

---

## Top European Drivers

Les actifs européens évoluent en mode défensif, pris entre un soutien macro domestique et des vents contraires externes. Le léger mieux conjoncturel, illustré par une croissance française au-dessus des attentes au troisième trimestre malgré le bruit politique, offre un plancher à la zone euro, mais il est contrebalancé par la sensibilité du bloc aux chocs commerciaux. L'onde de choc du dossier automobile en est l'illustration: Volkswagen bascule dans le rouge sous l'effet des droits américains et des difficultés de Porsche, rappelant que la prime de risque politique reste enchâssée dans les multiples européens. A l'inverse, Lufthansa délivre en ligne avec les attentes malgré un marché transatlantique plus mou, ce qui suggère que l'effet revenu/dépense se normalise plutôt que de se détériorer brutalement. Sur le plan sectoriel, l'IA et le cloud continuent d'aimer le capex global, avec Alphabet et Meta qui relèvent la voile d'investissement et Microsoft qui fait face à des interrogations d'actionnaires sur l'ampleur des dépenses, une dynamique qui soutient indirectement certaines chaînes européennes d'équipements et d'infrastructures, tandis que Vodafone se renforce dans le cloud allemand via Skylink. En toile de fond, la demande d'or atteint un record trimestriel selon le WGC, signe d'un appétit persistant pour les couvertures de portefeuille en Europe également. Sur la demande externe, la réorientation chinoise reste un facteur ambigu: Pékin promet d'augmenter les achats agricoles américains mais sans détails, réduit les soutiens sectoriels dans le prochain plan quinquennal pour les véhicules électriques, et voit Tesla préparer des lancements régionaux, autant d'éléments qui redistribuent les cartes pour les exportateurs européens. Enfin, l'énergie se détend à la marge, le brut refluant alors que les investisseurs réévaluent la trêve commerciale et que les raffineurs indiens se tournent vers le spot pour remplacer les barils russes, un schéma qui limite la prime de risque énergétique pour l'Europe à court terme.

## Central Banks

Le pivot d'octobre de la Fed, avec une baisse de taux actée, a provoqué un premier soulagement mais le marché réévalue déjà la trajectoire: une coupe additionnelle en décembre devient incertaine, ajoutant une dose de variabilité sur l'extrémité courte de la courbe américaine. La lecture est binaire: d'un côté, l'assouplissement délivré nourrit l'appétit pour le risque et l'or s'en empare, de l'autre, l'ambiguïté sur la suite entretient l'idée d'une pause plus longue si les données tiennent. La BCE, elle, s'oriente vers un statu quo, confortée par une activité qui résiste malgré les frictions commerciales, et ancre les taux européens dans un corridor étroit en attendant des preuves plus tangibles sur l'inflation sous-jacente. Au Japon, la Banque centrale entretient le flou: le ton reste prudent, ce qui a pesé sur le yen, mais le gouverneur signale qu'une hausse pourrait intervenir si la dynamique salariale se confirme. Cette combinaison de guidance parcimonieuse et de conditionnalité élevée maintient le marché à découvert sur le JPY à court terme tout en augmentant la convexité d'un scénario de normalisation plus nette au tournant de l'année.

## Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Sur le FX, le dollar oscille sans direction tranchée face à l'euro, soutenu par l'excellent portage relatif mais freiné par la détente cyclique mondiale consécutive au geste de la Fed; le yen s'affaiblit après une communication prudente de la BoJ, tandis que les devises cycliques performant de façon inégale au gré des gros titres sur la rencontre Trump–Xi et la trajectoire des taux américains. Les taux globaux restent

enfermés dans des fourchettes: le Trésor US voit sa partie courte sensible aux ajustements de probabilité de coupe en décembre, alors que la longue se cale sur la prime de terme; les Bunds demeurent collés à la BCE, avec un léger biais à l'aplatissement en cas de données européennes correctes et d'immobilisme francfortois. Les matières premières reflètent ce balancier: l'or a progressé d'environ 2% sur la décision d'assouplissement de la Fed et sur un regain de demande d'investissement, l'énergie recule sur la dissipation partielle de la prime géopolitique et la reconfiguration des flux asiatiques, et les métaux industriels tendent à se stabiliser en attendant des annonces chinoises plus concrètes sur le soutien domestique.

## **FX Bias**

Le biais de base reste celui d'un dollar graduellement plus lourd à mesure que le cycle d'assouplissement s'installe, mais la temporalité demeure clé et milite pour une approche tactique. Le yen conserve un profil asymétrique: faiblesse résiduelle sur des communications prudentes de la BoJ mais risque de volte-face rapide si la banque confirme un pivot sur salaires. L'euro bénéficie en marge de la surprise de croissance française et d'une BCE en retrait, mais sans catalyseur d'inflation, il devrait rester contenus en range contre USD. Parmi les cycliques, l'AUD garde un profil porteur sur re-risking global et détente commerciale sino-américaine, à condition que la Fed n'invalide pas rapidement le calendrier d'assouplissement; les flux vers l'or et la meilleure tenue des termes de l'échange offrent un socle, avec une préférence pour des achats sur replis plutôt que des poursuites.

## **Scénarios Binaires**

Dans un scénario central où la trêve Trump–Xi se consolide et où la Fed marque une pause après une coupe déjà livrée, l'appétit pour le risque se prolonge, l'or reste ferme en tant que diversification, le pétrole s'érode modérément faute de choc d'offre, et le dollar s'effrite graduellement face aux cycliques et, dans une moindre mesure, à l'euro; USD/JPY peut demeurer soutenu à court terme mais la convexité de baisse augmente à l'approche d'une BoJ plus conditionnelle aux salaires. En scénario alternatif où la réunion Trump–Xi bute sur des détails et où la probabilité d'une coupe en décembre s'estompe franchement, les actions se replient, la volatilité de taux remonte, l'or conserve une prime de couverture, et le dollar retrouve un bid contre AUD/NZD et EM; dans ce cadre, le yen ne s'apprécie pas nécessairement immédiatement si la BoJ reste évasive, mais le risque de surprise hawkish ultérieure crée un risque de gap à la baisse sur USD/JPY que l'on couvrirait via options.

## **Conclusion**

Le message agrégé des marchés est celui d'une hésitation rationnelle: la bascule en mode détente est enclenchée par la Fed, mais la courbe ne peut pas encore extrapoler sans preuves additionnelles, tandis que la politique commerciale reconfigure les chaînes de valeur de manière inégale pour l'Europe. L'or capte la demande de convexité, le pétrole reflue sur rebalancement des flux, et le FX reste driver-dépendant de la communication des banques centrales et des gros titres géopolitiques. Pour l'Europe, la résilience de l'activité offre une protection partielle mais la porosité aux chocs exogènes – tarifs, énergie, Chine – impose de conserver des expositions calibrées et un biais de qualité.

---

### **Implication du desk (SL en profit sur AUD/USD Long, vue sur une potentiel reentrée)**

Notre long AUD/USD a été sorti par un stop garanti en gain après l'accélération post-Fed, conformément à la discipline de prise de profit en environnement headline-driven. La thèse de fond n'est pas invalidée: détente commerciale sino-américaine, normalisation graduelle du cycle mondial et soutien des termes de l'échange australiens constituent toujours un triptyque porteur. Nous privilégions une réentrée sur repli technique vers des zones de congestion récentes, en cherchant une confluence entre respiration des rendements US, stabilité des métaux industriels et annonces plus tangibles de Pékin sur les achats agricoles et le soutien domestique. Le déclencheur serait un reflux ordonné du dollar lié à une clarification de la Fed sur le calendrier post-octobre; l'invalidation serait une fermeture de la fenêtre de décembre couplée à un ton plus restrictif que prévu, qui remettrait le portage USD au centre du pricing à court terme.