

Top European Drivers

La semaine européenne s'ouvre sur une combinaison de risques politiques et de catalyseurs institutionnels qui débordent sur les primes de risque régionales. L'enjeu immédiat reste l'orientation de la BCE dans un contexte où le calendrier du Conseil européen intègre les discussions sur les mécanismes de réparation liés à l'Ukraine, alors que la plainte portée par la Russie réclamant 230 milliards de dollars de dommages à Euroclear rehausse le risque juridique et de fragmentation financière. En parallèle, la pression industrielle s'intensifie: les constructeurs tentent de revoir l'interdiction des moteurs thermiques à l'horizon 2035, tandis que l'Allemagne durcit son soutien sécuritaire à Kyiv et que la Chine est en passe de sortir du top 5 des destinations d'exportations allemandes pour la première fois depuis 2010, renforçant la thématique de réorientation des chaînes de valeur. Les sanctions maintiennent les taux des tankers pétroliers élevés jusqu'en 2026, un facteur composite pour l'inflation importée et les devises européennes liées aux matières premières, alors que la décision de la BoE approche dans un contexte social sous tension – grève au Louvre en France – et que la dynamique de flux de capitaux en EMEA demeure hétérogène. Le marché actions reste soutenu par les anticipations d'IA, avec un objectif S&P 500 à 7 700 d'ici 2026 chez un broker de premier plan, tandis que l'écosystème tech israélien a vu le volume annuel de deals et d'introductions grimper à 59 milliards de dollars, signe d'un appétit pour le risque sélectif. Dans ce cadre, l'euro conserve une portance tactique face aux devises cycliques régionales, alors que les devises scandinaves sensibles à l'énergie et à la croissance extérieure restent pénalisées par le couple faiblesse manufacturière et prime de risque.

Central Banks

La Banque du Japon domine l'agenda global: le marché prix à 92% une hausse cette semaine, catalysée par un Tankan robuste, l'indice des conditions d'affaires tous secteurs ressortant à 17, un plus haut depuis le troisième trimestre 2018. Le yen en a profité en amont, USD/JPY reculant d'environ 0,5% vers 155,00, mais la crédibilité du resserrement dépendra du dosage entre normalisation et discipline budgétaire, dans un contexte de sorties de capitaux structurelles illustrées par l'appétit d'outbound M&A japonais, comme la discussion de MUFG pour 20% de Shriram Finance pour plus de 3,2 milliards de dollars. Aux États-Unis, le dollar reste guidé par la séquence macro de la semaine et la communication de la Fed, avec une attente de création d'emplois modérée et d'un chômage plus élevé, ce qui ancre un narratif de désinflation ordonnée plutôt qu'un pivot agressif. Au Royaume-Uni, la BoE se dirige vers un vote serré sur une baisse probable, une configuration qui soutient la livre tant que l'output gap se referme graduellement et que le marché du travail ralentit sans rupture. En zone euro, la BCE doit arbitrer entre un cycle désinflationniste bien engagé et des risques de second tour liés à l'énergie et aux salaires; un ton de continuité prudent est attendu avec une communication cherchant à éviter tout relâchement prématûr des conditions. Au Canada, l'inflation annuelle est restée à 2,2% en novembre, sous les 2,4% attendus, consolidant un biais patient de la BdC et validant l'inertie récente du CAD. En Asie, le soutien de la PBoC via un fixing bas du CNY entretient une pression à la baisse sur USD/CNH, mais le régime de liquidité et l'orientation crédit demeurent sélectifs, tandis que la RBI a dû lisser un INR sous pression, la paire testant des plus bas historiques avant intervention.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar s'effrite légèrement en termes d'indice large, tout en se maintenant au-dessus du creux de la semaine dernière, la faiblesse étant contenue par le différentiel de taux et un portage toujours favorable. EUR/USD évolue fermement au-dessus de 1,1750, s'approchant du sommet précédent à 1,1762, porté par un adoucissement du billet vert et des attentes de stabilité de la BCE. USD/JPY se consolide autour de 155,00 en attendant la BoJ, avec un bêta élevé aux nuances de forward guidance. USD/CNH gravite près de ses récents plus bas, un passage net sous 7,0380 ouvrirait un espace de baisse additionnel à court terme alors que la force du CNY offre un répit à l'ensemble de l'Asie. Le CAD reste proche de son niveau de clôture de vendredi face au USD, la paire évoluant à proximité d'une valeur d'équilibre estimée autour de 1,3798, l'undershoot d'inflation neutralisant les paris agressifs sur la BdC. La livre est stable dans l'attente de la BoE. Sur les taux, la volatilité implicite reste comprimée en amont des banques centrales, les courbes intégrant une détente graduelle en 2025 sans bouleversement à court terme. Sur les matières premières, l'absence de choc d'offre lié au resserrement américain sur le pétrole vénézuélien limite le risque d'un squeeze énergétique global, mais la dislocation du marché du transport maritime maintient une prime sur les routes sanctionnées. Dans les métaux, l'annonce d'un smelter de 7,4 milliards de dollars par Korea Zinc aux États-Unis est un signal de relocalisation industrielle qui, à terme, peut soutenir les spreads métalliques, tandis que des opérations de portefeuille comme la cession d'actifs d'Acciona Energía pour 1 milliard de dollars témoignent d'un recyclage de capital en environnement de coût du capital élevé.

FX Bias

Le régime de marché reste favorable aux devises offrant du portage et un momentum macro supérieur, ce qui ancre un biais constructif sur USD, avec une préférence pour l'exprimer contre les devises cycliques à bêta risque élevé. EUR conserve un appui tactique tant que la BCE évite de précommuniquer une détente rapide et que l'Europe continue de rapatrier des flux vers des actifs défensifs. GBP bénéficie d'un policy mix moins accommodant que ce que price la courbe dans un contexte de vote BoE serré. À l'inverse, NZD, NOK et SEK restent sous pression relative, pénalisées par la sensibilité à la croissance externe, à l'énergie et à la liquidité globale, et par des banques centrales peu enclines à surélever les taux réels. JPY appelle à la prudence directionnelle: l'ajustement de la BoJ peut déclencher une appréciation initiale, mais la trajectoire dépendra du calibrage de la communication et des flux de capitaux sortants, avec une asymétrie qui justifie des expressions optionnelles plus que directionnelles franches.

Scénarios Binaires

La réunion de la BoJ est le principal embranchement. Un relèvement assorti d'un guidage ferme sur la poursuite de la normalisation et une discipline fiscale crédible favoriserait une extension de la correction de USD/JPY sous 155, activant une rotation factorielle hors carry-yen. À l'inverse, un relèvement perçu comme technique avec un encadrement accommodant et peu d'engagement sur la suite laisserait place à un repli de la volatilité et à un retour des stratégies de portage sur JPY. Côté BCE, une communication prudente, insistant sur la dépendance aux données sans calendrier explicite, soutiendrait légèrement l'euro par réduction de la prime d'assouplissement; un ton plus dovish raviverait la sensibilité de l'euro aux spreads de taux. À la BoE, une coupe précoce ferait reculer la livre, alors qu'un statu quo au prix d'un vote partagé réanimerait un portage attractif. Aux États-Unis, des chiffres d'emploi plus faibles avec hausse du chômage consolideraient la détente des rendements et un USD plus sélectif, alors que des données

résilientes réactiveraient la prime de croissance américaine. En Asie, une cassure nette de USD/CNH sous 7,0380 ferait levier sur les devises AXJ, tandis qu'un rebond raviverait la pression sur les poches de carry saturées. Sur EM, la capacité de la RBI à stabiliser l'INR fera foi d'indicateur de fragilité régionale; un glissement prolongé relancerait les sorties de portefeuille. Enfin, l'escalade juridique autour d'Euroclear resterait un risque de queue pour les actifs européens, susceptible d'élargir temporairement certaines primes.

Conclusion

Le mix courant de désinflation graduelle, de normalisation monétaire différenciée et de reconfiguration géopolitique alimente un marché de changes dominé par les différentiels de portage et la sélectivité du risque. L'euro et la livre bénéficient d'un socle politique monétaire encore restrictif, tandis que le dollar garde l'ascendant structurel tant que la croissance américaine résiste. Le yen devient une variable de premier ordre, mais sa réévaluation dépendra moins de l'acte de la BoJ que de la trajectoire signalée. Les devises cycliques périphériques, en particulier NZD, NOK et SEK, restent vulnérables à une combinaison de momentum macro en décélération et de conditions de liquidité plus contraignantes. En arrière-plan, les flux systématiques demeurent influents, comme en témoigne la reprise de la gestion quant avec des encours de 179 milliards de dollars chez un acteur majeur, prolongeant l'inertie des stratégies carry et trend.

Implication du desk (en recherche de positions)

Nous privilégions des expressions directionnelles en faveur du dollar contre des poches de bêta risque, avec une préférence pour vendre NZD et les devises scandinaves sur rebond, en gardant une exposition contrôlée à l'énergie et à la volatilité. L'euro est à acheter de façon opportuniste contre SEK, la prime de risque régionale et la dynamique relative de la BCE soutenant la paire. La livre se prête à des positions longues tactiques, en particulier contre NZD, dans l'attente d'un vote BoE serré. Sur JPY, nous privilégions des stratégies à risque limité, via options, pour capter une éventuelle cassure sous 155 en cas de guidance hawkish, sans s'exposer à un squeeze si la BoJ déçoit. Sur le CAD, l'undershoot d'inflation à 2,2% justifie d'acheter des dips de USD/CAD, idéalement via call spreads, en attendant une BdC prudente. En Asie, nous évitons de courir après la faiblesse du dollar contre CNY tant que le seuil de 7,0380 n'est pas clairement enfoncé; le cas échéant, nous réévaluerons l'exposition AXJ. Enfin, nous restons attentifs aux flux juridiques et politiques européens, tout signal d'escalade autour d'Euroclear pouvant offrir des points d'entrée pour renforcer les achats d'euro contre devises périphériques.