

---

## Top European Drivers

La dynamique européenne reste partagée entre une amélioration graduelle des attentes d'inflation et des flux FX dictés par le différentiel de politique. L'euro s'inscrit en légère surperformance relative face à la zone sterling, porté par un discours de stabilité de la BCE et par la faiblesse du yen qui propulse EUR/JPY sur de nouveaux sommets pluriannuels au-dessus de 179, à 179,20 en séance après un pic à 179,29, en hausse de 0,40%. L'EUR/USD se reprend puis s'érode en amont du vote budgétaire américain, revenant vers ses creux de séance près de 1,1670 après un pic au-dessus de 1,1600 la veille, tandis que les desks voient à court terme un cadrage technique plus étroit autour de 1,1560–1,1610, cohérent avec une volatilité comprimée. Au Royaume-Uni, la sous-performance de la livre consécutive à des données d'emploi plus molles ravive les paris de détente de la BoE en décembre, ce qui renvoie EUR/GBP vers ses sommets annuels autour de 0,8830 et entretient un biais haussier tactique sur la croix. En Europe centrale, la désinflation hongroise à 4,3% contre 4,5% attendu est absorbée par le marché malgré un déficit public plus élevé, ce qui limite le bêta régional au risque global. Sur les matières premières, le repli du WTI après trois séances de hausse, à la suite d'un rapport de l'OPEP signalant une offre abondante, réduit le soutien cyclique aux devises liées à l'énergie et laisse la NOK sur la défensive. Dans le même temps, le débat énergétique européen s'aiguise, entre pressions politiques et signaux d'alerte du secteur éolien, sans modifier pour l'heure la prime de risque macro régionale.

## Central Banks

Le cadrage des banques centrales reste celui d'une pause prolongée en Europe et d'une prudence extrême au Japon, tandis que les États-Unis naviguent entre fin de shutdown et glissement progressif vers de nouvelles baisses de taux. Isabel Schnabel a indiqué que les risques d'inflation sont « légèrement » orientés à la hausse, tout en jugeant inutile d'ajuster les taux à ce stade, avec un focus sur le cœur de l'inflation, ce qui accrédirait l'idée d'un plateau prolongé de la BCE. À Londres, les anticipations de la courbe post-données emploi renforcent la lecture dovish de la BoE et pèsent sur la GBP. À Tokyo, la combinaison d'un exécutif plaidant la coordination avec la BoJ autour d'un package pro-croissance et d'un Conseil des politiques monétaires réticent à durcir davantage entretient la faiblesse du yen; le marché travaille désormais une fourchette 153,10–155,00 sur USD/JPY, avec un risque tactique de tests au-dessus de 155 au gré des flux du fixing. Côté Fed, la perspective d'une nouvelle baisse de taux en décembre reste discutée alors que le DXY reflue et que l'attention se tourne vers l'intervention de John Williams; l'environnement de faible volatilité et de portage demeurerait, selon plusieurs maisons, un régime dominant jusqu'en 2026. En Asie émergente, l'Inde envoie un signal accommodant avec une inflation de détail tombant à 0,25% en octobre, ce qui alimente des espoirs de baisses supplémentaires dans un cadre où la RBI privilégie la stabilité, avec une croissance projetée à 6,8% et une inflation autour de 6% à l'horizon, tandis que la Chine consolide un cadre de change étroit sur l'USD/CNH entre 7,1155 et 7,1260 à court terme et 7,1120–7,1330 sur une base plus longue, en parallèle d'une normalisation de la rhétorique tarifaire attendue à niveaux constants d'ici 2026. L'ensemble de ce mix entretient des différentiels de portage encore porteurs pour le dollar et les devises européennes cœur contre les poches à bêta plus cyclique.

## Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar index recule de 0,2% vers 99,4, un plus bas de deux semaines, alors que le marché prêche un dénouement proche du shutdown américain, désormais au 43e jour avec une issue attendue via un vote de la Chambre et la signature présidentielle. Sur les paires, USD/JPY progresse de 0,50% autour de 154,85, des achats au fixing de Tokyo et des flux d'investissement soutenant un test de 155 malgré le durcissement verbal des autorités; EUR/JPY inscrit de nouveaux sommets au-delà de 179, en hausse de 0,40%, et EUR/USD s'effrite vers 1,1670 malgré une séquence haussière la veille. La GBP sous-performe ses pairs majeurs, à l'exception du JPY, pendant que GBP/USD dérive au sein d'une bande 1,3120–1,3185 à court terme avec un cadrage de moyen terme 1,3065–1,3230. Le franc suisse s'apprécie à la marge, USD/CHF allongeant sa série baissière pour une sixième séance, en retrait de 0,15% près de 0,7990. Le CAD stabilise après trois jours de baisse du billet vert d'environ 0,7%, USD/CAD consolidant autour de 1,4000 avec les reprises plafonnées pour l'heure sous 1,4020, un schéma toujours tributaire d'un affaiblissement additionnel du dollar pour relancer le momentum de la monnaie canadienne. Dans l'Asie G10 et le GBI-EM, NZD/USD stagne sous 0,5670, avec un potentiel d'extension limité vers 0,5675 avant stabilisation et un dépassement de 0,5695 jugé peu probable, tandis que l'AUD évolue dans une phase de range 0,6510–0,6540, avec un biais haussier graduel dans une bande 0,6490–0,6580. L'USD/INR conserve un biais haussier au gré de l'assouplissement de l'inflation locale à 0,25% et du message de stabilité de la RBI. Les taux reflètent une inclinaison risk-on prudente: les rendements américains se détendent en amont de la réouverture fédérale et des anticipations de cuts, le Bund reste relativement ancré et la courbe gilt s'aplatit sous l'effet des paris dovish sur la BoE; en périphérie, la BTP-bund sécularise un resserrement modéré. Les matières premières consolident: l'or reste proche d'un plus haut de trois semaines mais sa reprise cale sous une résistance à 4 150 dollars, en marché hésitant avant le vote de financement de la Chambre; l'argent tire parti des attentes de baisse de la Fed et de préoccupations macro US, autour de 51,70 dollars, en hausse de 1,00%. Le WTI efface une partie de sa séquence haussière de trois jours, l'OPEP signalant une offre ample à l'horizon, ce qui comprime la prime géopolitique et modère la sensibilité des devises liées au pétrole.

## FX Bias

Le contexte demeure propice à la continuité des stratégies de carry et de momentum en environnement de faible volatilité, avec une préférence pour le dollar face aux devises à bêta cyclique et une posture constructive sur l'euro et la livre contre les complexes scandinaves. Nous restons positifs sur USD/JPY tant que les 153,10–153,50 tiennent et que 155 cède en clôture, tout en gardant à l'esprit le risque d'intervention verbale accrue au-delà de 155; la pente de EUR/JPY demeure ascendante tant que l'euro se maintient au-dessus de 178, avec des extensions possibles si la BCE reste sur un plateau et que la BoJ retarde toute normalisation supplémentaire. EUR/USD reste cantonné à une fourchette étroite 1,1560–1,1610 sur le plan technique malgré des excursions vers 1,1670, avec des rallyes à vendre tant que l'exceptionnalisme de portage USD perdure. Sur la sphère sterling, le biais tactique est à l'achat de EUR/GBP sur replis compte tenu d'un flux de nouvelles BoE dovish et d'un retour au-dessus de 0,88; contre USD, la livre devrait rester directionnelle seulement sur rupture de 1,3185. Nous conservons un biais défensif sur NZD, NOK et SEK à court terme, la première pâtissant de fondamentaux domestiques ternes et d'un cadre purement de range sous 0,5675, les secondes sensibles au repli du complexe énergie et à la prime de croissance. Le CAD demeure à la merci d'une nouvelle jambe de faiblesse du dollar

américain pour s'apprécier durablement, alors que le marché rappelle que, cette année, seule la JPY et la NZD ont fait moins bien face au billet vert; à défaut, la zone 1,4000–1,4020 devrait caper les tentatives baissières du USD à très court terme. En Asie, nous restons neutres sur le CNH dans sa fourchette 7,1155–7,1260 et constructifs sur le portage INR, avec un biais haussier de l'USD/INR tant que le pivot RBI se confirme.

## Scénarios Binaires

Dans un premier cas, la sortie du shutdown américain se matérialise sans surcroît d'incertitude et la Fed guide prudemment vers une baisse de taux additionnelle en décembre, ce qui alimente un schéma risk-on mesuré, un DXY qui glisse initialement mais où la mécanique de carry reprend rapidement le dessus; USD/JPY franchit durablement 155 sur flux acheteurs du fixing et arbitrages de portage, l'EUR/USD reste contenu par le différentiel de taux réels, la GBP sous-performe en Europe sur anticipation de relance de QE en décembre, tandis que les devises cycliques océaniques ne parviennent pas à enclencher un rattrapage durable. Dans un second cas, l'issue budgétaire américaine se heurte à des délais supplémentaires ou à un compromis inabouti, ce qui déclenche un réflexe risk-off, une reprise du DXY et une réappréciation transitoire des valeurs refuge; USD/JPY échoue sous 155 et reflue vers 153,10 avec un supplément de communication des autorités japonaises, l'euro cède du terrain contre le dollar mais surperforme les devises à bêta, la GBP est sanctionnée par la recomposition des attentes de BoE, et les complexes NOK/SEK et antipodes sont pénalisés par le recul des matières premières et l'élargissement des primes de risque.

## Conclusion

Le marché s'installe dans un régime de volatilité basse dominé par le portage, soutenu par la perspective d'une fin proche du shutdown et par des messages de banques centrales globalement prudents, dans un contexte où la BCE reste en plateau, la BoE bascule plus franchement dovish et la BoJ maintient un biais accommodant. Les flux s'orientent en faveur du dollar et des devises européennes cœur contre les poches à bêta, avec une coexistence de ranges serrés sur les principales et de tendances directionnelles sur les croisements où la divergence de politique est la plus claire, à l'image d'EUR/JPY et de la faiblesse persistante du CHF face à l'euro. Les matières premières n'offrent pas de catalyseur directionnel, l'or butant sous 4 150 dollars et l'argent soutenu à 51,70 dollars, tandis que le WTI reflue sur un message d'offre ample. La trajectoire immédiate dépendra du tempo de la réouverture américaine et de la communication Fed, alors que l'écosystème macro global, de la stabilisation tarifaire sino-américaine à l'apathie de la volatilité, milite pour la prolongation de stratégies de carry sélectives.

## Implication du desk (En recherche de position)

Nous restons en phase d'observation active pour initier des positions avec asymétrie favorable dans le sillage du vote américain et des interventions de la Fed. Les niveaux techniques clés guident notre cadrage: validation d'un break de 155 sur USD/JPY pour engager des structures directionnelles avec couverture d'un retour dans la zone 153,10–153,50; achat sur repli d'EUR/JPY tant que 178 tient, en priorité via structures optionnelles pour capter la pente avec volatilité implicite comprimée; renforcement

---

de biais haussier sur EUR/GBP en cas d'ancrage au-dessus de 0,8830, corrélé à un discours BoE accommodant. Sur les paires USD, nous privilégions de vendre les rebonds de l'EUR/USD dans la zone 1,1610–1,1670 tant que le différentiel de portage reste en faveur du billet vert, et de rester sélectifs sur USD/CAD en observant la réaction de 1,4000–1,4020 autour de la réouverture américaine. Dans le G10 cyclique, nous privilégions un biais négatif sur NZD et NOK en l'absence de catalyseurs de croissance et de soutien matières premières, avec une approche graduelle et disciplinée compte tenu de la faible volatilité de surface. Sur le segment EM Asie, la préférence va au portage INR avec une gestion stricte des stops compte tenu d'un biais haussier de l'USD/INR, et à la neutralité sur CNH tant que la fourchette 7,1155–7,1260 encapsule le marché. Nous n'ouvrons pas encore de positions directionnelles sur l'or tant qu'il échoue sous 4 150 dollars, mais surveillons des points d'entrée tactiques en cas de rupture confirmée, l'argent demeurant plus réactif aux attentes de la Fed. L'ensemble des décisions sera conditionné à la confirmation du scénario budgétaire américain et à l'actualisation des guidances des banques centrales au fil des prochaines séances.