volatilité maîtrisée, soutenu par une balance courante améliorée et une prime de risque politique tempérée, ce qui justifie une préférence EUR versus JPY. La livre reste tactiquement neutre en attendant l'IPC, avec un skew négatif en cas de surprise désinflationniste marquée qui détendrait la partie avant de la courbe et comprimerait le carry. Le dollar néo-zélandais est exposé à un risque de dépréciation additionnelle si la RBNZ livre un message de fin de cycle, tandis que le dollar canadien souffre du repli du pétrole et d'une sensibilité aux conditions financières américaines. Le bloc scandinave et le NOK, sensibles à la cyclicité et au pétrole, conservent un profil de sous-performance relative dans ce régime.

Scénarios Binaires

Si les Minutes de la Fed confirment une vigilance prolongée face à une désinflation jugée incomplète, le marché renforcera l'idée de cuts retardés, soutenant le dollar et pesant sur les actifs risqués, avec une pentification modérée par le haut des taux réels et une pression supplémentaire sur JPY, NZD et CAD; à l'inverse, un ton plus conciliant insistant sur l'asymétrie des risques vers la croissance relancerait l'appétit pour le carry et favoriserait GBP, AUD et les devises de valeur relative, tout en réduisant l'attrait défensif du dollar. Si l'IPC britannique imprime à 3,6% comme attendu ou en-dessous, la courbe gilt s'assagit en partie avant, la livre s'effrite marginalement et EUR/GBP tend à se raffermir; en cas de surprise au-dessus de 3,8%, le marché reprice un maintien prolongé de la restriction, soutenant le sterling à court terme mais au prix d'un durcissement financier négatif pour la croissance. Si la RBNZ délivre 25 bps avec un guidage de fin de cycle, le NZD prolonge sa sous-performance et les paires en USD momentum cassent à la hausse; une pause ou un ton moins accommodant déclencherait un short-squeeze sur le kiwi. Sur le pétrole, un

nouveau build de stocks américains prolongerait le biais baissier, renforçant USD/CAD, alors qu'un draw marqué inverserait partiellement la dynamique. Enfin, sur USD/JPY, toute mention explicite de surveillance accrue par Tokyo autour de 155,50 déclencherait une phase de réduction de positions longues, alors qu'un silence prolongé prolongerait le portage au risque d'un mouvement correctif plus brutal ultérieur.

Conclusion

Le régime de marché reste dominé par la combinaison d'un dollar légèrement porteur, d'un appétit pour le carry sélectif et d'une volatilité directionnelle comprimée par l'attentisme avant les catalyseurs de banque centrale. Le ralentissement de la surchauffe IA rappelle que l'extension des multiples n'est plus un vent arrière automatique pour le risque, alors que les flux vers des thématiques de réindustrialisation, illustrées par des décisions d'investissement liées aux tarifs, gagnent en importance. Dans cet environnement, la hiérarchie des devises favorise le USD contre les bêta-risque, l'EUR se maintenant en milieu de spectre et le JPY restant la jambe de financement privilégiée, sous réserve de la barrière politique implicite des autorités japonaises. Les métaux précieux bénéficient de la prudence ambiante, l'or au-dessus de 4 050 dollars et l'argent préservant 49,35 dollars comme pivot, tandis que le repli du pétrole redistribue le risque sur les devises liées aux matières premières. Les données britanniques et la RBNZ fourniront les premiers tests de ce schéma avant les Minutes de la Fed.

Implication du desk (EUR.JPY Long et recherche de positions)

Nous maintenons un biais acheteur sur EUR/JPY, la combinaison d'un euro résilient et d'un yen pénalisé par le différentiel de taux et l'incertitude BoJ offrant un portage attractif; la zone 155-156 constitue un pivot tactique, avec une préférence pour ajouter sur replis induits par des alertes d'intervention, en visant une extension graduelle tant que la structure de taux reste inchangée. En complément, nous recherchons des achats tactiques de USD contre NZD autour de la décision RBNZ, un biais haussier sur USD/CAD soutenu par la faiblesse du brut, et des achats sélectifs de AUD/JPY sur repli tant que l'appétit pour le carry reste intact. Sur GBP, nous restons neutres avant l'IPC, prêts à vendre les rebonds en cas de lecture à 3,6% ou inférieure qui détendrait le carry. Sur métaux, nous privilégions les stratégies de suivi haussier au-dessus de 49,35 dollars sur l'argent avec prise de profit graduelle à proximité de 50,00 dollars, et un biais long or tant que l'environnement de risque demeure défensif. Enfin, nous surveillons les implications de la demande de 30 dollars par action dans le dossier Paramount et l'annonce d'investissements de 478 millions de dollars par Celltrion comme signaux de flux sectoriels, sans impact direct immédiat sur nos vues principales mais cohérents avec un thème de réallocation vers des actifs défensifs et de portage.