

Top European Drivers

L'environnement européen s'améliore en marge d'une détente des coûts énergétiques et d'un reflux des primes de risque géopolitiques. La baisse du gaz en Europe sous 30 EUR/MWh améliore sensiblement les termes de l'échange, soutenant l'euro et réduisant la pression sur l'industrie, tandis que le repli du Brent sur un plus bas d'un mois, après un recul de plus de 2,8% en fin de semaine, accentue la désinflation importée. Le pétrole reste cantonné sous sa moyenne mobile 200 jours et ne parvient pas à confirmer un redressement durable malgré une stabilisation après le creux de septembre proche de 60 dollars, selon l'analyse de marché de Société Générale, ce qui allège la facture énergétique du bloc et limite le risque d'un nouveau choc prix. Dans ce contexte, EUR/USD se maintient au-dessus de 1,1500, avec BBH soulignant la résilience de l'activité en zone euro et une BCE attendue en statu quo, et les crosses européens reflètent ce soulagement: EUR/CHF s'est hissé au-dessus de 0,93 après un test de 0,9210 et reste porté par l'amélioration des flux régionaux, tandis qu'EUR/JPY avance autour de 180,70, en hausse de 0,35%, davantage sur faiblesse du yen que sur force intrinsèque européenne. En Europe centrale, l'optimisme entourant des pourparlers de paix Russie-Ukraine soutient les devises CEE et pèse marginalement sur le dollar, mais les équilibres budgétaires demeurent un angle mort, comme l'illustre le constat poste-élection en Tchéquie d'un écart de financement d'environ 4,5 milliards de dollars. Sur le plan corporatif, le projet évoqué d'une cotation de Syngenta à Hong Kong après l'abandon de Shanghai, pour un montant évoqué à 9 milliards de dollars, rappelle la recomposition des chaînes de financement entre Europe et Asie. Enfin, la filière bancaire européenne reste exposée aux risques juridiques transfrontaliers, à l'image de l'action collective de 2,7 milliards de dollars autorisée à Singapour autour de 1MDB visant Standard Chartered, un rappel que le coût du capital réglementaire peut ressurgir en marge d'un cycle de crédit plus restrictif.

Central Banks

La dynamique monétaire mondiale reste en transition, partagée entre un allègement cyclique des conditions financières et des messages officiellement prudents. Côté Fed, le débat est ouvert: Christopher Waller plaide explicitement pour une baisse de taux dès décembre, quand d'autres voix, à l'instar de John Williams, entretiennent une tonalité accommodante mais mesurée. Commerzbank souligne une FOMC profondément divisée sur le calendrier de l'assouplissement, ce qui justifie une courbe américaine plus stable et un dollar en consolidation tactique. En zone euro, la BCE reste campée sur l'observation, avec l'attention portée aux effets de second tour alors que la détente énergétique s'accentue; sur l'horizon structurel, Piero Cipollone a rappelé l'architecture cible de la monnaie de banque centrale à l'ère digitale, un chantier de crédibilité sans incidence immédiate sur la trajectoire des taux. Au Royaume-Uni, la livre aborde le budget avec retenue; ING note que l'ampleur potentielle de l'assouplissement en 2026 reste sous-estimée dans les prix, ce qui peut contraindre la partie longue de la courbe gilts si le Trésor surprend, alors que sur le FX, GBP/USD gravite entre 1,3065 et 1,3125 et conserve un support majeur à 1,3000. Au Japon, le facteur dominant demeure la combinaison d'un ancrage de taux très bas et de risques fiscaux croissants; USD/JPY est revenu vers 157, après une dépréciation du yen d'environ 7% depuis début octobre, avec une rhétorique d'intervention de plus en plus présente et des fourchettes de marché resserrées, UOB estimant désormais réduite la probabilité d'une poussée vers 158. Enfin, au sein des

banques périphériques de l'OCDE, les profils dominés par la sensibilité cyclique et aux matières premières, comme la RBNZ ou la Norges Bank, restent pris en étau entre des monnaies plus rémunératrices et un pétrole hésitant, ce qui complique la normalisation.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar consolide au-dessus de sa moyenne 200 jours, MUFG notant une volatilité comprimée au démarrage d'une semaine écourtée, tandis que les actifs risqués prolongent le rebond de vendredi sur un renforcement des attentes de baisse de la Fed. EUR/USD regagne du terrain vers 1,1540 après avoir tenu 1,1490, UOB jugeant le support majeur de 1,1470 peu menacé; le dollar-yen oscille autour de 156,7 avec un biais de range 156,20–157,35 et une dynamique de sommet fragile; EUR/JPY progresse sur fond de faiblesse du yen; GBP/USD reste encadré par 1,3065–1,3125, et GBP/JPY se maintient au-dessus de 205, en attente du budget. Les devises antipodes demeurent sous pression relative: NZD/USD consolide entre 0,5590 et 0,5625, avec un risque de rupture sous 0,5565 pouvant ouvrir 0,5540, et AUD/USD range-trade 0,6440–0,6480 avec un risque de test de 0,6405 à mesure que les tensions Chine-Japon pèsent; en Asie, USD/CNH s'effrite à la marge avec un pivot autour de 7,10, UOB notant qu'un support à 7,0910 reste encore lointain tant que 7,1020 ne cède pas en clôture. Sur les francs, EUR/CHF a rebondi fermement au-dessus de 0,93 après 0,9210, avec un test de ligne de tendance pouvant libérer une extension. Les taux cœur se sont raffermis après les commentaires dovish de la Fed, la courbe UST se stabilisant en amont des publications et du Beige Book, tandis que l'Eonia forward intègre une BCE patiente. Les matières premières reflètent le mix taux plus faibles et géopolitique incertaine: l'or se maintient dans l'attente d'un déluge de données, avec un cadrage de long terme haussier nourri par l'appel de Bank of America à 5 000 dollars l'once à l'horizon 2026; l'argent progresse légèrement autour de 50,00 dollars, en hausse de 0,20% en début de semaine sur un cocktail d'anticipations de baisse de la Fed et d'incertitudes géopolitiques; le Brent cède du terrain sur fond de discussions de paix autour de l'Ukraine, en peine sous sa MM200 jours, après un plus bas récent proche de 60 dollars, faute d'un catalyseur de demande suffisamment fort.

FX Bias

Le positionnement de court terme reste constructif sur le dollar contre les devises cycliques à bêta élevé, où la combinaison carry-momentum et régime de taux plaide pour acheter les creux du billet vert face au NZD et, dans une moindre mesure, à l'AUD. L'euro conserve un biais positif tactique, porté par l'amélioration des termes de l'échange et des spreads de volatilité comprimés, avec une préférence pour l'expression contre des devises européennes plus fragiles, notamment la SEK et la NOK, pénalisées par la faiblesse du pétrole et une dynamique domestique plus hésitante. La livre demeure légèrement soutenue à l'approche du budget mais le risque d'un narratif d'assouplissement différé limite l'extension haussière, ce qui suggère d'exprimer la vue constructive plutôt contre les nordiques qu'en dollar. Sur USD/JPY, le risque asymétrique d'intervention recommande de ne pas poursuivre la force et de privilégier des ventes sur rebond en haut de range avec une gestion serrée. Le franc devrait s'effriter marginalement sur croisement, l'amélioration européenne ouvrant de l'upside sur EUR/CHF tant que 0,93 tient en support.

Scénarios Binaires

Un premier noeud se joue à la Fed entre une baisse de taux en décembre et un statu quo prolongé. Un assouplissement anticipé validerait la détente des rendements réels et pèserait sur le dollar face à l'euro et aux métaux, prolongeant l'appétit pour le risque; un maintien avec guidance prudente renforcerait la portance relative du billet vert face aux antipodes et aux nordiques, tout en comprimant EUR/USD sous 1,1550. Le second pivot concerne le Japon, avec le choix implicite entre intervention discrétionnaire si USD/JPY reteste 157-158 et laisser-faire. Un coup de semonce officiel déclencherait une purge rapide vers 154-155, au bénéfice des devises européennes en croix contre JPY; l'absence d'action prolongerait un grind haussier mais de plus en plus instable. Troisième binaire, l'issue des pourparlers de paix autour de l'Ukraine: une avancée tangible ancrerait la baisse du Brent et renforcerait l'euro par l'amélioration de ses fondamentaux énergétiques, tout en réduisant la prime USD; un enlisement raviverait la prime matières premières et favoriserait le dollar et les pétro-devises au détriment de la zone euro. Enfin, le budget britannique peut arbitrer entre un cadrage prudent compatible avec une livre stable à ferme et des annonces perçues comme pro-croissance différée en 2026 qui élargiraient le déficit de crédibilité et caperaient GBP à court terme.

Conclusion

La séquence de marché reste dominée par un double régime: un adoucissement progressif des conditions financières mondiales, tiré par une Fed plus ouverte à une baisse dès décembre, et un soutien européen spécifique via la détente énergétique et une visibilité macro un peu meilleure. Dans ce cadre, l'euro se stabilise au-dessus de zones techniques clés, la livre s'apprécie avec prudence à l'approche budgétaire, et le dollar conserve une primauté relative contre les cycliques tant que la croissance américaine résiste. Le Japon demeure le principal foyer de risque binaire, avec une probabilité croissante d'intervention qui rééquilibrerait des positions étirées. Les matières premières confirment le narratif de désinflation douce: le Brent peine à reconquérir ses moyennes longues, l'or reste bien ancré par la combinaison taux réels et incertitudes, avec des projections de 5 000 dollars l'once à l'horizon 2026, et l'argent bénéficie à la marge de la baisse anticipée de la Fed autour de 50 dollars. Les flux de nouvelles micro, du potentiel IPO de Syngenta à Hong Kong à 9 milliards de dollars aux litiges bancaires de 2,7 milliards de dollars, s'ajoutent à un fond macro qui favorise le carry discipliné plutôt que la chasse au bête.

Implication du desk (en recherche de positions)

Nous privilégions un biais acheteur USD de manière sélective contre NZD et, tactiquement, contre AUD, en capitalisant sur un différentiel de portage et une dynamique macro moins porteuse en Océanie, avec un cadrage de risque serré sous 0,5565 sur NZD/USD et un objectif intermédiaire à 0,5540 en cas de rupture. Sur l'euro, nous cherchons à construire des positions longues contre SEK et NOK sur repli, la faiblesse du Brent et des conditions financières nordiques plus restrictives contraignant ces devises, tout en conservant une approche graduelle contre USD avec 1,1470 comme pivot défensif. Sur le Japon, la préférence va à des ventes discrétionnaires de USD/JPY entre 157 et 158, en taille réduite, avec des stops stricts, pour capter le risque d'intervention et la compression des primes de volatilité implicite. En croisés européens, nous restons acheteurs d'EUR/CHF au-dessus de 0,93 après le rebond sur 0,9210, pour viser une normalisation graduelle des flux au profit de l'euro. Enfin, côté métaux, une exposition tactique longue et légère sur XAUUSD à l'achat de creux, en amont du déluge de données et sur fond de discours Fed plus

accommodant, s'inscrit comme couverture macro, tandis que l'argent à 50,00 dollars offre un bêta contrôlé à la même thématique, sous réserve d'une gestion stricte de la sensibilité aux taux réels. En filigrane, nous conservons un biais constructif modéré sur USD, EUR et GBP, en évitant les zones à risque événementiel immédiat et en calibrant les tailles à une liquidité réduite sur semaine écourtée.