

Top European Drivers

La dynamique européenne s'est légèrement redressée en marge d'un environnement global plus porteur pour le risque. La production industrielle de la zone euro a progressé de 0,2% en septembre, après un repli de 1,1% en août, ce qui a soutenu l'euro sur fond de repositionnements tactiques contre les devises scandinaves et le franc. Les flux actions restent contrastés, avec un avertissement sur valorisation dans les utilities européennes et un signal négatif du résidentiel haut de gamme à Londres, où une transaction à 32,9 millions de dollars s'est conclue avec une décote de 50%, symptôme d'un ajustement toujours en cours des actifs sensibles aux taux et à la liquidité. Au Royaume-Uni, la déception sur le PIB du troisième trimestre, à 0,1% en variation trimestrielle et 1,3% en glissement annuel, n'a pas suffi à casser l'appétit de risque sur les croisements à bêta élevé, mais elle laisse la livre vulnérable face à des devises à carry plus attractif hors yen. Sur les matières premières, l'aluminium poursuit sa remontée sur fond de tensions d'offre, avec une performance annuelle d'environ 13% et un soutien visible des métaux de base à la complexe matières premières européen, même si la correction marquée du pétrole fragilise le bloc nordique. L'euro reste bien orienté en croisant ces facteurs domestiques avec un contexte externe de dollar plus hésitant et de flux vers les actifs de qualité relative au sein de la zone.

Central Banks

La fin du shutdown américain a levé un risque binaire immédiat tout en compliquant la lecture du calendrier de données, repoussant la visibilité sur l'inflation et l'emploi et alimentant un biais de prudence sur la trajectoire de la Fed. Dans l'intervalle, le marché a réduit le premium de risque sur les actifs risqués et pénalisé le dollar sur la marge, une faiblesse visible face au franc suisse. Le signal qui domine reste celui d'un cycle de désinflation lent et d'un assouplissement qui n'est ni imminent ni linéaire, ce qui ancre la prime de carry du dollar contre les devises à politique ultra-accommodante. À la BCE, le léger mieux industriel ne change pas la posture d'attente: les membres conserveront une rhétorique data-dépendante, en surveillant l'activité manufacturière et la boucle salaires-marges. La Banque d'Angleterre demeure coincée entre une croissance mollassante et une inflation encore élevée; la stratégie de "higher for longer" subsiste, mais le ton reste conditionnel et sensible aux surprises d'activité. À Tokyo, le risque d'intervention augmente à mesure que USD/JPY teste la zone 155,20, avec une vigilance accrue au-delà de 155,55; l'écart de rendement continue de tirer la paire tandis que la probabilité d'un resserrement plus rapide de la BoJ retombe. En Australie, la surprise positive sur l'emploi réduit la nécessité d'un assouplissement précoce et consolide le soutien à l'AUD, validant la défense de supports techniques majeurs. En Inde, la montée de paris accommodants sur la RBI pèse sur l'INR, reflet d'un différentiel de carry et d'inflation moins favorable que pour le dollar.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar a reculé en tête de G7, l'indice DXY glissant vers 99,00 avec un momentum haussier quotidien en voie d'épuisement, et USD/CHF traitant plus bas autour de 0,7950, en baisse de 0,30% sur la séance, dans le sillage de la réouverture du gouvernement américain et d'une lecture plus souple de la Fed. EUR/USD a consolidé ses gains près de 1,1615 après un pic au-dessus de 1,1630, tandis que EUR/JPY a prolongé son rally vers 179,82, proche de nouveaux sommets historiques, signe d'un appétit de risque persistant en

Asie et en Europe. USD/JPY évolue en régime de faible volatilité autour de 155, avec un marché conscient du risque d'intervention au-delà des repères techniques mentionnés. La livre reste mixte: GBP/JPY tient au-dessus de 203,50 malgré les données mitigées, et GBP/USD s'inscrit plutôt en latéral dans une fourchette de court terme. Le complexe océanien est différencié, l'AUD se stabilisant sur ses moyennes longues et le NZD confinant dans une bande étroite. Le dollar canadien s'apprécie à la marge, USD/CAD refluant sous 1,40, porté par l'amélioration du sentiment global malgré la pression du baril. Sur les taux, la courbe américaine a légèrement bull-steepé, les Bunds ont suivi avec des spreads périphériques contenus, reflétant un retour sélectif au risque sans capitulation sur la prime de terme. Les matières premières restent sous pression côté énergie, le WTI testant 58,00 dollars et évoluant autour de 58,20 dollars après une chute récente proche de 4% qui l'a vu clôturer vers 58,5 dollars, sur fond d'anticipations d'excédent d'offre et d'un rapport de stocks défavorable. L'or prolonge sa hausse vers des plus hauts de trois semaines, bénéficiant d'un dollar plus faible et de la baisse des rendements réels, tandis que l'aluminium continue de se distinguer grâce aux contraintes d'offre. Le flux d'actualités corporates nourrit le bœuf technologique mondial, avec un financement de 2,3 milliards de dollars pour Cursor à une valorisation de 29,3 milliards de dollars, soit une multiplication par 12 depuis janvier, et une progression de 15% des revenus trimestriels de Tencent, alors que le ralentissement de la consommation chinoise transparaît dans un Singles' Day décevant, avec des métriques de croissance hétérogènes autour de 26,6% et 14,2% selon les segments et plateformes.

FX Bias

Le contexte reste favorable aux portages positifs et aux devises adossées à des différentiels de taux résistants, ce qui plaide pour une posture constructive sur le dollar, l'euro et la livre, tout en conservant une sélectivité accrue face au yen et au franc pour tenir compte de risques d'intervention et d'illiquidité. La faiblesse des devises cycliques à bas carry demeure un thème, en particulier le NZD et les scandinaves, pénalisés par la mollesse des matières premières énergétiques et par la sensibilité au cycle européen encore fragile. À court terme, nous privilégions l'achat de dollar sur repli contre NZD et NOK, l'appréciation relative de l'euro contre SEK dans un contexte de normalisation lente en zone euro et de dépendance de la Suède aux conditions financières globales, et un biais acheteur prudent sur la livre contre SEK, en misant sur la résilience du carry sterling malgré le bruit macro domestique. Sur l'océanien, l'AUD devrait surperformer le NZD à la faveur de la réévaluation des anticipations RBA post-emploi, tandis que sur USD/JPY l'asymétrie liée au risque d'intervention incite à privilégier les expressions dollar haussier hors yen.

Scénarios Binaires

Le premier nœud d'incertitude porte sur la trajectoire américaine après la réouverture fédérale: si les prochaines publications, à mesure qu'elles réapparaissent, confirment une désinflation ordonnée et une croissance modérée, le marché prolongera le régime de portage avec un dollar soutenu par les taux réels, une courbe plus pentue et un appétit mesuré pour le risque; à l'inverse, un retour de surprises d'inflation récalcitrante forcerait un repricing hawkish, renforçant le dollar de manière plus large et pénalisant les beta-FX. Le second embranchement concerne le Japon: si USD/JPY franchit durablement 155,20 et défie 155,55 sans réaction officielle, la mécanique de carry reprendra le dessus et poussera encore les

croisements en yen; à l'opposé, une action coordonnée, même verbale, alimenterait une correction rapide et désordonnée sur les positions longues en yen courts. Troisième pivot, l'énergie: si les craintes d'excédent se confirment et que le WTI s'installe autour de 58 dollars, la pression restera palpable sur NOK et CAD, alors qu'un resserrement de l'offre redresserait ces devises et ferait remonter les anticipations d'inflation implicites. Enfin, la Chine demeure un facteur de dispersion: des signes persistants de frugalité des ménages, déjà visibles dans les statistiques mitigées du Singles' Day, contrasteraient avec la vigueur ponctuelle des revenus technologiques et pèseraient sur l'Asie FX hors carry, alors qu'une stabilisation plus franche soutiendrait les devises à bête régional et le sentiment global.

Conclusion

Le cadre de marché s'organise autour d'un triptyque carry, momentum macro et régimes de risque qui favorise encore les devises à différentiels de taux robustes, tout en rappelant la nécessité d'une sélection rigoureuse des expressions directionnelles. L'Europe imprime un signal d'amélioration à la marge via l'industrie, suffisant pour soutenir l'euro contre les périphéries les plus cycliques mais pas pour enclencher un rerating agressif tant que la demande finale reste molle. Le Royaume-Uni demeure bridé par la croissance, sans remise en cause immédiate du portage sterling. La pression sur l'énergie fragilise le bloc scandinave, alors que l'appétit pour le risque, nourri par des nouvelles corporates en technologie et par la disparition du risque de shutdown immédiat, entretient les flux vers les actifs en dollars et en euros. Dans ce contexte, la prudence s'impose sur le yen du fait du risque d'intervention et sur le franc comme valeur refuge en reflux lorsque le risque se normalise.

Implication du desk (En recherche de position)

Nous recherchons des points d'entrée pour renforcer des positions longues USD contre NZD et NOK, en s'appuyant sur la combinaison d'un différentiel de taux favorable, d'un momentum macro supérieur aux pairs et d'un choc négatif sur les termes de l'échange lié à un WTI ancré autour de 58,0-58,5 dollars après une glissade d'environ 4%. Nous privilégions par ailleurs des positions longues EUR contre SEK, avec un ajout opportuniste de GBP contre SEK selon le flux de données britanniques, l'ensemble calibré pour capter le portage tout en limitant l'exposition directionnelle au dollar global. Sur l'océanien, nous favorisons AUD contre NZD à la faveur de la résilience du marché du travail australien et de la défense des supports techniques majeurs. Sur USD/CHF, la faiblesse actuelle consécutive à la réouverture américaine est vue comme transitoire et offre un biais d'achat sur repli plutôt que de poursuite, tandis que sur USD/JPY nous évitons le beta directionnel et privilégions des couvertures d'événements en anticipation d'un risque d'intervention accru autour de la zone 155,20-155,55. Enfin, la composante or est maintenue comme couverture macro tactique contre un écart de scénario inflationniste, tandis que l'exposition actions cycliques européennes demeure sélective compte tenu des signaux divergents entre métaux industriels en soutien et immobilier haut de gamme toujours en correction.