

Top European Drivers. En Europe, le flux dominant reste la désinflation maîtrisée et la résilience modérée de l'activité. L'inflation de la zone euro de novembre a été conforme aux attentes, avec un noyau à 2,4% en glissement annuel et un indice général à 2,2%, ce qui consolide l'idée d'une BCE patiente mais non pressée de signaler des baisses rapides. L'euro s'en est trouvé soutenu en amont des données américaines, EUR/USD inscrivant des plus hauts d'un mois autour de 1,1670, tandis que le cross EUR/JPY est resté ancré proche de 181,30 dans un marché prudent sur la BoJ. En Suisse, l'inflation a glissé à 0,0%, ancrant l'idée d'une SNB plus conciliante et gardant EUR/CHF stable malgré la faiblesse structurelle du franc. Au Royaume-Uni, la livre a surperformé le dollar avant l'ADP, progressant d'environ 0,5% vers 1,3280, portée par un contexte de désinflation graduelle et de courbe UK en phase de re-steepening mesuré. L'environnement actions européen a retrouvé son calme après l'"AI wobble", mais le FTSE 100 a enchaîné une seconde séance de repli, signe que la sélectivité par secteurs domine, alors que la sensibilité aux taux l'emporte encore sur la poussée de bénéfices attendue en 2025, illustrée par les prévisions d'IDC d'une hausse de 6% des livraisons d'iPhone à 247,4 millions d'unités.

Central Banks. Le choc de l'ADP américain, avec 32 000 destructions d'emplois en novembre contre un gain de 5 000 attendu et une hausse annuelle des salaires de 4,4%, a ravivé le pricing d'assouplissement rapide de la Fed et déclenché un mouvement de baisse du dollar avant l'ISM des services. Les marchés considèrent un assouplissement quasi intégralement escompté à très court terme, ce que reflètent des taux courts contenus et des primes de terme compressées. Côté BCE, le message de stabilité de Philip Lane, qui ne veut ajuster la politique qu'en cas de déviation large et persistante des données, cadre avec une inflation à 2,2% et un core à 2,4%: le Conseil restera en mode attente, calibrant l'assouplissement sur l'horizon 2025 plutôt que sur un calendrier précipité. La SNB aborde sa réunion avec une inflation à 0,0%, ce qui milite pour une posture prudente et laisse le franc vulnérable si la communication ancre un biais accommodant. La BoJ demeure l'autre pivot: les anticipations d'un relèvement en décembre ont assagi USD/JPY autour de 155,70, dans un marché où le momentum technique devient légèrement baissier et la sensibilité aux signaux de normalisation s'accroît. En Asie-Pacifique, la RBA a validé un statu quo tactique, tandis que le PIB australien du T3 à 0,4% t/t, inférieur à la prévision de 0,5% mais avec un T2 révisé à 0,7% et une dynamique annuelle proche de 2%, ancre un profil « higher for longer » local. En Inde, la faiblesse de l'INR, avec USD/INR au-delà de 90,00 près de 90,50, porte l'attention sur la RBI, alors que le différentiel de croissance et la balance des paiements testent la tolérance de la banque centrale. Enfin, le flux structurel d'achats d'or par les banques centrales, avec 53 tonnes nettes en octobre menées par la Pologne et le Brésil, continue de soutenir le métal jaune sur fond de baisse des rendements réels.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities). Le dollar a reculé en amont de l'ISM et des rumeurs de recomposition à la tête de la Fed, un mouvement qui a profité aux devises cycliques et émergentes, l'indice EMFX rebondissant après l'ADP. EUR/USD a prolongé sa poussée vers 1,1670, GBP/USD a touché 1,3280, et USD/CHF s'est tassé de 0,25% autour de 0,8010, tandis que EUR/CHF est resté stable dans l'attente de la SNB. En Asie, AUD/USD a poursuivi son redressement vers 0,6600 malgré un PIB du T3 légèrement décevant, le marché privilégiant la constitution d'un plancher technique après un rebond au-dessus de la zone 0,6410 et la reprise de la moyenne 200 jours; USD/JPY a temporisé près de 155,70 avant la BoJ. Sur les taux, l'ADP négatif a induit un léger bull flattening des courbes US, la volatilité réalisée restant contenue et les marchés monétaires consolidant une forte probabilité d'assouplissement proche. En

Europe, Bunds et Gilts se traitent dans des ranges étroits, reflétant un discours central balisé et une inflation en ligne. Les matières premières ont été tirées par l'or, qui s'est affermi au-dessus de 4 200 dollars l'once, autour de 4 220, soutenu par la contraction des rendements réels et par les achats officiels. L'argent a marqué une pause après sa percée, reculant de 0,89% à 58,05 dollars, contre 58,57 la veille, tout en conservant une dynamique haussière vers la bande 59,60/59,90 mise en avant par l'analyse technique. Les marchés de matières premières agricoles restent bien tenus, le sucre se stabilisant sur fond de probables arbitrages accrus de canne vers l'éthanol au Brésil, tandis que l'énergie évolue sans catalyseur directionnel à très court terme.

FX Bias. Le régime de marché demeure dominé par les taux et le carry, avec un momentum macro qui penche en faveur des monnaies à différentiel réel positif et des actifs offrant une visibilité relative. Dans ce cadre, nous conservons un biais constructif sur USD, EUR et GBP, malgré la faiblesse tactique du billet vert induite par l'ADP et un pricing d'assouplissement agressif. L'euro bénéficie d'une inflation davantage prévisible et d'un policy mix moins restrictif à l'horizon 2025, la livre d'une prime de carry relative et d'un bêta au risque modéré. À l'inverse, nous maintenons une pression relative sur NZD, NOK et SEK, pénalisées par une combinaison d'élasticité au cycle mondial, de liquidité moindre et de valorisations redevenues exigeantes après le rally des actifs risqués. L'AUD reste un achat tactique sur repli tant que la zone 0,6410 tient et que la RBA reste « on hold », mais sa sensibilité au cycle chinois impose une gestion stricte du timing.

Scénarios Binaires. À très court terme, l'ISM des services est le catalyseur clé. Un indice robuste réactiverait la thèse d'un atterrissage en douceur, retendrait légèrement l'avant de courbe US et favoriserait un rebond du dollar, au détriment d'EUR/USD et des devises high beta, tout en limitant la cassure haussière de l'or au-dessus de 4 220. Inversement, une nouvelle déception prolongerait l'aplatissement bull, approfondirait la correction du dollar et laisserait l'or accélérer vers de nouveaux sommets, avec une surperformance d'EMFX et des G10 pro-cycliques comme AUD. Sur le Japon, une hausse de la BoJ acterait la normalisation et renforcerait la pression baissière sur USD/JPY, avec propagation aux crosses EUR/JPY et GBP/JPY; un statu quo repousserait la normalisation mais n'annulerait pas le biais baissier de moyen terme du dollar contre yen, tant que les différentiels réels US se contractent. En Suisse, une communication SNB accommodante avec une inflation à 0,0% favoriserait un biais haussier sur EUR/CHF; une inflexion plus hawkish serait une surprise qui soutiendrait CHF de façon éphémère compte tenu du contexte désinflationniste. Enfin, la RBI se situe sur un fil: un ancrage de politique et de liquidité serait nécessaire pour stabiliser l'INR autour de 90,50, faute de quoi le marché testera la tolérance de la banque centrale sur de nouveaux sommets de USD/INR.

Conclusion. Le tableau d'ensemble reste celui d'une fin de cycle désinflationniste où la dynamique de croissance ralentit sans rupture, comme le montrent l'ADP à -32 000 et la modération salariale à 4,4%, tandis que l'Europe se rapproche de sa cible avec un headline à 2,2% et un core à 2,4%. Dans ce régime, le facteur taux demeure le driver principal des changes et des matières premières, justifiant la fermeté de l'or au-dessus de 4 200 dollars et une volatilité contenue sur les courbes. La prochaine séquence de données américaines et les réunions BoJ/SNB arbitreront l'extension du rallye risque et la direction tactique du dollar. À moyen terme, le portage et le momentum macro favorisent encore USD, EUR et GBP

contre les devises à bêta élevé et à ancrage politique plus fragile, dans un environnement où la demande officielle de métaux précieux ajoute une couche de soutien aux actifs réels.

Implication du desk (en recherche de positions). Nous privilégions une approche sélective et asymétrique. Sur G10, nous recherchons des points d'entrée vendeurs tactiques sur EUR/USD à proximité de 1,17 via structures optionnelles, afin de concilier le biais fondamental pro-dollar porté par le carry avec le risque de squeeze additionnel si l'ISM déçoit; en parallèle, un biais acheteur sur EUR/CHF se justifie tant que l'inflation suisse reste à 0,0% et que la SNB entretient un ton prudent. Sur GBP, nous privilégions la livre contre SEK et NOK, capitalisant sur le différentiel de portage et la sensibilité plus élevée des scandinaves au cycle mondial. En Asie, la volatilité directionnelle sur USD/JPY devrait remonter avec la BoJ: un achat de gamma court terme nous semble approprié pour capturer un break de 155,70. L'AUD demeure un achat opportuniste sur replis vers la zone 0,6470/0,6500 tant que le support 0,6410 tient et que la moyenne 200 jours reste reprise, mais l'exposition doit être calibrée au risque Chine. Enfin, sur les métaux, nous restons acheteurs d'or sur retours vers 4 180/4 200 dollars avec un stop serré, tout en prenant des profits partiels sur l'argent à l'approche de 59,60/59,90 compte tenu de la performance récente et de la respiration à 58,05 observée. Ce positionnement reste conditionné à la validation d'un ISM non explosif et à un pricing de la Fed qui n'aille pas au-delà d'un cycle d'assouplissement déjà très avancé dans les attentes.