

Top European Drivers

Le flux européen reste gouverné par un double narratif de désinflation britannique et de soutien fiscal allemand. La lecture plus faible que prévu de l'inflation au Royaume-Uni à 3.2% en novembre a déclenché une re-tarification agressive de la courbe et une rotation factorielle défavorable à la livre, faisant remonter EUR/GBP vers 0.8785 et propulsant des anticipations de baisse de 25bps à la BoE dès la réunion imminente. Le sterling s'est déprécié d'environ 0.7% face au dollar, tandis que l'euro, bien que plus résilient en croisé, a cédé du terrain contre le billet vert, en baisse de 0.2% à l'approche de la séance nord-américaine. Sur le continent, la stabilité de l'inflation de la zone euro et le relâchement budgétaire allemand continuent d'ancrer l'euro via des flux de diversification, même si l'IFO des anticipations a légèrement reculé et que la paire EUR/USD consolide autour de 1.1715 après un rejet au-dessus de 1.1800. La décision de l'Union européenne d'entériner la sortie progressive du gaz russe d'ici fin 2027 améliore à moyen terme les termes de l'échange et réduit un risque exogène récurrent sur la prime énergie européenne. La sous-performance scandinave persiste dans ce contexte de régimes risque/taux défavorables, alors que l'écart de politique avec le Japon reste visible: EUR/JPY a franchi 182.00, en hausse de 0.25%, traduisant la divergence perçue entre une BCE prudente mais stable et une BoJ toujours graduelle.

Central Banks

La Fed sort d'un assouplissement de décembre et gère désormais le tempo de l'ajustement. Les données d'emploi d'octobre et novembre, avec des créations respectives de -105k puis +64k et une hausse du taux de chômage de 4.4% à 4.6%, renforcent l'idée d'un refroidissement graduel du marché du travail. Christopher Waller a réaffirmé vouloir des taux plus bas in fine, tout en insistant sur l'absence d'urgence à accélérer, un ton assez dovish pour faire refluer les rendements intrajournaliers et permettre aux Treasuries de réduire leurs pertes, mais pas assez pour invalider un dollar porté par le carry et le positionnement de fin d'année. La BoE se trouve à l'opposé du cycle: la surprise désinflationniste a, selon plusieurs maisons, levé les derniers doutes sur une baisse de 25bps immédiate, avec une trajectoire de détente potentiellement plus rapide qu'escompté. La BCE devrait rester en pause et privilégier une communication de prudence, ce qui, par comparaison avec une Fed désormais en mode data-dependent et une BoE engagée dans l'assouplissement, soutient l'euro en croisés tout en limitant les extensions haussières contre le dollar. La BoJ, enfin, demeure sous surveillance à l'approche d'une éventuelle normalisation graduelle: la sensibilité du yen à tout signal de flexibilité accrue reste élevée, mais l'absence de catalyseur ferme maintient pour l'heure le différentiel de taux comme moteur principal. En toile de fond, la réforme des pensions néerlandaises, susceptible d'entraîner des déboulements de swaps de taux et d'exposer les banques à une « basis trap », constitue un risque technique pour la liquidité du marché de l'euro-taux dans les mois à venir.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar s'est raffermi sur un mix de positionnement de fin d'année et d'actualité géopolitique, y compris le durcissement américain sur le pétrole vénézuélien, après un point bas de dix semaines. EUR/USD se maintient sous les sommets récents, autour de 1.1715, l'euro perdant 0.2% au jour mais surperformant la

plupart des G10 hors USD. EUR/GBP s'échange près de 0.8785 sur fond de désinflation britannique, tandis que GBP/USD recule vers 1.3310, en baisse d'environ 0.7%. USD/JPY progresse de 0.55% vers 155.50, le marché privilégiant le portage en amont de la BoJ, et EUR/JPY évolue au-dessus de 182.00, en hausse de 0.25%. Le CAD a effacé une partie de ses gains récents, USD/CAD remontant vers 1.3780 et approchant 1.3800, alors que l'AUD corrige à 0.6620 avant l'échéance CPI américaine; les devises à bête domestique plus élevé en Océanie et en Scandinavie restent sous pression relative. Sur les taux, les Treasuries ont réduit leurs pertes après les remarques de Waller, mais la hausse des taux hypothécaires post-cut a déjà rogné la demande de prêts, signalant une transmission imparfaite de l'assouplissement. En matières premières, l'or affiche un biais positif, autour de \$4,335, en hausse de près de 0.70% sur la séance, la perspective d'une Fed plus conciliante compensant un dollar un peu plus ferme; les flux indiquent un gain d'environ \$4 intraday et une hésitation notable au-dessus de \$4.300, avec des tentatives haussières toujours contenues sous les sommets historiques et une zone de soutien active \$4,260–\$4,270. L'argent consolide ses gains près de \$66.00, au sommet d'une fourchette autour de \$65.00, après un pic à \$66.54, porté par les espoirs de poursuite de l'assouplissement américain. Le pétrole a bénéficié d'un léger soutien sur le risque vénézuélien, tandis que le cacao oscille au gré des révisions de surplus et des flux indicuels.

FX Bias

Le biais directionnel reste légèrement favorable au dollar tant que le différentiel de taux effectif et le portage dominent, ce qui conforte une dynamique macro de refroidissement ordonné aux États-Unis et un momentum toujours défavorable aux devises à portage inférieur. L'euro demeure soutenu en zone euro par les flux de diversification et le relâchement allemand, mais la paire EUR/USD apparaît plafonnée tant que la Fed n'accentue pas sa cadence d'assouplissement; la stratégie reste d'acheter l'euro en croisés plutôt que contre le dollar. La livre pâtit de la ré-ancrage des attentes de politique monétaire, justifiant une approche défensive contre USD, tout en restant attractive contre des devises à profil de risque plus élevé. Le yen reste vulnérable tant que la BoJ ne change pas le régime, ce qui laisse le portage USD/JPY et EUR/JPY prééminent. Les devises océaniques et scandinaves, en particulier NZD, NOK et SEK, demeurent sous pression relative dans un régime de risque plus sélectif et de taux réels toujours restrictifs.

Scénarios Binaires

Sur la BoE, une baisse de 25bps validerait la pression vendeuse sur GBP et favoriserait une extension d'EUR/GBP, tandis qu'un statu quo surprenant déclencherait un short-covering temporaire mais ne renverrait pas l'argument désinflationniste. Côté BoJ, une normalisation graduelle ou un signal plus hawkish provoquerait une détente rapide de USD/JPY depuis la zone 155.50, alors qu'un statu quo prolongerait la prime de portage et maintiendrait le yen sous-offre. Pour la BCE, une pause assortie d'un discours prudent consoliderait un euro en range contre USD et robuste en croisés, alors qu'un ton plus dovish rapprocherait EUR/USD du bas du couloir récent. Aux États-Unis, la poursuite d'une normalisation du marché du travail autour de 4.6% de chômage ferait converger les attentes vers davantage d'assouplissement à horizon 2026, soutenant l'or et le bid sur duration, tandis qu'un ré'accélération des salaires ou de l'inflation raviverait la prime dollar et repousserait les actifs "duration-sensitive". Sur les métaux précieux, un maintien de l'or au-dessus de \$4.300 plaide pour une construction haussière

graduelle malgré un USD plus ferme; un échec répété sous les sommets historiques ouvrirait un retour vers \$4,270.

Conclusion

Le marché arbitre une Fed qui valide l'assouplissement mais refuse la précipitation, une BoE entraînée par la désinflation vers une détente plus tôt que prévu, et une BCE stable qui bénéficie d'un soutien fiscal interne. Ce cadre maintient un dollar soutenu par le carry et le positionnement, un euro résilient en Europe mais constraint face à USD, et un sterling fragilisé par le recalibrage de la courbe. Le yen demeure la variable d'ajustement tant que la BoJ ne modifie pas le régime, tandis que les devises à bêta et à carry faibles restent défavorisées. Les matières premières monétisent le volet "policy put" via l'or et l'argent, malgré un dollar ferme, et l'énergie européenne se trouve structurellement reconfigurée à horizon 2027 par la stratégie gazière de l'UE.

Implication du desk (en recherche de positions)

Nous privilégions tactiquement une exposition longue dollar contre les devises les plus sensibles aux régimes de taux et au risque, en particulier NZD, NOK et SEK, en capitalisant sur le portage et un momentum macro toujours plus favorable aux États-Unis. Sur l'Europe, la préférence va à des achats d'euro en croisés, notamment contre GBP, en profitant de replis vers la zone de 0.8740–0.8785 pour viser une extension vers 0.8850 si la BoE confirme une baisse de 25bps, tout en conservant une approche de range contre USD avec des ventes opportunistes de EUR/USD sur des retours vers 1.1800. Au Japon, nous maintenons un biais acheteur sur USD/JPY au-dessus de 155.00 tant que la BoJ reste graduelle, avec prudence accrue autour de la décision compte tenu de la convexité événementielle. En matières premières, nous favorisons un schéma d'achats sur repli de l'or au-dessus de \$4.300, en visant une reprise des sommets sous condition de stabilité des rendements réels, et restons neutres sur le pétrole en attendant de mesurer l'impact réel du durcissement américain sur le flux vénézuélien. Enfin, nous traitons USD/CAD en range autour de 1.3780–1.3800 en fin d'année, en s'abstenant de poursuivre les cassures tant que le différentiel de croissance nord-américain et les flux saisonniers restent contradictoires.