

## Top European Drivers

Le flux européen reste dominé par un contraste entre une dynamique domestique atone et un soutien exogène venu des attentes de détente monétaire américaine. Les ventes au détail de la zone euro sont restées à l'arrêt en octobre, stables en séquentiel après 0,1% précédemment, confirmant la faiblesse de la demande réelle alors même que la désinflation progresse. Dans ce contexte, l'euro s'est davantage appuyé sur le sentiment global que sur les fondamentaux locaux, porté par l'appétit pour un scénario de baisses de taux de la Fed et par un repli généralisé des rendements réels. Le marché actions européen a progressé sur cette perspective, alors que des éléments idiosyncratiques, comme la mise sous pression de certaines valeurs par des vendeurs à découvert, n'ont pas dégradé le ton de fond. Côté change, l'euro s'est hissé vers un sommet de six semaines contre le dollar autour de 1,1682 avant de consolider près de 1,1670, tandis que l'EUR/JPY a reculé sur la montée des anticipations de resserrement de la BoJ, et que l'EUR/GBP a rebondi depuis 0,8737 sans invalider une tendance encore vendeuse. Sur le front politique et géopolitique, le plan européen visant à mobiliser quelque 105 milliards de dollars d'avoirs russes gelés, que Moscou qualifie de casus belli, ajoute un risque de prime géopolitique asymétrique mais n'a pas altéré le sentiment de court terme. Dans l'univers des flux, les investisseurs britanniques ont poursuivi leurs dégagements d'actions domestiques à hauteur d'environ 14 milliards de dollars, un élément qui n'a pas empêché la livre de profiter du biais dollar. Enfin, du côté de l'Eurosystème, Piero Cipollone a réitéré, lors d'un entretien, une ligne de conduite basée sur la dépendance aux données et la prudence face à tout assouplissement prématué, en soulignant le rôle central des salaires et de la transmission du resserrement déjà engagé.

## Central Banks

Le débat de politique monétaire est dominé par la Fed, où la rhétorique de pivot reste confrontée à des signaux de marché du travail ambigus. La publication d'ADP en retrait et des indices de prix des services en ralentissement alimente des anticipations de détente, mais les demandes initiales d'allocations chômage ont reculé à 191 000 sur la semaine couvrant le 29 novembre, leur plus bas depuis plus de trois ans, ce qui complique la trajectoire d'un virage trop rapide. Les marchés monétaires résistent d'ailleurs à intégrer des baisses plus profondes à ce stade, même si une action dès décembre reste envisagée dans certains scénarios. En zone euro, la BCE maintient un cadrage prudent: la désinflation sous-jacente se poursuit, mais l'atonie de la consommation et l'incertitude sur la boucle prix-salaires plaident pour un tempo graduel. Au Japon, la forte demande lors de l'adjudication de JGB 30 ans et l'intensification des spéculations en faveur d'une hausse dès le 19 décembre ont ramené USD/JPY sous 155, renforçant l'attrait du yen comme couverture de fin d'année. En Australie, le marché a interprété le dernier message de la RBA comme un cycle de resserrement achevé, avec des projections d'amorçage de l'assouplissement potentiellement en 2026 selon certaines maisons, ce qui n'empêche pas l'AUD de profiter de l'amélioration du risque. En Chine, la PBoC a fixé un fixing plus ferme que prévu, pilotant un redressement technique de l'USD/CNH depuis un plus bas de plus d'un an, sans remettre en cause la tendance d'appréciation graduelle du yuan. Au Canada, le CAD reste essentiellement drivé par l'environnement externe et les différentiels de taux, l'épisode de menace de retrait de l'USMCA ayant eu un impact limité mais rappelant un plafond structurel sur la prime de risque domestique.

## Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

---

Le dollar ressort mixte, avec un indice large retombant brièvement sous 99 sur fond d'anticipations de baisses de la Fed, tout en restant erratique face aux devises refuges. USD/JPY a prolongé sa correction vers 154,50 après un échec de rebond près de 155,50, l'euro-dollar s'est stabilisé autour de 1,1670 après un pic à 1,1682, et la livre a conservé une dynamique positive au-dessus de sa moyenne 200 jours, flirtant avec 1,3350. L'AUD a enchaîné une dixième séance de hausse autour de 0,6600, quand le NZD a sous-performé sur fond de sensibilité accrue au cycle mondial. En Europe du Nord, la SEK et la NOK restent sous pression relative, malgré un contexte de meilleure appétence au risque, reflétant des différentiels de taux défavorables et une beta croissance plus cyclique. En Amérique, le USD/BRL consolide proche de 5,27, le USD/CAD a rebondi vers 1,3970 après un creux à 1,3940, et en Asie, l'USD/CNH a repris de l'altitude après un passage à un plus bas d'un an, dans un cadre de pilotage serré par Pékin. Le cross EUR/GBP s'est redressé depuis 0,8737, mais conserve une structure technique encore orientée à la baisse à court terme.

Sur les taux, le mouvement dominant reste une détente globale, avec bull-flattening modéré des courbes cœur en Europe et aux États-Unis, et une compression des primes de terme alimentée par des signaux de croissance modérée. L'adjudication japonaise a catalysé une glissade supplémentaire des rendements longs domestiques, renforçant le soutien au yen. Les marchés OIS américains n'embrayent toutefois pas une trajectoire agressive de cuts, soucieux du caractère potentiellement bruité des données autour de Thanksgiving et d'un marché du travail qui refuse de se dégrader franchement à ce stade.

Du côté des matières premières, l'or consolide au voisinage de 4 200 dollars l'once, avec une plage récente resserrée autour de 4 160–4 260 et des amplitudes intrajournalières parfois réduites à environ 4 dollars entre publications, reflet d'une attente de la Fed et d'une couverture de portefeuilles plus tactique que directionnelle. L'univers digital a essuyé un choc, avec près de 200 milliards de dollars de capitalisation effacés sur les jetons les plus risqués, signe d'un désengagement de la clientèle de détail et d'une normalisation de la liquidité spéculative. Les métaux industriels restent tributaires des perspectives chinoises, tandis que Rio Tinto évalue jusqu'à 10 milliards de dollars de cessions potentielles, confirmant une discipline de portefeuille propice à la valorisation mais neutre sur l'offre à court terme. L'énergie demeure rangée, et en Afrique australe, l'annonce d'un financement de 1,78 milliard de dollars par la Banque africaine de développement au bénéfice de la Namibie soutient la thématique ressources et infrastructures régionales, avec des retombées de change modestes mais positives pour les devises arrimées aux matières premières.

## FX Bias

Le biais de court à moyen terme reste constructif sur USD, EUR et GBP, dans un régime dominé par le couple carry-momentum et par un environnement de taux en transition mais encore restrictif en termes réels. Le dollar demeure un actif de portage et de liquidité dont l'attrait s'accroît en phase d'atterrissement désinflationniste, même si l'inflexion de la Fed doit être soigneusement cadencée. L'euro bénéficie d'un repositionnement moins short, d'une structure de prix de l'énergie plus clémence et d'un différentiel réel qui se referme à mesure que la Fed prépare son pivot, tandis que la livre profite d'un mix politique et de données qui ancrent la BoE sur une trajectoire de normalisation plus tardive que celle perçue pour la Fed. À l'inverse, le NZD, la NOK et la SEK subissent une pression relative, reflet d'une sensibilité accrue au cycle

---

industriel mondial, d'une profondeur de marché moindre et de différentiels de taux qui offrent un portage ajusté du risque moins compétitif. Le JPY constitue une asymétrie à surveiller: la probabilité d'une action de la BoJ crée un biais baissier résiduel sur USD/JPY, mais la vitesse dépendra de la communication sur la destination des taux neutres. Enfin, sur les émergents, le BRL reste soutenu par le carry et une dynamique désinflationniste locale, tandis que le CNH est piloté à la hausse par la PBoC, ce qui plafonne l'indice dollar sur les points hauts.

## Scénarios Binaires

Le premier nœud de risque réside dans le calendrier de la Fed. Une baisse dès décembre amplifierait la rotation vers les actifs européens et britanniques, soutiendrait l'EUR/USD au-dessus de la zone 1,1550-1,16 rompue récemment et prolongerait le repli de l'USD/JPY sous 155, avec une compression additionnelle des rendements réels américains et un goldilocks favorable aux actifs longs duration. À l'inverse, un statu quo assorti d'un guidage conditionnel, couplé à des données d'emploi robustes au-delà du creux à 191 000 sur les demandes hebdomadaires, réanimerait le dollar, renverrait l'euro sous les récents sommets et rétablirait un range 155-157 sur USD/JPY. Le second point binaire concerne la BoJ: une hausse en décembre déclencherait une phase de deleveraging sur les portages en yen, accélérant la baisse de USD/JPY et pesant sur les devises bêta comme la NOK et le NZD; un report renverrait la pression sur le JPY et redonnerait de l'air aux trades de carry en fin d'année. Enfin, la mise en œuvre concrète du dispositif européen sur les 105 milliards de dollars d'avoirs russes gelés ouvrirait un front juridique et financier inédit, susceptible d'accroître temporairement la prime de risque régionale; un compromis plus graduel réduirait ce risque de queue. En toile de fond, la purge de 200 milliards de dollars sur la crypto, si elle s'intensifie, représenterait un canal de contraction de la liquidité spéculative, marginalement dollar-positif en cas d'élargissement aux actifs à bêta élevé.

## Conclusion

Le régime actuel reste celui d'une désinflation ordonnée avec un appétit pour une détente monétaire pilotée, soutenant les actifs européens malgré des données domestiques molles. La Fed demeure l'axe dominant de la volatilité directionnelle du dollar, tandis que la BoJ introduit une convexité sur le yen en fin d'année. L'or consolide près de 4 200 dollars dans un environnement de taux réels en reflux et de couverture tactique, alors que les flux actions au Royaume-Uni et certains dossiers européens rappellent la sélectivité nécessaire. Les risques géopolitiques liés à l'utilisation d'avoirs russes et les secousses sur la crypto constituent des variables d'ajustement de l'appétit pour le risque mais ne remettent pas en cause, à ce stade, le biais portage-momentum qui soutient USD, EUR et GBP face aux devises cycliques à profondeur moindre.

## Implication du desk (en recherche de positions)

Tactiquement, nous privilégions l'achat de dollar contre les devises à bêta macro élevé et portage moins attractif, en particulier contre NZD et SEK, avec un phasage opportuniste sur rebond, tout en conservant un biais acheteur euro contre NOK et SEK à la faveur de différentiels de taux et de termes de l'échange plus stables côté zone euro. Sur GBP, la tenue au-dessus de la moyenne 200 jours incite à conserver un

---

biais long contre NZD et SEK, et à exploiter les replis contre USD dans un cadre de gestion active tant que 1,3350 n'est pas invalidé par les données. Sur JPY, la préférence va à des structures optionnelles convexes pour se positionner sur une baisse additionnelle de USD/JPY sous 155 à l'approche de la BoJ, tout en préservant le profil de portage si la banque centrale temporise. Sur EUR/USD, la cassure de canal et l'appui à 1,1550 suggèrent d'acheter les replis contrôlés, avec une gestion stricte du risque autour des communications de la Fed. En matières premières, nous restons neutres directionnel sur l'or, la zone 4 160-4 260 encadrant le flux de nouvelles, et privilégions des stratégies de gamma autour des réunions centrales. En périphérie, le biais carry demeure positif sur BRL près de 5,27, tandis que sur CAD nous conservons une approche tactique longue USD/CAD sur rebonds de pétrole et retours de risque politique, la zone 1,3940-1,3970 servant de repère d'intervention. Les développements corporatifs, à l'image des 10 milliards de dollars de cessions envisagés par Rio Tinto, et les financements ciblés comme les 1,78 milliard de dollars alloués à la Namibie, seront monitorés pour ajuster l'exposition aux devises liées aux métaux et à l'infrastructure. En toile de fond, les titres de politique sanitaire, dont l'efficacité des recommandations vaccinales ayant contribué à une réduction de 99% des infections pédiatriques, et les dossiers antitrust technologiques, restent de second ordre pour le FX, mais peuvent influencer ponctuellement la prime de risque actions européenne et, par ricochet, l'euro.