

Top Overnight Drivers

Les marchés asiatiques ont évolué sans direction claire dans l'attente de la décision de la Fed, alors que la dégradation du PIB japonais au T3 sur fond de capex atone et de salaires réels encore négatifs a ravivé le thème de la divergence avec les États-Unis. Le risque de crédit en Chine a resurgi avec la tentative de Wanda de différer le paiement d'une obligation de 400 millions de dollars, dans un contexte où l'excédent commercial chinois a dépassé pour la première fois 1 trillion de dollars, soulignant une dynamique externe robuste mais déséquilibrée. En Inde, l'épisode IndiGo a effacé 4,5 milliards de dollars de capitalisation après la menace de sanctions gouvernementales, pendant que la roupie restait sous pression avant la Fed, malgré des signaux de demande domestique encore positifs comme la hausse de 2,14% en glissement annuel des ventes au détail automobiles en novembre. Les flux d'opérations et d'investissement ont été denses en Australie, avec l'accord Brookfield-GIC sur National Storage valorisé à 2,7 milliards de dollars et un prix évoqué à 2,65 milliards par d'autres sources, s'ajoutant à des discussions stratégiques sur des actifs énergétiques locaux. Sur le front des matières premières, le pétrole a consolidé après trois séances de hausse, partagé entre les achats indiens de brut russe et les frappes ukrainiennes, tandis que les importations chinoises de brut ont atteint un pic de 27 mois. Aux États-Unis, l'annonce d'un programme d'aide agricole de 12 milliards de dollars et les remarques sur un possible problème de part de marché de Netflix dans le cadre d'un accord Warner de 83 milliards de dollars ont entretenu un bruit de fond politique et réglementaire pesant sur le sentiment. En Europe, la volonté d'assainir les files d'attente de raccordement au réseau britannique et une demande de revalorisation de 40% pour le président du conseil de Deutsche Bank illustrent des arbitrages de gouvernance et d'investissement dans une conjoncture où les dirigeants européens privilégiennent les États-Unis.

Central Banks

La Fed se réunit avec un marché qui tente un "fait accompli" sur un statu quo, mais qui reste hypersensible à tout guidage sur la trajectoire des baisses et sur l'équilibre croissance-inflation. La résilience du marché du travail américain et la normalisation graduelle de l'inflation plaident pour une communication prudemment data-dependent, susceptible de maintenir un plancher au dollar via le canal des anticipations de portage. À Francfort, le ton a surpris par sa fermeté, Isabel Schnabel se disant plutôt à l'aise avec l'idée que le prochain mouvement puisse être une hausse, ce qui réduit le bête baissier de l'euro aux surprises macro défavorables et repousse l'agenda des assouplissements. À Tokyo, malgré la contraction accrue du PIB au T3 et une érosion prolongée du pouvoir d'achat réel, la BoJ paraît peu enclue à déclencher un relèvement de taux imminent, privilégiant une sortie graduelle de la YCC et une patience tactique. Cette combinaison maintient la thématique de portage dollar contre devises à rendement négatif ou croissance cyclique fragile, tout en redonnant un socle à l'euro. La Banque d'Angleterre fait face à un marché de l'emploi britannique qui se refroidit à la marge, mais la composante services de l'inflation et le pass-through salarial continuent de freiner toute anticipation de détente agressive. Enfin, l'équilibre RBA-RBNZ demeure sensible aux termes de l'échange et à l'inflation des services en Australie, d'autant que l'arrêt des rabais d'électricité pour raisons budgétaires pourrait retarder l'infexion désinflationniste, contrastant avec une Nouvelle-Zélande davantage exposée au cycle mondial.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar s'est maintenu ferme face aux devises cycliques et asiatiques, KRW et INR restant vulnérables aux sorties de portefeuille et au pricing Fed, tandis que le yen est demeuré lourd faute de catalyseur hawkish domestique. L'euro a montré une résilience relative grâce au signal plus restrictif venu de la BCE, et la livre est restée soutenue par des flux de duration favorables, aidés par des achats japonais de gilts au détriment des Bunds et OAT, malgré des données britanniques plus ternes. Les devises scandinaves ont sous-performé sur fond de croissance molle et de corrélation négative au risque, et le NZD a sousperformé l'AUD, le facteur matières premières jouant en faveur de ce dernier. Sur les taux, les UST sont restés contenus avant la Fed, la courbe demeurant sensible à toute inflexion de la dot-plot implicite, alors que les Bunds ont trouvé un soutien tactique dans le récit macro européen prudent, et que les JGB ont peu réagi en l'absence de signaux de normalisation accélérée. En crédit, la Chine reste un point de fragilité avec l'épisode Wanda, gardant un biais de précaution sur le high yield immobilier. Les matières premières restent en régime d'attente, le Brent consolidant dans un couloir, soutenu à la marge par la vigueur des importations chinoises, tandis que les métaux industriels naviguent au gré des annonces de chaînes d'approvisionnement, y compris des progrès évoqués par Berlin sur les terres rares en Chine. Le thème M&A et capex énergétique régional reste actif avec la perspective d'investissements nucléaires en Inde de 214 milliards de dollars, de nature à soutenir la demande d'équipements et de matières premières.

FX Bias

Le biais directionnel reste modérément favorable au dollar dans un cadre de portage positif et de momentum macro relatif, avec une préférence pour l'expression contre les devises à bête croissance ou à sensibilité au risque élevées. L'euro conserve un profil de soutien tactique porté par la rhétorique plus restrictive de la BCE, ce qui limite la convexité baissière sur les épisodes de risk-off modérés. La livre bénéficie d'un différentiel de portage encore défensif et de flux de capitaux vers les actifs en GBP, à l'image des achats de papier britannique par des investisseurs japonais. Le yen reste un financement privilégié tant que la BoJ temporise, tandis que les devises scandinaves répliquent sans amortisseur les fluctuations de l'appétit pour le risque. En Océanie, l'AUD se décorrèle partiellement à la hausse du NZD grâce à son ancrage matières premières et aux flux d'investissement domestiques, accentuant le profil de sous-performance du NZD dans un environnement de volatilité contenue.

Scénarios Binaires

Si la Fed reconfirme un cadrage ferme sur l'inflation et maintient l'incertitude sur le calendrier des baisses, le dollar devrait prolonger sa prime de portage, pesant sur l'Asie et les cycliques, avec une pentification modérée des courbes au gré d'un pricing de croissance raisonnable. À l'inverse, si la communication s'ouvre plus explicitement à une séquence d'assouplissements proches, le soulagement de duration favoriserait un rebond tactique des devises bête, un repli ordonné du dollar et un resserrement des spreads, sous réserve que le risque de crédit chinois ne s'aggrave pas. Un éventuel durcissement inattendu de la BoJ déclencherait un rachat de yen et une rotation violente des positions de carry, mais l'ampleur serait bridée par la faiblesse de la demande domestique nippone. Enfin, une extension des tensions réglementaires américaines sur le secteur médias et technologique, déjà illustrées par les commentaires visant un accord de 83 milliards de dollars, pourrait peser sur le sentiment equity et

renforcer le dollar via l'axe risk-off, tandis que la matérialisation d'investissements énergétiques et de deals en Australie consoliderait le socle de l'AUD.

Conclusion

Le régime de marché reste guidé par la combinaison portage-momentum macro-sensibilité au risque, avec un socle dollar entretenu par la Fed, un euro mieux ancré par une BCE moins conciliante, et des poches de vulnérabilité sur les devises cycliques exposées à la Chine et au crédit immobilier local. Les flux d'investissement vers le Royaume-Uni et l'Australie, conjugués à des annonces sectorielles en énergie et infrastructures, créent des divergences régionales exploitables. La Chine demeure un facteur d'ambivalence, avec un commerce extérieur puissant mais des failles de financement domestique, tandis que l'Inde offre un mix contrasté entre risques idiosyncratiques, soutien budgétaire ponctuel de 12 milliards de dollars aux agriculteurs et pipeline d'investissements structurants. Dans ce cadre, privilégier des expressions de carry défensives et des spreads de croissance relative reste approprié.

Implication du desk (Long AUD.NZD)

Nous maintenons une préférence acheteuse sur AUD contre NZD. Le soutien vient d'un arrière-plan matières premières renforcé par la vigueur de la demande asiatique, de flux M&A et d'infrastructure en Australie, notamment l'accord sur le stockage évalué à 2,7 milliards de dollars et les initiatives stratégiques dans l'énergie, ainsi que de la perspective d'une inflation des services plus persistante en Australie après l'arrêt des rabais d'électricité, qui retarde le pivot accommodant de la RBA par rapport à la RBNZ. Les investissements régionaux en énergie et en nucléaire, dont le programme indien de 214 milliards de dollars, et la reprise des importations de brut en Chine, fournissent un tailwind supplémentaire aux termes de l'échange australiens. À l'inverse, le NZD reste davantage corrélé au cycle mondial et à la détérioration du sentiment risque, avec un portage moins attractif une fois ajusté du bêta, ce qui milite pour une pente ascendante d'AUD/NZD sur l'horizon tactique. Les risques à ce biais incluent une surprise hawkish de la BoJ déclenchant un deleveraging global des stratégies de carry ou une amélioration soudaine de la dynamique cyclique néo-zélandaise, mais, dans le régime actuel, le couple flux-commodités-différentiel de politique monétaire continue de pencher en faveur de l'AUD.