

Top European Drivers

Le flux européen reste porté par une combinaison de stabilité politique monétaire et d'initiatives budgétaires ciblées. L'euro tient la zone des 1,1650 contre dollar dans une phase de consolidation ordonnée, soutenu par un ton de la BCE qui refuse de précipiter l'assouplissement. Peter Kazimir a indiqué qu'il ne voyait pas de motif d'ajustement en décembre tandis qu'Isabel Schnabel s'est dite à l'aise avec une courbe intégrant le risque d'un resserrement futur si l'inflation le justifiait, un cadrage qui légitime un différentiel de portage encore favorable à l'euro. Les flux politiques restent non négligeables, l'UE envisageant d'utiliser les avoirs russes gelés pour financer l'Ukraine alors que l'appui américain marque le pas, et la fronde réglementaire vis-à-vis de la technologie — illustrée par l'amende de 140 millions infligée à X et la rhétorique polémique qui s'ensuit — rappelle que la prime de risque réglementaire en Europe peut rester un facteur d'écart sectoriel. Au Royaume-Uni, la livre consolide après le rally budgétaire, dans un contexte technique où EUR/GBP reste contenu sous 0,8750, tandis que la Banque d'Angleterre optimise ses facilités permanentes en réduisant le spread de l'Operational Standing Facility à Bank Rate plus 15pb et moins 15pb, afin de fluidifier la gestion de la liquidité dans le cadre opérationnel repo-led. Le croisement EUR/JPY progresse autour de 0,15% avec un yen fragilisé par la révision à la baisse du PIB, alors que l'optimisme cyclique en zone euro regagne du terrain. En toile de fond, le cycle actions reste ambivalent entre une base technique consolidante aux États-Unis — débat "bull flag" ou "double top" — et une appétence sélective pour la technologie, visible dans l'envolée de plus de 20% d'un titre semi-conducteur "overlooked", un pattern qui profite aussi aux valeurs européennes de la chaîne IA.

Central Banks

Le centre de gravité de la semaine demeure la Fed. Le dollar se maintient dans une fourchette étroite avant la décision, aidé par des rendements américains encore fermes et un marché qui oscille entre l'hypothèse d'un signal d'assouplissement prudent et la volonté de préserver de la flexibilité. Le message politique américain s'invite dans le débat, avec Kevin Hassett estimant que Jerome Powell jugerait "prudent" d'abaisser les taux, mais l'arbitrage final dépendra du dosage entre désinflation et résilience de l'activité. Au Canada, la banque centrale est attendue en statu quo, alors que l'économie a ajouté environ 53 000 emplois en novembre, ce qui renforce le différentiel de trajectoire perçu avec la Fed et soutient le dollar canadien. Au Japon, le marché price une hausse de 25pb de la BoJ le 19 décembre, mais la micro-normalisation attendue peine à compenser des différentiels de taux toujours défavorables au yen à court terme. En Asie-Pacifique, la RBA est largement anticipée sur pause, avec un biais vigilant compte tenu d'une inflation services persistante ; en Inde, l'assouplissement de la RBI pèse sur l'INR en conjonction avec des sorties de capitaux. En Chine, la fermeté relative du yuan n'a pas empêché un rebond des exportations de 5,9% en glissement annuel en novembre, confirmant que la dynamique commerciale dépend davantage de la demande externe que du niveau du change ; néanmoins, USD/CNH traite sous 7,0700, reflet d'un équilibre délicat entre appétit pour le carry en dollar et attentes d'un soutien domestique gradué par Pékin.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Sur le G10, le yen sous-performe en ouverture nord-américaine avec un repli de 0,2% contre dollar, USD/JPY testant 155,45 malgré les paris de relèvement de la BoJ, un paradoxe apparent qui souligne la force des différentiels de rendement et du momentum de carry. L'euro reste ancré dans la zone médiane 1,16, l'GBP s'érode légèrement autour de 1,3320 contre USD après sa progression de la semaine passée, et le CAD étend sa consolidation haussière sur l'élan de l'emploi, aidé par des attentes de BoC inchangée face à des paris de détente de la Fed. En Europe, EUR/JPY progresse avec la composante cyclique, tandis que EUR/GBP demeure plafonné sous 0,8750, signe d'un avantage relatif britannique qui s'émousse mais ne s'inverse pas. En Asie, USD/CNH cède sous 7,0700, avec des analystes évoquant un biais de moyen terme défavorable au dollar vers 7,04 si l'activité chinoise se stabilise, alors que le NZD tente un test technique de 0,5800 avant un risque de repli. Côté taux, le front-end britannique est marginalement soutenu par l'ajustement des facilités OSF de la BoE qui vise une gestion de la réserve plus efficiente, tandis que la partie longue globale reste guidée par le "data-dependent" de la Fed et le pricing de normalisation graduelle au Japon. Sur les matières premières, le WTI étend sa correction depuis 60,00 dollars vers des niveaux proches de 59,00, avec des plus bas de séance observés sous 59,20, un recul d'environ 1 dollar qui reflète à la fois des prises de profit et la perception d'une offre plus abondante, dans un contexte de M&A énergétique où Antero annonce l'achat d'actifs gaziers pour 2,8 milliards de dollars, valorisation totale indiquée à 3,9 milliards. Les métaux précieux sont en pause tactique avant la Fed, l'argent se stabilisant près de 58,40 dollars, en légère hausse de 0,1%, sur fond de tensions géopolitiques qui maintiennent une prime de risque latente.

FX Bias

Le biais de court terme demeure constructif sur USD, EUR et GBP, alimenté par un triptyque portage-momentum-régime de taux qui favorise les devises offrant un rendement réel crédible et une trajectoire de politique monétaire lisible. À l'inverse, la pression relative s'observe sur NZD, NOK et SEK, pénalisées par la combinaison d'une prime de risque élevée sur les actifs cycliques, d'une élasticité forte à la dynamique des matières premières — l'ajustement du WTI vers 59,00 n'aidant guère la couronne norvégienne — et d'une visibilité macro encore hétérogène. Le CAD reste soutenu par les données domestiques, mais son avance dépendra de la capacité du pétrole à se stabiliser et de l'écart de séquence avec la Fed. Le JPY conserve un profil asymétrique où les rallys demeurent à vendre tant que la normalisation de la BoJ reste graduelle et que les rendements mondiaux plafonnent à des niveaux restrictifs.

Scénarios Binaires

Le premier embranchement concerne la Fed. Un signal dovish explicite, combinant abaissement du dot plot et accent sur la désinflation, relancerait la recherche de duration et un repositionnement "pro-risk", affaiblissant modérément le dollar et soutenant les devises européennes et cycliques, à condition que la courbe n'intègre pas trop rapidement une trajectoire de coupe agressive. À l'inverse, un message de patience axé sur la persistance des pressions nominales ancrerait les rendements élevés plus longtemps, renforcerait le portage du dollar et maintiendrait la pression sur les devises à bêta, en particulier NZD et SEK. Le second embranchement se joue au Japon. Une hausse de 25pb assortie d'un guidage restrictif sur l'YCC pourrait enclencher une correction plus profonde de USD/JPY vers les zones techniques évoquées

par le marché au fil du temps, alors qu'un relèvement jugé "one-and-done" ou trop timide laisserait intact le biais haussier tactique vers les sommets récents autour de 155,50. Enfin, sur l'énergie, une rupture durable du WTI sous 59,00 amplifierait la sous-performance des devises liées aux matières premières à faible carry net, tandis qu'un retour au-dessus de 60,00 rétablirait un plancher pour NOK et CAD, sans neutraliser pour autant l'avantage structurel des devises à policy mix plus restrictif.

Conclusion

Le régime actuel reste dominé par des différentiels de taux et un portage encore rémunérateur dans les blocs dollar, euro et livre, alors que l'appétit pour le risque demeure sélectif, captant les poches de croissance liées à l'IA et aux semi-conducteurs, mais sans débordement vers le bêta large. Les banques centrales européennes s'installent dans une phase d'observation, ce qui stabilise l'euro, tandis que la BoE affine l'opérationnel pour sécuriser la transmission. La Fed dicte le tempo global, et la BoJ, même en mouvement, ne renverse pas encore l'équilibre des forces sur le yen. Dans ce cadre, la hiérarchie FX favorise la qualité de portage et la visibilité macro, au détriment des devises plus exposées au cycle mondial et aux matières premières en repli tactique.

Implication du desk (Long AUD.NZD)

Nous maintenons une préférence tactique pour un long AUD contre NZD. Le positionnement s'appuie sur un différentiel de politique où la RBA, bien que sur pause, conserve un biais de vigilance face à une inflation services tenace, quand le NZD affiche une sensibilité accrue au cycle global et un profil de carry moins attractif dans le contexte actuel. La dynamique des termes de l'échange australiens demeure plus résiliente que celle de la Nouvelle-Zélande, et la pression relative identifiée sur le NZD s'aligne avec un environnement de portage et de momentum défavorable aux devises à bêta pur. Le risque clé réside dans une surprise hawkish de la RBA ou, à l'inverse, dans un durcissement inattendu du ton de la RBNZ, mais, à paramètres constants, les reprises du NZD vers 0,5800 face au dollar restent à vendre en relatif contre AUD, avec une préférence pour la construction de position sur replis et une gestion stricte du risque événementiel autour des banques centrales.