

Top European Drivers

Le flux européen reste dominé par un faisceau de signaux macro et politiques qui réduit le risque de queue immédiat tout en plafonnant l'élan de croissance. La détente énergétique est tangible avec un TTF revenu à un creux de vingt mois, améliorant les termes de l'échange de la zone euro et comprimant l'inflation importée. Les données plus solides ont soutenu l'euro en croisant un yen affaibli, mais l'horizon reste contraint par la perspective d'un commerce mondial poussif en 2026 selon l'IW, ce qui limite la visibilité sur les exportations allemandes. À la marge, le débat italien sur la propriété des 2 452 tonnes d'or de la banque centrale et la réaction de la BCE illustrent la sensibilité institutionnelle autour de l'indépendance monétaire, un thème suivi de près par les investisseurs en dette périphérique. Le cadre réglementaire européen reste actif, entre initiatives de soutien au secteur mutualiste et application renforcée du DSA qui se traduit par une amende de \$140 millions, autant d'éléments qui influent sur la prime de gouvernance régionale. Au Royaume-Uni, les réengagements d'institutions majeures à Canary Wharf signalent une résilience des services financiers malgré un environnement de coûts plus élevés. L'ensemble dessine un paysage où l'euro bénéficie d'un soutien cyclique modeste et d'un soulagement énergétique, mais reste dépendant de la traction externe et des conditions financières mondiales.

Central Banks

Le marché entre dans un nœud de banques centrales avec des attentes de rééquilibrage de politiques. La Réserve fédérale fait face à un faisceau de données contradictoires, des Treasuries sanctionnant les anticipations de coupes avec la pire semaine en six mois, même si la perception d'un assouplissement proche a permis à la livre de surperformer de 0.1% en session européenne. Au Japon, la BoJ est perçue sur le point d'augmenter en décembre vers 0.75%, un tournant de régime qui reprise la volatilité de courbe JGB et le bêta des devises à portage face au yen. En Suisse, l'orientation reste d'une grande prudence avec une barre haute pour un assouplissement et un maintien attendu à 0%, ce qui ancre le CHF dans une logique plus macro que de différentiel de taux. En Amérique du Nord, la Banque du Canada est jugée en pause durable par le consensus Reuters, tandis que la publication d'un chômage à 6.5% en novembre renforce la thèse d'un freinage graduel sans urgence à recalibrer. En Asie émergente, la RBI a réduit son taux directeur de 25pbs à 5.25% en injectant de la liquidité, mouvement qui ancre un biais de soutien à la croissance locale et pousse l'USD/INR au voisinage de ses sommets historiques. Ce schéma de divergences, combiné à une confiance des ménages américains qui remonte mais reste historiquement faible, réoriente les primes de terme et la hiérarchie des portages à travers G10 et EM.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Sur le FX, le dollar stabilise ses pertes récentes, le DXY gravitant autour de 99.00 après un creux à 98.80, dans un marché qui consolide avant l'inflation PCE américaine. L'EUR/USD efface ses avances et évolue quasi inchangé autour de 1.1647, l'EUR/JPY se reprenant sur fond de données de la zone euro alors que le JPY peine à capitaliser pleinement l'anticipation de normalisation monétaire. L'USD/JPY oscille autour de 155.00 après un plus bas à 154.30, sensible aux ajustements de probabilité de hausse BoJ. La livre se maintient proche de 1.3360, soutenue par la perspective d'un biais moins restrictif de la Fed, tandis que l'USD/CAD s'allège avant les chiffres de l'emploi canadien et que l'USD/INR flirte avec ses records post-

coupe RBI. Sur les taux, la courbe américaine s'écarte en fin de semaine, pénalisée par l'incertitude sur le rythme des baisses de la Fed et la résilience de certains indicateurs, ce qui accroît la convexité implicite sur les échéances intermédiaires. Les marchés européens répercutent surtout l'apaisement énergétique et une prime de risque politique contenue, alors que la BNS reste un ancrage de stabilité. Côté matières premières, la dynamique des métaux de base s'intensifie, le cuivre dépassant \$11 par tonne en réaction aux craintes de barrières tarifaires américaines sur le raffiné, un signal de tension sur l'offre raffinée dans un cycle de capex constraint. L'or se maintient ferme à proximité de \$4,230, en hausse de 0.4% avec une amplitude journalière d'environ \$4 au-dessus de sa moyenne mobile 20 jours, reflet d'un appétit de couverture plus que d'une fuite vers la qualité. Sur l'énergie, l'Arabie saoudite a abaissé son OSP de \$0.60 pour janvier, pendant que les exportations russes ont rebondi de 20% fin novembre, un tandem qui pèse sur la courbe physique malgré des sanctions ciblées, alors que le Brent reste enfermé dans une fourchette étroite et que le gaz européen glisse. Les flux micro illustrent aussi une sélectivité accrue des investisseurs, de la purge de \$208 millions sur certains véhicules privés au retour de demande robuste pour la dette souveraine sud-africaine en dollars.

FX Bias

Le cadrage tactique privilégie une exposition constructive au USD, à l'EUR et à la GBP dans un régime où le portage net demeure rémunérateur et où le momentum macro reste favorable à ces blocs face aux devises cycliques à bêta matières premières et aux périphériques européens. La SEK et la NOK apparaissent vulnérables à la combinaison d'une détente pétrolière alimentée par l'OSP saoudien et la hausse des sorties russes, alors que la sensibilité de leurs courbes à la croissance européenne de second semestre demeure élevée. Le NZD reste sous pression relative, pénalisé par un mix de portage moins attractif, une élasticité plus marquée au commerce asiatique et un positionnement qui s'est inversé au profit de devises à bêta métaux. À court terme, la hiérarchie s'organise autour de trois axes: la divergence de politique monétaire avec une BoJ potentiellement à 0.75% qui redistribue le coût du funding en JPY, une Fed qui temporise sans réancker pour l'instant un cycle long de coupes, et un bloc euro bénéficiant d'un choc énergie positif via la baisse du TTF. Dans ce contexte, la poursuite d'un biais défensif sur NOK/SEK et NZD contre USD, EUR et GBP reste cohérente, tout en gardant une sensibilité aux rotations de risque.

Scénarios Binaires

Un premier nœud binaire se situe au Japon: si la BoJ concrétise une hausse à 0.75%, le yen regagnera un premium de crédibilité et les portages en JPY seront revalorisés à la baisse, comprimant les paires à bêta carry; en cas de statu quo ou de forward guidance plus prudente, l'USD/JPY pourrait rebondir et les stratégies de portage se réactiver. Le deuxième pivot concerne la Fed: un signal de coupe imminente libérerait l'USD sur la partie courte et soutiendrait la duration, au bénéfice de la GBP et de l'euro via l'appétit pour le risque; à l'inverse, un ton plus restrictif face à des Treasuries déjà fragilisés prolongerait la surperformance de l'USD contre les devises à faible portage. Troisième élément, l'offre pétrolière: la combinaison d'un OSP saoudien réduit de \$0.60 et d'exportations russes en hausse de 20% plaide pour une pression baissière sur l'énergie; si ce schéma perdure, la NOK sousperforme vis-à-vis de l'EUR, tandis qu'un choc d'offre inverse rehausserait temporairement la couronne. Enfin, le complexe des métaux: une extension de la hausse du cuivre au-delà de \$11 sur fond de risques tarifaires renforcerait les devises

exposées aux métaux industriels et défavoriserait celles plus corrélées à l'agri, alors qu'un reflux technique détendrait le thème de réouverture asiatique et allégerait l'AUD.

Conclusion

La séquence immédiate se caractérise par une consolidation du dollar autour de niveaux techniques clés, une zone euro soutenue par un choc énergétique favorable mais contenue par des perspectives commerciales ternes, et un pivot de politique monétaire asiatique potentiellement historique. Les matières premières envoient un signal mixte, la force des métaux contrastant avec une énergie tempérée par l'offre, ce qui redessine les corrélations traditionnelles entre devises cycliques. Dans ce cadre, le portefeuille FX s'articule autour d'un cœur USD/EUR/GBP porté par le carry et la robustesse relative, tout en maintenant une sous-exposition aux poches plus sensibles au cycle global et à l'énergie, notamment NZD, NOK et SEK. La gestion du risque se focalise sur la volatilité événementielle des banques centrales et sur la liquidité de fin d'année, avec un accent sur la convexité liée au yen.

Implication du desk (Long AUD.NZD)

Nous maintenons une position longue AUD.NZD, cohérente avec un environnement où la poussée des métaux industriels, illustrée par un cuivre au-delà de \$11, favorise le terme australien via la composition de son panier d'exportations. La coupe de 25pbs de la RBI à 5.25% et le soutien de liquidité créent un halo pro-croissance en Asie qui renforce la demande marginale de matières premières, vecteur positif pour l'AUD. À l'inverse, le NZD demeure sous pression relative dans un contexte où le portage est moins compétitif et où la sensibilité aux termes de l'échange agricoles réduit l'élasticité aux impulsions industrielles. Le profil risque/rendement de la stratégie est renforcé par un différentiel de politique monétaire stable à court terme et par une volatilité directionnelle contenue, avec pour principaux risques un retournement brusque du complexe des métaux ou une surprise hawkish régionale. La position s'inscrit dans notre biais plus large de préférence pour les devises à exposition métaux et portage positif, tout en capturant une dynamique de momentum favorable tant que le flux macro et les régimes de taux restent alignés.