

Top European Drivers

L'infexion de l'inflation en zone euro domine la séance, avec un CPI de novembre ressorti à 2,2 % en glissement annuel et un core stabilisé à 2,4 %, confirmant un régime de désinflation plus lent que prévu mais suffisant pour maintenir la BCE en posture d'attente. L'euro en bénéficie à la marge, ce qui reflète la stabilité de l'EUR/USD près de 1,1610 et la progression de l'EUR/GBP vers 0,8800, soit environ 0,15 % sur la journée, alors que le marché renforce les paris de premières baisses de taux au Royaume-Uni. Le signal budgétaire et prudentiel britannique va dans le même sens, la Banque d'Angleterre ayant assoupli les exigences de capital pour soutenir la croissance, ce qui accentue la prime de risque sur la livre. Sur le continent, la dynamique industrielle liée à la transition énergétique reste un point d'ancrage, illustrée par l'expansion d'une usine en Pologne pour répondre à la demande d'éoliennes onshore, tandis que l'autorité antitrust allemande teste les nouvelles règles de suivi publicitaire d'Apple, symptôme d'un environnement réglementaire plus intrusif. Le flux épargne reste encore orienté vers la liquidité malgré de timides pas de l'UE pour détourner les ménages du cash, ce qui alimente un biais d'aplatissement sur les primes de terme européennes. En toile de fond, la vigueur sélective de la demande liée à la mobilité électrique demeure un soutien aux chaînes industrielles, comme en témoignent les ventes de véhicules Tesla produits en Chine en hausse de 9,9 % en novembre, même si l'impact direct sur l'Europe est diffus et décalé.

Central Banks

Le bal des banques centrales se rejoue autour d'un pivot plus lent et plus conditionnel. Aux États-Unis, l'anticipation de baisses de taux continue d'éroder le dollar en intraday, avec un appétit pour le risque suffisant pour porter l'AUD/USD vers 0,6550, en hausse d'environ 0,20 %, à la veille de chiffres de PIB australien susceptibles de guider la RBA sur la longueur de son plateau restrictif. En zone euro, la lecture 2,2 %/2,4 % du CPI conforte une BCE "on hold" et laisse au marché le soin d'ajuster la vitesse des assouplissements en 2025 en fonction des données réelles. À Londres, l'assouplissement des coussins de capital s'articule avec un débat croissant sur le calendrier d'une première baisse de la BoE, alors que les minutes du FPC insistent sur la résilience financière et les poches de vulnérabilité hors-bilan. Au Japon, la combinaison des commentaires plus hawkish du gouverneur Ueda et d'une adjudication JGB 10 ans solide a modéré les rendements et provoqué un reflux de la faiblesse récente du yen, mais le marché conserve une prime d'événement sur décembre tant une première hausse reste envisagée. Ailleurs, la hausse du coût de la couverture contre un INR plus faible, alors que l'ombre de 90 par dollar plane sur les flux, témoigne de tensions latentes de balance des paiements dans certaines économies émergentes. Le cadre global posé par l'OCDE reste prudent, rappelant que la résilience de la croissance sera testée par des barrières commerciales et par l'onde de choc de l'IA, et que le cycle global d'assouplissement pourrait s'interrompre l'an prochain si l'inflation résiduelle se fige au-dessus des cibles.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le FX reste directionnel par à-coups mais contenu en volatilité réalisée. L'EUR/USD oscille près de 1,1610, l'EUR/JPY se redresse vers 186,29 après trois séances de repli, l'EUR/GBP progresse vers 0,8800 avec un biais acheteur, l'USD/CHF cherche un point d'ancrage autour de 0,8050, tandis que l'USD/JPY efface une partie de son repli sur l'escalade des attentes de resserrement de la BoJ. En matières premières, le métal

jaune demeure bid en fin d'année, en route pour un gain annuel de plus de 60 %, tandis que l'argent a pris le leadership cyclique avec un record récent proche de 59 dollars l'once après avoir franchi les 50 dollars mi-octobre, signe d'un appétit à la fois industriel et d'investissement. Le complexe énergie/métaux bénéficie d'indices micro positifs liés à l'électrification, mais l'appétit pour le risque reste fragile, comme le montrent la chute de 80 % de certains ETF de stratégie crypto et la forte volatilité d'un bitcoin brièvement repassé au-dessus de 90 000, induisant des poches de deleveraging transverse. Côté taux, les Bunds se reprennent modérément mais l'infexion du CPI limite l'extension du rally, les JGB se détendent après une adjudication robuste, et le Trésor américain reste porté par la thématique de cuts 2025, dans un environnement où la surveillance accrue du levier des hedge funds sur les arbitrages de dette publique peut comprimer les stratégies de portage. Sur le G10 plus périphérique, l'USD/CAD retrouve des sommets au-dessus de 1,40 dans un marché peu animé, reflet d'un différentiel de croissance et d'un baril moins directionnel, tandis que le billet vert recule en intraday face aux devises cycliques sur l'axe de la détente monétaire américaine. À la marge, le flux réglementaire US reste dense, comme l'illustre un règlement de 38,9 millions de dollars dans la distribution, sans impact macro matériel mais symptomatique d'un environnement de conformité plus coûteux.

FX Bias

Le biais directionnel reste constructif sur USD, EUR et GBP en pondérant le facteur carry, le momentum macro et le régime de risque et de taux. Le dollar conserve un avantage relatif sur les devises à bêta élevé malgré la respiration induite par les paris de cuts, son portage restant supérieur à celui des blocs cycliques et la demande de sûreté demeurant intermittente sur fond de fragilité des actifs risqués. L'euro profite d'une inflation un peu plus collante et d'une résilience de la demande interne, ce qui soutient la monnaie contre les devises nordiques, particulièrement exposées au cycle mondial et à la liquidité de fin d'année. La livre reste tactiquement soutenue par son carry et par la perspective d'un easing plus graduel de la BoE que ne l'intègre le marché, surtout face à l'euro uniquement si la trajectoire d'inflation européenne se normalise rapidement, mais le rapport de force penche aujourd'hui plutôt en faveur de l'EUR/GBP tant que la thématique de baisse BoE domine. À l'inverse, le NZD, le NOK et le SEK restent sous pression relative, entre exposition à la Chine pour le kiwi, élasticité au risque et termes de l'échange pour la couronne norvégienne, et sensibilité aux conditions financières pour la couronne suédoise. Sur le JPY, le risque événementiel de décembre plaide pour une couverture asymétrique plutôt qu'un biais directionnel agressif.

Scénarios Binaires

Deux axes dominent les risques de trajectoire. Si l'inflation européenne se fige autour de 2,2 % sur l'en-tête avec un core à 2,4 % ou au-dessus, la BCE prolonge une pause restrictive plus longue, l'euro s'apprécie en pondéré contre le bloc nordique et la courbe des Bunds s'aplatit par l'avant, tandis que la BoE, lestée par la croissance et l'allègement des exigences de capital, est poussée vers un easing plus tôt, ce qui soutient l'EUR/GBP. À l'inverse, si la désinflation ré-accelère en zone euro et que l'activité fléchit, le marché anticipe des coupes plus franches, pèse sur l'euro et redonne de l'air à la livre sur une rotation de positionnement. Sur l'Asie, un relèvement de la BoJ en décembre déclencherait une re-notation du JPY via une baisse de la prime de volatilité implicite, avec un risque de cassure plus nette sur USD/JPY, alors

qu'un report maintiendrait le carry intact et reconduirait un régime de range avec sporadiques squeezes de yen. Enfin, côté États-Unis, un calendrier de baisse plus rapide que prévu accentuerait la sous-performance du dollar face aux cycliques à court terme mais, dans un contexte de fragilité du risque et de deleveraging, l'avantage structurel de portage USD pourrait rapidement reprendre le dessus.

Conclusion

Le tableau d'ensemble reste celui d'un marché de changes guidé par des différentiels de carry et des ajustements progressifs de trajectoires d'inflation, sous l'influence d'un risque régulatoire et de liquidité plus présent en fin d'année. La surprise haussière modeste de l'inflation en zone euro ancre l'euro, la BoE entretient une prime de baisse de taux qui pèse sur la livre, et la Fed reste au centre d'un récit de détente dont l'ampleur est tempérée par la demande récurrente de dollars en épisodes de stress. Les matières précieuses confirment le bid macro, avec un or en hausse de plus de 60 % sur l'année et un argent qui tutoie 59 dollars après le seuil des 50 dollars, tandis que des signaux micro positifs, comme une progression de 9,9 % des ventes de VE en Chine, soutiennent le sentiment industriel sans effacer la fragilité attestée par la dynamique des ETF crypto en baisse de 80 %. Dans ce cadre, le positionnement doit rester sélectif, privilégiant les écarts de politiques monétaires encore crédibles et les expressions optionnelles autour des événements.

Implication du desk (en recherche de positions)

Nous privilégions la reconstruction graduelle de positions longues USD contre NZD et NOK en spot et forwards courts, en s'appuyant sur le différentiel de carry et la sensibilité accrue de ces devises au cycle global et aux flux de fin d'année. En Europe, nous recherchons des expressions longues EUR contre SEK et une exposition topside sur EUR/GBP via des call spreads à maturités 1 à 3 mois, l'hypothèse centrale étant une BCE patiente et une BoE perçue plus proche d'un assouplissement, ce qui conforte la progression intraday d'environ 0,15 % de l'EUR/GBP. Sur le dollar bloc, nous préférons acheter des replis de l'USD/CAD au-dessus de 1,40 tant que la dynamique de croissance et de portage US domine, tout en restant tactiques sur l'AUD où la sensibilité aux données de croissance, illustrée par une hausse de 0,20 % sur la séance, peut générer des faux signaux. Sur le JPY, nous privilégions une protection via des puts USD/JPY hors-la-monnaie pour capter un éventuel virage de la BoJ en décembre, plutôt qu'un short directionnel immédiat. La gestion du risque intègre la possibilité d'épisodes de deleveraging liés aux contraintes sur les arbitrages de dette publique, et une surveillance accrue de la liquidité, notamment à l'approche des expirations optionnelles et des fenêtres de publication macro.