

Top European Drivers

Le momentum européen est contrasté entre un euro soutenu par l'amélioration relative des différentiels et un socle macro encore hésitant. L'euro a prolongé sa reprise face au dollar en amont de l'ISM américain, tout en s'érodant contre le yen après les signaux plus hawkish de la Banque du Japon, ce qui a fait reculer EUR/JPY d'environ 0,35% sur la séance. En Suisse, la dégradation conjoncturelle domine, avec un PIB du troisième trimestre en contraction de 0,5% sur un trimestre, légèrement plus faible que le consensus à -0,4%, tandis que des ventes au détail plus robustes ont limité la faiblesse du franc dans les croisements européens. Le contexte politique et fiscal reste calme mais non neutre pour les flux, la Suisse ayant rejeté une proposition d'impôt sur les successions à 50%, signal jugé favorable à la stabilité des patrimoines et aux entrées de capitaux. Au Royaume-Uni, l'impact budgétaire sur les factures d'énergie, évalué à 9,5% par certaines études, entretient un biais de volatilité sur l'inflation de début d'année, sans remettre en cause la trajectoire de désinflation sous-jacente. La dynamique de matières premières profite à quelques segments européens: l'or s'est hissé au-dessus de 4 250 \$ et l'argent, porté par des flux d'allocations et la thématique industrielle, a atteint 57,88 \$ et frôle 58,00 \$, soit un gain de 15% cumulé sur six séances, soutenant les valeurs liées aux métaux précieux. Enfin, la réouverture chinoise et la détente commerciale prolongée jusqu'en 2026 ont renforcé le CNY, ce qui allège marginalement le risque importé sur l'inflation européenne via la chaîne de valeur.

Central Banks

Le marché price un adoucissement coordonné mais asynchrone des banques centrales. Aux États-Unis, la probabilité d'un assouplissement dès la réunion des 9-10 décembre a pesé sur le dollar, facteur visible dans la baisse de USD/CHF d'environ 0,25% malgré des fondamentaux helvétiques faibles. Le repricing des Fed funds s'accompagne d'une décompression technique des UST à l'ouverture de mois sous l'effet d'une offre primaire soutenue, mais l'axe directeur demeure la perception d'un pivot monétaire proche. En zone euro, le message attendu de Francfort reste celui de taux "appropriés" au niveau actuel, une guidance qui consolide l'euro en réduisant l'asymétrie dovish perçue en début d'automne. Au Japon, les propos du gouverneur Ueda ont ravivé le scénario d'une hausse en décembre, recentrant la prime de terme en JPY et rabattant les portages directionnels face au yen. En Suisse, la surprise négative de croissance milite pour une posture très prudente de la BNS, ce qui laisse le franc davantage régi par les conditions globales de dollar et de risque que par une prime domestique. En Asie, la vigueur récente du CNY sur fond d'extension de la suspension tarifaire soutient la stabilité régionale, tandis que les risques d'intervention explicite demeurent sur le JPY et le KRW si la volatilité s'accélérerait. Ailleurs, la Banque d'Angleterre devrait prolonger l'attente, la transmission budgétaire britannique sur l'énergie appelant plus d'observation que d'action immédiate.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le marché des changes s'installe dans un régime de dollar plus faible et de portage sélectif. EUR/USD s'échange sur des plus hauts de deux semaines au-delà de 1,1630, alors que GBP/USD reste ancré autour de 1,3230 en amont de l'ISM. USD/JPY tente de rebondir depuis la zone 155,15/155,35, freinée par le repositionnement de la courbe JPY. En Europe, EUR/CHF consolide vers 0,9324 après un plus haut

intraday à 0,9338, tandis que USD/CHF glisse vers 0,8010, reflet d'une faiblesse du dollar plus que d'une force structurelle du franc. En matières premières, l'or dépasse 4 250 \$ avec un gain intraday d'environ 4 \$, et l'argent progresse vers 58,00 \$ après un point haut à 57,88 \$. En Asie, le renminbi onshore a touché 7,0742 par dollar, ses meilleurs niveaux depuis octobre 2024, et USD/CNH a inscrit ses plus bas depuis la même période malgré une contraction inattendue du PMI privé chinois. L'AUD/USD demeure atone autour de 0,6550, et le CAD tient bon malgré un léger retrait face au dollar. En émergents, l'INR sous-performe, pénalisé par des sorties de capitaux alors que la production industrielle indienne a ralenti à 0,4% en octobre. Côté taux, les Treasuries ont reculé à la faveur d'une vague d'émissions corporatives de début de mois et après la baisse des JGB, sans invalider la détente des anticipations d'inflation. Les flux M&A dans l'énergie et la gestion d'actifs restent actifs, avec une acquisition de pipelines dans le Permien à 1,25 milliard de dollars et un rachat d'un spécialiste ETF autour de 2 milliards, signes d'un appétit de consolidation en fin d'année.

FX Bias

Le biais de court terme reste acheteur sur USD, EUR et GBP dans une logique de portage-croissance et de momentum macro, avec une préférence tactique pour vendre les devises à bêta plus élevé ou à sensibilité matière première hors métaux précieux. La pression relative demeure sur le NZD, la NOK et la SEK, où la combinaison d'un cycle domestique plus fragile et d'une prime de carry moins défensive pèse lorsque le cycle global s'assagit. Le CHF apparaît davantage corrélé aux impulsions USD qu'à ses fondamentaux, la faiblesse du PIB limitant la capacité de surperformance durable du franc. Le JPY gagne en qualité de couverture directionnelle à l'approche de la BoJ, mais la persistance de différentiels réels négatifs en fait toujours une devise à traiter tactiquement plutôt que structurellement. En Asie, la fermeté du CNY offre un ancrage régional, mais ne remet pas en cause une préférence pour des positions longues USD contre les devises les plus cycliques du G10 lorsque le marché reprise trop agressivement le pivot de la Fed.

Scénarios Binaires

Un scénario d'assouplissement de la Fed dès décembre, couplé à un ISM manufacturier en dessous des attentes, prolongerait la détente du dollar et favoriserait une extension de EUR/USD au-dessus de ses récents sommets, tout en plaçant USD/JPY sous pression si la BoJ confirme une hausse ce mois-ci. À l'inverse, une Fed patiente assortie d'un ISM plus résilient réactiverait la prime de rendement américaine, ramènerait EUR/USD vers ses supports récents et relancerait le portage contre JPY, surtout si Tokyo temporise. En Europe, un message de l'ECB inchangé mais ferme sur la durée des taux élevés consoliderait l'euro contre NOK et SEK, tandis qu'un ton plus conciliant rouvrirait l'espace de sous-performance contre le dollar. En Suisse, la poursuite d'indicateurs faibles après la chute de 0,5% du PIB q/q raviverait le risque d'un franc piloté par l'aversion au risque mondiale plutôt que par des hausses de taux domestiques. En Asie, la continuité d'un CNY ferme allégerait les pressions importées en Europe, tandis qu'un nouveau trou d'air de l'industrie chinoise revaloriserait les actifs USD de refuge. Enfin, la trajectoire des métaux précieux restera très sensible à l'orientation des taux réels: des rendements réels US en baisse entretiennent l'or au-dessus de 4 250 \$ et l'argent près de 58,00 \$, alors qu'un reflux des anticipations de baisse de la Fed exposerait ces niveaux à des prises de profit.

Conclusion

Le régime de marché demeure celui d'un pivot monétaire global anticipé, d'une croissance hétérogène et d'une réallocation vers les actifs de qualité, dans un contexte où l'Europe bénéficie d'un soulagement relatif sur les différentiels de taux mais reste contrainte par des PMI en berne. L'euro se tient mieux que prévu face au dollar et aux cycliques, aidé par une ECB ferme, tandis que la Suisse enregistre une faiblesse macro qui prive le franc de catalyseur domestique. Le Royaume-Uni voit l'axe inflation/énergie prolonger la vigilance de la BoE, sans changer la nature portage du sterling. Le Japon redevient un risque directionnel pour les positions de portage, et l'Asie est soutenue par un CNY plus fort. Dans ce cadre, le dollar conserve une valeur tactique en période de stress de données, même si le bêta du billet vert s'est abaissé à l'approche de la Fed. Les métaux précieux, avec un or au-delà de 4 250 \$ et un argent ayant touché 57,88 \$, traduisent l'arbitrage contre les taux réels et la recherche de diversification en fin d'année. Sur le plan micro, l'activité M&A, du midstream énergétique à la gestion indicelle, signale un appétit de risque sélectif et discipliné.

Implication du desk (en recherche de positions)

Nous privilégions une construction de portefeuille tournée vers des achats sélectifs de USD, EUR et GBP contre les devises cycliques plus vulnérables. Tactiquement, des achats de USD contre NZD, NOK et SEK présentent un profil rendement/risque attractif tant que la combinaison de carry, momentum macro et régime de taux reste favorable au dollar en phase de données américaines mixtes. En Europe, l'achat d'euro contre NOK et SEK apparaît pertinent au regard de la résilience relative de l'ECB et de la dégradation nordique, avec une gestion serrée du risque autour des publications d'inflation. Sur le franc, nous privilégions des achats sur repli de EUR/CHF, le choc de croissance suisse et la sensibilité du CHF au cycle global limitant le potentiel d'appréciation autonome, tout en évitant l'exposition directionnelle au risque si l'aversion globale se réactive. Sur le yen, nous favorisons des ventes de rallyes de USD/JPY uniquement en anticipation d'une action concrète de la BoJ, en gardant une taille prudente tant que les différentiels nominaux persistent. Enfin, la forte accélération des métaux précieux incite à conserver un biais défensif sur les devises pro-cycliques liées aux métaux de base, tout en acceptant que l'environnement de taux réels mobiles puisse générer des à-coups; la discipline sur les entrées, avec des niveaux déclencheurs alignés sur les parutions d'ISM et de NFP, demeure centrale pour stabiliser le bêta global du portefeuille.