

Top European Drivers

L'euro a cédé une partie de ses gains en fin de semaine, l'EUR/USD se détachant de ses récents sommets malgré une série de données européennes plutôt constructives. La confirmation d'une croissance du PIB de la zone euro à 0,2% trimestre sur trimestre pour le troisième trimestre entretient l'idée d'un plancher cyclique, mais sans élan suffisant pour casser les résistances techniques, d'autant que plusieurs maisons jugent 1,1685 peu menacé à court terme. La dynamique intra-européenne reste contrastée: l'EUR/JPY évolue proche d'un plus haut pluriannuel autour de 180 dans un contexte de doute persistant sur la trajectoire du BoJ, tandis que l'EUR/CHF enfonce ses plus bas de 2024 avec un risque d'extension vers 0,9170/0,9160 puis 0,9100 si l'aversion au risque se prolonge. Au Royaume-Uni, le rétrécissement du trou budgétaire à 20 milliards de livres n'efface pas la prime de risque fiscale alimentée par le débat sur la trajectoire des recettes, ce qui maintient l'EUR/GBP au-dessus de 0,8850 malgré quelques tentatives de rebond de la livre. Les actions européennes ont surperformé leurs homologues américaines cette semaine, mais l'environnement macro-financier reste tiré entre une désinflation qui s'essouffle et une croissance molle, avec en toile de fond des signaux de tensions ponctuelles dans les chaînes tech — la hausse des prix des mémoires jusqu'à 60% annoncée par un grand fabricant en est l'illustration. Côté pétrole, la lecture de l'AIE d'un marché «très bien approvisionné» a contenu les anticipations de chocs offre, et, bien que les prix aient progressé d'environ 0,5% hier, le bêta cyclique de la NOK continue de réagir plus négativement que la SEK aux accès de prudence. En bruit de fond sectoriel, la perte de revenus potentiels de 232 millions de dollars par an liée à un accord manqué dans le football européen rappelle que la normalisation post-pic de recettes atteint aussi l'écosystème des clubs.

Central Banks

Le message de politique monétaire en Europe demeure de stabilité. Mārtiņš Kazāks a réaffirmé que l'inflation reviendrait vers l'objectif de 2% et qu'il n'y avait pas lieu d'ajuster les taux dans l'immédiat, ce qui ancre les rendements et cadre l'euro dans un corridor de consolidation. Au Royaume-Uni, la perspective d'un assouplissement de la Banque d'Angleterre en 2025 reste discutée, mais les risques fiscaux dominent le court terme. Aux États-Unis, la devise intègre davantage un scénario de données plus molles et de re-pricing prudent des baisses de taux, même si les paris de coupes rapides ont été réduits, ce qui nourrit un dollar tactiquement erratique mais fondamentalement soutenu par le carry. Au Japon, l'absence de guidance ferme du BoJ entretient la faiblesse du yen malgré des craintes cycliques globales, un cocktail qui laisse l'USD/JPY proche des sommets récents. En Chine, la Banque populaire continue de signaler sa préférence pour une monnaie plus ferme, avec un fixing à 7,0825 et un renforcement cumulé d'environ 0,5% de l'USD/CNY depuis fin septembre, tandis que le USD/CNH reste coiffé par sa moyenne 50 jours autour de 7,12 et teste à 7,08 l'arête basse d'un range. En Inde, le reflux de l'inflation de gros vers 1,21% accompagne un léger fléchissement de l'USD/INR, ce qui conforte une RBI en mode attentiste.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Sur le G10, l'EUR/USD évolue autour de 1,1615, en hausse hebdomadaire de 0,45% après un rallye de sept séances mais sans extension décisive; l'EUR/JPY se maintient vers 179,80, et l'USD/CHF a enfoncé 0,7900, reflet d'une demande de franc sur fond de prudence. La livre se retient mieux que les données

domestiques ne le suggèrent mais cède du terrain en croisé contre l'euro; le GBP/JPY a reflué après 204,00 et l'EUR/GBP se tient près de 0,8860. Le NZD/USD progresse de 0,35% vers 0,5675, un mouvement plus technique que fondamental au vu d'un contexte global peu porteur pour les devises cycliques. En Amérique du Nord, l'USD/CAD teste la zone 1,4045 dans un environnement risk-off intermittent. En Asie, l'USD/CNH bute sous 7,12 avec risque d'extension des baisses vers 7,05–7,01 en cas de cassure de 7,08; l'USD/INR s'effrite vers 88,85 à l'ouverture. Les taux coûts restent encadrés par une rhétorique de statu quo de la BCE et un ajustement graduel des anticipations Fed; la volatilité implicite sur devises recule marginalement mais reste sensible aux surprises sentiment. Les matières premières s'inscrivent en rebond mesuré: le WTI cote 59,42 dollars contre 58,56 la veille et le Brent 63,52 contre 62,69, l'interprétation d'un marché du brut bien approvisionné atténuant la pente haussière. L'or se redresse timidement mais demeure sous 4 200 dollars, l'appétit pour les achats restant faible à la faveur d'une réduction des paris de baisses rapides de la Fed.

FX Bias

Le biais tactique reste constructif sur le dollar, l'euro et, dans une moindre mesure, la livre, portés par une combinaison de carry, de momentum macro relatif et d'un régime de risque plus discriminant vis-à-vis des devises à bêta élevé. Nous privilégions d'être vendeurs sur le NZD contre USD et EUR sur rebonds compte tenu d'un mix externe défavorable et d'un différentiel de portage qui ne compense pas la cyclicité, tout en restant prudents sur la NOK face à un pétrole plafonné par une offre perçue comme abondante et une sensibilité exacerbée à l'aversion au risque par rapport à la SEK. Le CHF conserve un statut de couverture de queue qui limite l'aptitude de l'USD/CHF à rebondir violemment, mais la portance du dollar plaide pour acheter les replis. L'euro reste soutenu par la stabilisation de la croissance à 0,2% t/t et un contexte bancaire résilient, tout en butant sous 1,1655/1,1685.

Scénarios Binaires

Dans un scénario de normalisation douce, la croissance mondiale se tasse sans rupture, l'énergie reste contenue par une offre robuste et la Chine stabilise son change avec un USD/CNY sous contrôle; les taux réels se maintiennent, ce qui favorise un USD ferme contre les devises cycliques, un EUR résilient en range haut et une GBP neutre tant que le risque budgétaire est gérable. À l'inverse, un retour de la peur de croissance, alimenté par des signaux d'investissement hésitants en Chine et par des chocs de prix spécifiques dans la tech comme la hausse de 60% des mémoires, ré-animerait l'aversion au risque: le CHF et, dans une moindre mesure, le JPY capterait des flux, l'EUR/CHF casserait davantage, la NOK sous-performerait la SEK, et les marchés reviendraient sur des anticipations de soutien des banques centrales, ce qui redonnerait de la convexité aux segments défensifs. Les catalyseurs tactiques à surveiller incluent la trajectoire fiscale britannique, l'ancrage des anticipations d'inflation américaines et l'aptitude de l'euro à passer durablement au-dessus de 1,1655 sans menacer 1,1685.

Conclusion

Le message agrégé est celui d'un portage qui continue de dicter le prix des devises majeures, avec un USD encore soutenu par le différentiel de taux et un EUR conforté par une stabilisation macro sans excès de

zèle monétaire de la BCE. Les actifs européens profitent d'un répit relatif, mais la structure de risque reste asymétrique sur les devises cycliques, particulièrement le NZD et la NOK, dans un cadre pétrole bien approvisionné et une demande mondiale inégale. La robustesse du CHF en période de doute continue de peser sur les crosses européens périphériques, tandis que la faiblesse persistante du JPY entretient des sommets sur l'EUR/JPY. La priorité demeure la discipline sur les niveaux techniques clés et la sélection de portages de qualité.

Implication du desk (En recherche de position)

Nous restons en phase d'observation active pour vendre le NZD sur rebond face au USD et à l'EUR, tirer parti de la sous-performance structurelle de la NOK versus SEK en périodes de stress et accumuler du USD sur replis contre SEK et CHF dans une optique de portage discipliné. Sur l'EUR/USD, nous privilégions une approche contrariante à proximité de 1,1655 avec l'idée qu'un dépassement de 1,1685 reste peu probable à ce stade. Enfin, nous monitorons les niveaux de l'USD/CNH autour de 7,08 pour capter une extension de la force du CNY et l'impact potentiel sur le complexe Asie-Pacifique. Nous n'avons pas encore initié de positions et recherchons des points d'entrée à meilleur ratio rendement/risque à très court terme.