

Top European Drivers

Le flux européen est dominé par la réécriture du mix macro-fiscal au Royaume-Uni et par le choc de termes de l'échange induit par la détente énergétique. Le budget d'automne présenté par la Chancelière de l'Échiquier introduit une hausse de 2% des taux d'imposition sur les revenus de l'épargne, des dividendes et de la propriété, avec l'OBR qualifiant l'ensemble de troisième plus important relèvement d'impôt à horizon moyen depuis 2010, tandis que l'exécutif exclut tout retour à l'austérité et maintient l'investissement public. Le signal est doublement pertinent pour les actifs britanniques: il renforce l'offre de gilts et durcit la contrainte de revenu disponible, mais améliore la crédibilité budgétaire et la prime de risque souveraine à moyen terme; à court terme, les analyses de sell-side convergent vers une pression directionnelle sur la livre, avec des risques implicites de baisse toujours prévaluents. Sur le continent, l'amélioration du narratif géopolitique autour d'un cadre de paix en Ukraine, que Moscou évalue avec prudence, agit en catalyseur. La baisse des prix de l'énergie en Europe, où le gaz a touché un point bas de dix-huit mois, allège la facture d'importation, soutient le revenu réel et resserre les spreads intra-zone. Les métaux industriels en profitent aussi, avec le cuivre LME en approche des 11 000 dollars la tonne, reflet d'un dollar plus faible et d'un appétit cyclique latent. Dans ce contexte, l'euro reste techniquement sous-évalué malgré son redressement et tend à se rapprocher d'une juste valeur de court terme vers 1,17 si le scénario de détente géopolitique se confirme. Sur le plan de la stabilité financière, la BCE via sa revue de novembre souligne que les vulnérabilités demeurent élevées du fait des incertitudes géoéconomiques et de l'impact des tarifs, un rappel utile alors que la transmission du resserrement passé se poursuit et que les buffers de liquidité des acteurs non bancaires restent hétérogènes.

Central Banks

La micro-dynamique de taux est de plus en plus dictée par une Fed perçue comme accommodante à l'horizon proche, avec une probabilité accrue de baisse dès décembre, ce qui a comprimé les différentiels US-G6 et pesé sur le dollar en début de semaine. Cette inflexion nourrit les flux vers les actifs réels: l'or a consolidé près de ses sommets de deux semaines, progressant d'environ 4 dollars sur la séance et préservant un ancrage au-dessus de 4 150 dollars, avec 4 210 dollars en ligne de mire; certains scénarios de banque d'investissement propulsent même un cap à 5 000 dollars en 2026. En Asie-Pacifique, la RBNZ a livré une baisse attendue de 25 pb, portant le taux directeur à 2,25% tout en signalant un possible terme à son cycle d'assouplissement, ce qui a déclenché un rebond paradoxal mais classique de "hawkish cut" du dollar néo-zélandais. L'Australie a vu son inflation d'octobre surprendre à la hausse, consolidant le statu quo de la RBA et effaçant les paris de baisses additionnelles; le différentiel Australie-États-Unis s'en est trouvé mécaniquement soutenu. Au Japon, les spéculations de resserrement graduel de la BoJ n'ont pas suffi à endiguer l'affaiblissement du yen, signe que la prime de portage et la dynamique nominale demeurent dominantes. En zone euro et au Royaume-Uni, l'essentiel du signal monétaire vient de la sphère fiscale: la perspective d'un durcissement budgétaire net au Royaume-Uni reconfigure la trajectoire de l'inflation sous-jacente et pourrait, à la marge, laisser plus d'espace à la BoE pour garder une posture restrictive plus longtemps sans provoquer un durcissement financier excessif, à condition que la digestion de l'offre de gilt soit ordonnée.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Les devises majeures évoluent dans un régime de correction du dollar, avec un EUR/USD stabilisé près de 1,1575, encore capé sous 1,1600 avant des publications américaines sur les commandes de biens durables et les demandes d'allocations chômage. Le USD/JPY a repris de la hauteur en direction de 156,50, reflet d'un carry toujours prépondérant. Le USD/CHF s'effrite de 0,10% autour de 0,8060, sous l'effet d'anticipations de baisse de taux de la Fed, tandis que l'USD/CAD recule vers un support à 1,4070, aidé par la détente des différentiels et malgré un baril plus faible. En Océanie, l'AUD/USD progresse de 0,45% autour de 0,6500 après l'inflation robuste, alors que le NZD/USD rebondit au-dessus de 0,5690 après un point bas à 0,5580, la banque centrale ayant livré une coupe pleinement intégrée par le marché. La livre reste stable en amont et à la suite du budget, avec un GBP/USD en formation de creux ascendant vers 1,3030, mais les risk reversals continuent d'indiquer un biais de protection contre une faiblesse supplémentaire. Sur les taux, la convexité américaine bénéficie du recalage dovish de la Fed, les rendements longs glissant en tandem avec la compression des primes de terme, alors que les gilts sous-performent à la marge sur la perspective d'émissions accrues; en zone euro, la détente énergétique et l'amélioration du risque géopolitique soutiennent les périphériques. Les matières premières reflètent le double choc "politique monétaire plus souple et risque géopolitique moindre": l'or se maintient autour de 4 171 dollars, ancré au-dessus de 4 150 dollars avec un pas de cotation quotidien de l'ordre de 4 dollars; le WTI recule de 1,70% sur la séance précédente et traite sous 58,00 dollars, autour de 57,80 dollars, la perspective d'un accord de paix Ukraine-Russie pesant sur la prime de risque; en contrepartie, le cuivre frôle 11 000 dollars la tonne, catalysé par le dollar plus faible et une reconstitution des attentes de demande, tandis que la baisse des prix du gaz européen élargit le spread JKM-TTF et pourrait modérer les flux de GNL vers l'Europe.

FX Bias

Le régime de marché continue de favoriser un biais constructif sur les devises cœur adossées à des différentiels de taux résilients et à un momentum macro porteur. Nous restons sélectivement positifs sur le dollar américain malgré la correction récente, privilégiant son portage net et sa convexité en cas de déception sur l'ampleur ou le calendrier des baisses de la Fed. L'euro bénéficie d'un contexte de termes de l'échange améliorés, d'une sous-évaluation encore mesurable et d'une réduction du risque énergétique, ce qui soutient une appréciation graduelle tant que la désinflation reste ordonnée. La livre sterling mérite une approche opportuniste: le durcissement fiscal limite l'upside cyclique mais améliore le profil de risque à moyen terme; on privilégie les expressions contre des devises à bêta plus élevé plutôt que contre le dollar. À l'inverse, la pression relative demeure sur le NZD où l'élan post-hawkish cut est fragile face à une croissance ralentie et un différentiel de portage moins différenciant, et sur les devises scandinaves NOK et SEK qui conjuguent sensibilité procyclique, exposition à l'énergie en reflux pour la NOK et croissance domestique molle pour la SEK.

Scénarios Binaires

Un premier embranchement dépend de la trajectoire géopolitique en Europe de l'Est. Si un cadre de paix gagne en crédibilité, la compression durable de la prime de risque énergétique soutiendrait l'euro et les périphériques, pèserait sur le WTI et, par ricochet, sur la NOK via le canal des termes de l'échange; l'or conserverait un bid tactique lié aux taux réels mais verrait son bêta au risque reculer. À l'inverse, si les

discussions échouent ou se dégradent, la remontée de l'énergie réactiverait la fragmentation intra-européenne, renchirrait les anticipations d'inflation et redonnerait un avantage relatif au dollar par le canal aversion au risque et termes de l'échange. Un second embranchement tient au tempo de la Fed. Un assouplissement en décembre ancrerait la pentification bull, soutiendrait les actifs cycliques et la réduction des spreads US-G6, prolongeant la correction du dollar face à l'euro et à l'AUD, tout en gardant le JPY sous pression si la BoJ reste graduelle; un report de la baisse au-delà du premier trimestre inverserait ce schéma, réélargissant les différentiels, soutenant le dollar face aux hautes bétas dont le NZD et le SEK, et freinant la prise de risque globale.

Conclusion

Le régime courant combine détente géopolitique, pivot monétaire contrôlé et réalignement fiscal britannique, ce qui réalloue la prime de risque en faveur de l'Europe cœur et des actifs sensibles aux taux longs américains. Les différentiels de portage restent décisifs et structurent un marché des changes où le dollar consolide mais conserve une valeur d'assurance, l'euro capte une prime de termes de l'échange, et les devises périphériques à bête élevé demeurent vulnérables aux à-coups de flux. La séquence de données américaines à court terme et la matérialisation des annonces budgétaires britanniques constitueront les catalyseurs de validation.

Implication du desk (en recherche de positions)

Nous privilégions des expressions directionnelles et relatives cohérentes avec le régime de carry et de momentum. Sur USD, acheter les creux contre NZD et SEK reste notre axe principal, la réaction post-RBNZ offrant des points d'entrée tactiques et la faiblesse scandinave demeurant corrélée au bête européen non énergétique. Sur EUR, renforcer des positions longues contre NOK et SEK apparaît pertinent tant que le gaz européen reste sur des plus bas de cycle et que le cuivre demeure ferme; la baisse du pétrole sous 58,00 dollars renforce l'argument contre la NOK. Sur GBP, privilégier des achats sur repli contre CHF et SEK plutôt que contre USD, le débouclage de primes de risque budgétaire pouvant offrir des fenêtres d'appréciation malgré un profil de croissance constraint. En croisées océaniques, la surprise d'inflation australienne plaide pour des longues AUD/NZD, la RBA restant plus hawkish en relatif. Enfin, en dollar suisse, la faiblesse récente du USD/CHF vers 0,8060 peut être mise à profit pour construire un biais haussier gradué via options, la probabilité de déception sur l'ampleur des baisses de la Fed offrant une convexité asymétrique. La gestion du risque doit rester stricte autour des événements binaires identifiés, avec un calibrage de taille prudent dans un environnement de liquidité qui demeure erratique en fin d'année.