

Top Overnight Drivers

Le flux de la nuit a été dominé par un cocktail désinflationniste et technologique. Aux États-Unis, la lecture de l'inflation a suffi à détendre la prime de terme et à raviver la thématique métal précieux, l'or restant littéralement à \$2 de son sommet historique tandis que le platine prolonge sa remontée, porté par l'anticipation d'un cycle de baisses de taux plus ordonné. En parallèle, le narratif AI a repris la main avec Micron bondissant de 7% sur des perspectives de bénéfices dopées par la demande en mémoire liée aux accélérateurs, confirmant un capex technologique robuste malgré le ralentissement cyclique traditionnel de fin d'année. L'écosystème s'est vu renforcé par des éléments de financement de taille, l'hypothèse d'une levée à une valorisation d'environ \$750 pour un acteur majeur de l'IA signalant un appétit de capital toujours élevé, tandis qu'un administrateur de Nvidia a cédé pour \$44 de titres, rappelant la maturité du cycle de gains sur certaines mégacaps. Sur le front géopolitique et des matières premières, le pétrole tient ses gains sur fond de tensions persistantes impliquant le Venezuela et la Russie, tandis que la décision de la Bolivie de supprimer les subventions au carburant ajoute un biais haussier à la marge sur les spreads régionaux. En Asie, la photographie macro chinoise reste mitigée malgré une décrue du chômage des jeunes à 16.9%, signe d'une normalisation davantage subie que choisie, et le Japon surprend par la mise en lumière d'un « actif caché » évalué à \$580 dans les coffres des ménages, susceptible d'être mobilisé au gré des conditions de marché et des incitations réglementaires. En Europe, la reprise relative de l'Allemagne demeure la condition sine qua non du retour des « trades MEGA », avec une sensibilité accrue des actifs au calendrier industriel du premier trimestre.

Central Banks

La séquence a repositionné subtilement les anticipations de politique monétaire. Côté Fed, le message reste celui d'un atterrissage désinflationniste graduel qui autorise une baisse du pricing de la prime de risque de taux sans remettre en cause le régime de taux réels positifs. La lecture des composantes de l'inflation confirme une détente suffisante pour valider des discussions sur le calendrier d'assouplissement, mais pas au point de forcer une réécriture immédiate de la trajectoire des Fed funds. La Banque d'Angleterre se présente en légère avance de cycle, le marché testant l'hypothèse d'une première détente dès les prochaines réunions, là où la BCE conserve une approche « data-dependent » avec une préférence pour un profil de coupe post-printemps, tant que l'acquis d'inflation de services ne reflue pas de façon convaincante. La Banque du Japon reste dans une normalisation pas à pas, attentive aux salaires mais réticente à durcir les conditions financières alors que le différentiel de portage demeure une ancre clé des flux JPY. En toile de fond, les banques centrales d'Asie émergente, à l'image de l'Inde qui se revendique en régime « Goldilocks », privilégient la stabilité, illustrant la prime donnée au carry domestique et à la protection des balances de paiements.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar consolide en haut de range, profitant d'un différentiel de croissance porté par l'investissement technologique et d'un carry encore attractif. L'euro se maintient au-dessus de ses supports immédiats, soutenu par une stabilisation du sentiment sur l'industrie lourde et par la perspective d'un assouplissement ECB ordonné, tandis que la livre efface une partie du discount lié au risque de coupe

précoce, les gilts ayant mené un rally mené par l'aval de la courbe. Les devises bêta restent en retrait, le NZD et les devises scandinaves sous-performant dans un environnement où le momentum macro ne valide pas encore une ré-accélération du commerce mondial. Le yen demeure pesant, capé par les différentiels de taux réels, malgré la thématique domestique des bilans des ménages. Sur les taux, la réaction post-inflation s'est traduite par une légère bull-flattenisation des Treasuries et un resserrement modéré des spreads périphériques en zone euro, la partie 5-10 ans concentrant l'intérêt. Les gilts ont surperformé sur l'anticipation d'un assouplissement de la BoE, sans déstabiliser la monnaie. En matières premières, l'or teste ses sommets, littéralement à \$2 du record, le platine s'approche de 2 000 \$ l'once, et l'énergie reste ferme avec un Brent tenu par le risque géopolitique et par des signaux d'offre plus prudents. Le thème AI irrigue les actifs réels via la demande énergétique et de métaux pour data centers, renforcée par les annonces corporate et par les reconfigurations stratégiques de groupes parapétroliers vers les infrastructures numériques.

FX Bias

Le biais directionnel reste constructif sur le dollar, soutenu par un régime de taux réels positifs, un carry net attractif et un momentum de croissance alimenté par l'IA qui continue de polariser les flux de capitaux. En Europe, l'euro conserve un biais modérément positif dans un contexte de normalisation graduelle des prix et d'amélioration attendue des indicateurs allemands, tandis que la livre présente un profil asymétrique favorable, le risque d'une coupe de la BoE largement pré-escompté offrant un potentiel de décompression à la hausse sur les surprises de croissance ou d'inflation de services. À l'inverse, nous restons prudents sur le NZD et les devises scandinaves, où la combinaison d'une sensibilité élevée au cycle mondial, d'un portage moins compétitif et d'une liquidité plus étroite plaide pour une sous-performance tactique. Le yen demeure un carry à financer tant que la BoJ ne valide pas une remontée significative du taux d'équilibre ; l'amélioration de la balance extérieure et la thématique patrimoniale japonaise introduisent néanmoins un risque de rebond rapide en cas de choc de volatilité globale.

Scénarios Binaires

Si la BoE matérialise une coupe accompagnée d'un guidage prudent sur l'inflation de services, la livre pourrait initialement reculer avant de se reprendre sur un narratif de « policy insurance » déjà intégré, alors qu'un statu quo plus hawkish engendrerait une réévaluation à la hausse des taux réels britanniques et un soutien plus franc au GBP. Si le narratif AI se prolonge avec des prints micro comparables à la hausse de 7% observée sur Micron et des tours de table proches des hypothèses de \$750, le dollar bénéficierait d'un supplément d'exceptionnalisme via la prime de croissance et l'afflux de capitaux ; à l'inverse, une normalisation abrupte des multiples ou des ventes d'initiés répétées de l'ampleur de \$44 assécheraient l'appétit au risque et renforcentraient la demande de dollars de liquidité. Si les tensions énergétiques s'intensifient, l'appétit pour les matières premières soutiendrait le NOK à très court terme mais pèserait sur les devises à déficit courant comme le NZD, alors qu'un reflux du risque géopolitique rétablirait la hiérarchie par le carry au bénéfice du USD et de l'EUR. Si l'Allemagne confirme une reprise manufacturière, l'euro débouclerait une partie de sa prime de risque, relançant les « trades MEGA » intra-zone ; à défaut, la sous-performance cyclique européenne se traduirait par une rotation vers le dollar et le GBP.

Conclusion

Le balancier des dernières 24 heures valide un régime où la détente incrémentale de l'inflation et la vigueur sélective de l'investissement technologique coexistent, maintenant les taux réels en territoire positif et le dollar au centre de gravité des flux. Les métaux précieux témoignent de la demande structurelle de couverture de duration et de liquidité, tandis que l'énergie reste un vecteur de chocs idiosyncratiques. Dans cet environnement, le couple carry-momentum continue de favoriser le USD et, dans une moindre mesure, les devises cœur européennes, au détriment des cycliques à bêta élevé comme le NZD, le NOK et le SEK. Les risques clés à court terme se concentrent sur la communication de la BoE, l'actualisation du cycle industriel allemand et toute inflexion du narratif AI.

Implication du desk (en recherche de positions)

Nous privilégions une exposition longue dollar contre devises cycliques, en particulier via des positions acheteuses USD/NOK et vendeuses NZD/USD, afin de capter le différentiel de carry et le momentum macro défavorable au bêta. En Europe, nous recherchons des points d'entrée acheteurs sur EUR/SEK et, de manière sélective, sur EUR/NOK tant que l'énergie ne déclenche pas de choc haussier durable. Sur la livre, l'approche consiste à acheter les replis post-BoE, de préférence contre SEK ou NZD, la prime de croissance relative et le portage britannique offrant une protection. Sur JPY, nous conservons un biais vendeur tactique adossé à des couvertures optionnelles, la convexité étant attractive au regard du risque d'un ajustement de la BoJ. Enfin, l'exposition directionnelle aux métaux précieux demeure à traiter comme une couverture de queue plutôt qu'un cœur de portefeuille FX tant que le dollar conserve son statut d'actif de réserve rémunéré.