
Top Overnight Drivers

La séance asiatique a été marquée par une dégradation du sentiment risque, avec une accélération de la sous-performance japonaise sur fond de tensions diplomatiques et de préoccupations budgétaires. Le Nikkei a cédé jusqu'à 3,3% tandis que les obligations d'État ont prolongé leur déroute sur la perspective d'un paquet de relance jugé « sizable » et d'un débat fiscal visant à soutenir l'investissement, ce qui a ravivé les inquiétudes sur la trajectoire de la dette. L'Australie a suivi avec un S&P/ASX 200 en recul de 1,94% malgré des minutes de la RBA perçues comme plus équilibrées. Les futures américains se sont retournés en amont des résultats de Nvidia et du retour des statistiques retardées, les opérateurs réduisant l'exposition directionnelle avant des catalyseurs binaires de taille quasi macro. En FX, la volatilité intrajournalière du Yen a reflété la crainte d'une intervention alors que USD/JPY se maintient au-dessus de 155, tandis que EUR/JPY consolide sous une zone technique proche de 180 après des records historiques et que GBP/JPY a inscrit un pic de cinq semaines près de 204,50, en hausse de 0,33%. La Chine a fixé l'USD/CNY à 7,0856, indiquant une volonté de freiner l'amplitude de la faiblesse domestique malgré un environnement régional plus heurté. En matières premières, la baisse s'étend aux métaux précieux avec un or qui glisse sous 4 050 et se rapproche d'un test psychologique à 4 000, et une argent autour de 49,50 sur l'atténuation des paris de baisse des taux de la Fed. Le pétrole reflue vers 59,60, lesté par des projections d'excédent d'offre jusqu'en 2026, même si le risque de sanctions maintient un plancher technique vers 59,50. En crédit et immobilier asiatique, New World Development a réduit de 1,3 milliard de dollars son endettement via un échange obligataire anticipé, signal marginalement favorable pour le segment. En émergents, l'Inde a publié un déficit commercial record à 41,7 milliards de dollars, gonflé par un bond de 200% des importations d'or, ce qui renforce la sensibilité de l'INR aux flux liés aux métaux précieux. Les crypto-actifs se sont également détériorés avec des ETF bitcoin repassant en territoire négatif après la rupture du seuil de 89 600.

Central Banks

La dynamique des banques centrales reste hétérogène et entretient une prime de carry en faveur des devises à rendement positif. Aux États-Unis, les commentaires de Christopher Waller soutenant un assouplissement dès décembre au regard d'un marché du travail plus fragile contrastent avec un re-pricing du marché qui a réduit la probabilité d'un geste immédiat, d'où un dollar ferme mais non euphorique dans l'attente des données différées. Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre défend une approche prudente du ring-fencing et la PRA relève le filet de sécurité des dépôts à 120 000 livres à compter du 1er décembre, ce qui stabilise le thème bancaire domestique sans affecter l'orientation de politique monétaire de court terme. En Océanie, les minutes de la RBA décrivent un équilibre plus nuancé, avec la possibilité de maintenir le taux inchangé plus longtemps si l'activité surprend positivement, tout en gardant ouverte l'option d'un assouplissement si la croissance faiblit davantage; l'AUD reste insensible, pris entre une demande hypothécaire jugée excessive par la première banque du pays et le bêta actions négatif. En Nouvelle-Zélande, la perspective d'une baisse imminente du taux directeur continue de peser sur le NZD, l'argument cyclique supplantant l'appétit pour le carry. En Asie, la fixation plus forte du CNY par la PBOC cadre un affaiblissement ordonné du renminbi, tandis que la combinaison de discours

budgétaire offensif et de tension géopolitique au Japon accentue la pression sur la courbe JGB et, par ricochet, sur le JPY, malgré le risque latent d'action des autorités.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar se stabilise avec un DXY proche de 99,55, l'euro évoluant de manière résiliente face au panier malgré une aversion au risque asiatique, la livre restant sous 1,3150 dans le sillage d'un agenda budgétaire domestique qui renonce à des hausses d'impôts et laisse la Banque d'Angleterre au centre du pilotage macro. USD/JPY se maintient au-dessus de 155, l'EUR/JPY reflue vers 179,70 après un test de la zone 180, et le GBP/JPY conserve un biais haussier vers 204,50. Les paires liées aux matières premières sous-performent sur fond de repli du complexe énergétique et des métaux, avec NZD/USD autour de 0,5655 et USD/CAD cantonné dans le milieu des 1,40 alors que le baril WTI retombe vers 59,60. La courbe japonaise se tend davantage, le segment long souffrant des anticipations de relance et de réformes fiscales, alors que les marchés actions régionaux restent sous pression, l'Australie fléchissant de 1,94% et Tokyo de 3,3%. L'or reste enfoncé sous 4 050 et la menace d'une cassure de 4 000 pèse sur le positionnement CTA, l'argent glisse près de 49,50 en écho à la réduction des probabilités de baisse de taux de la Fed, et le pétrole consolide autour de 59,50 à 59,60 malgré un plancher géopolitique lié aux sanctions.

FX Bias

Le biais directionnel demeure modérément positif pour le dollar, l'euro et la livre, porté par un cocktail de carry, de momentum macro et d'un régime de taux où les surprises de croissance et d'inflation résiduelles aux États-Unis et en Europe entretiennent des primes de terme avantageuses. À l'opposé, la pression reste tangible sur le NZD compte tenu de la proximité d'un assouplissement de la RBNZ et d'un impulse de croissance limité, et sur les devises scandinaves sensibles à la dégradation du bêta matière première et à la fragilité du sentiment actions, la NOK souffrant de la correction du brut et la SEK de l'illiquidité saisonnière. Le JPY conserve un profil asymétrique, structurellement faible tant que la pentification japonaise se fait dans un contexte de relance budgétaire et de normalisation lente, mais exposé à des épisodes de rachat violents si le risque d'intervention se matérialise. Le CAD apparaît plus neutre, adossé à une politique monétaire restrictive mais pénalisé à la marge par les perspectives d'excédent pétrolier. L'AUD reste bridée par la sensibilité au cycle chinois et au flux actions domestique, malgré une RBA moins pressée d'assouplir.

Scénarios Binaires

À très court terme, la réaction des actifs globaux dépendra d'un double test liant micro et macro, avec des résultats de la tech américaine susceptibles de redessiner la prime de croissance, et le retour des statistiques différées, notamment l'emploi, capables de valider ou d'infirmer l'idée d'un ralentissement progressif. Un scénario de chiffres solides et de guidance robuste favoriserait une pentification haussière des taux réels américains, un maintien du dollar sur ses appuis et un écrasement supplémentaire des métaux précieux, avec une pression accrue sur le NZD, la NOK et la SEK. À l'inverse, des signaux de faiblesse plus marqués crédibiliseraient une action précoce de la Fed, ravivant un rebond technique de l'or

au-dessus de 4 050, allégeant la pression sur les actifs à duration longue et offrant un répit aux devises cycliques, tout en gardant le JPY freiné par la dimension domestique. Au Japon, l'issue du débat budgétaire et fiscal agit comme catalyseur local: un paquet jugé trop expansionniste risquerait de prolonger la sous-performance des JGB et de la bourse, alimentant la faiblesse du Yen, alors qu'un calibrage plus prudent réduirait la prime de risque souveraine et rehausserait la probabilité d'épisodes de short-covering en JPY. Sur le pétrole, la persistance d'anticipations d'excédent face à des sanctions peu contraignantes plaide pour une consolidation étroite près de 59,50, tandis qu'un durcissement géopolitique plus marqué remettrait une prime de risque au-dessus du marché. En Asie, la stratégie de fix du CNY dictera le ton régional: des fix soutenus contiendront les sorties et stabiliseront l'AXJ, alors qu'un relâchement du guidage raviverait la volatilité et accentuerait la pression sur les bêta croissance.

Conclusion

Le complexe macro-financier entre dans une phase de test où le pricing d'un atterrissage en douceur s'ajuste à des signaux mixtes de la Fed, au raidissement budgétaire japonais et à un sentiment actions plus fragile en Asie. La résilience du dollar reflète moins un regain d'exceptionnalisme qu'un portage relatif encore attractif, alors que les métaux précieux et l'énergie entérinent un environnement de taux réels élevés et de perspectives d'offre plus abondantes. Les déséquilibres ponctuels, à l'image du déficit commercial record de l'Inde alimenté par les importations d'or, soulignent la sensibilité des émergents aux chocs de termes de l'échange. Dans ce cadre, la hiérarchie des devises conserve une logique de carry et de momentum, favorable au USD, à l'EUR et à la GBP, défavorable au NZD et aux devises scandinaves, tandis que le JPY reste une source de convexité, plus par risques d'intervention que par fondamentaux.

Implication du desk (EUR/JPY Long)

La stratégie privilégie le maintien d'un biais long EUR/JPY, en achetant les replis vers la zone travaillée en amont d'un cap technique observé près de 180, à la faveur d'une divergence de politiques où la BCE s'installe dans une pause prolongée avec un biais restrictif implicite alors que le Japon combine relance budgétaire, pentification de courbe et normalisation monétaire graduelle. La pression domestique sur les JGB, les tensions sino-japonaises et un environnement actions asiatique dégradé alimentent un affaiblissement structurel du JPY qui demeure cohérent avec la tendance de fond de la paire. Le risque principal reste la matérialisation d'une intervention directe ou d'un signal fort des autorités, qui imposerait une gestion du delta réduite et un recours accru à l'optionnalité pour encadrer la convexité adverse. À court terme, l'actualité américaine liée aux publications technologiques et au retour des données officielles pourrait générer des points d'entrée tactiques; en l'absence de catalyseur de renversement domestique au Japon, la préférence reste d'acheter la faiblesse sur EUR/JPY plutôt que de poursuivre les cassures, tout en conservant une vigilance élevée sur les headlines de politique japonaise et sur la dynamique de 155 sur USD/JPY.