

Top European Drivers

Le flux européen reste dominé par une combinaison de stabilité monétaire perçue et de bruit fiscal. Christine Lagarde a réaffirmé que la politique monétaire de la BCE est en bonne posture, tout en ouvrant la porte à une révision des projections de croissance, ce qui ancre l'idée d'un statu quo prudent alors que les spreads restent contenus malgré les débats budgétaires en France et les discussions sur l'utilisation des actifs russes gelés pour l'Ukraine. Sur l'énergie, le TTF a rebondi d'environ 2,3% après une vague de ventes spéculatives qui avait poussé les prix vers des zones proches des coûts marginaux de long terme, alors même que les stocks européens se situent bien en dessous de leur moyenne quinquennale, offrant un répit aux utilities et au facteur de termes de l'échange pour la zone euro. La baisse du Brent sous 62 dollars le baril améliore à court terme la balance énergétique européenne et allège les pressions sur les marges industrielles, tandis que la reprise des valeurs industrielles se fait au cas par cas, comme illustré par le démenti de Nexans sur un gel de projet à Chypre et par des avertissements de résultats plus sévères chez certains fournisseurs de la chaîne aéro, où Figeac Aero a déçu et Cicor a abaissé ses perspectives 2025. Bpifrance qui franchit 10,03% du capital de Quadient illustre un soutien domestique au corporate français dans un contexte où les flux globaux vers les actions restent hésitants. Sur le plan des devises, l'euro demeure résilient face à un yen structurellement faible, l'EUR/JPY testant 182,60, un pic de plus de trente ans, signalant que le différentiel de rendements et l'appétit pour le carry l'emportent encore sur les risques politiques idiosyncratiques du continent.

Central Banks

La Réserve fédérale est attendue sur une baisse de 25 points de base, proche de 90% pricée par le marché, avec un débat interne qui s'aiguisse et un intérêt maximal pour le SEP, le nombre de dissidences et le guidage de Powell. Le scénario de base ramène la fourchette cible vers 3,50%-3,75%, ce qui, pour un marché des taux longs déjà cantonné depuis septembre dans une bande de 3,95%-4,20% sur le 10 ans, pose la question d'un ancrage des anticipations d'inflation et d'une forward guidance potentiellement plus restrictive que le niveau de la coupure elle-même. La Banque du Canada devrait maintenir son taux directeur à 2,25%, après deux réductions consécutives en septembre et octobre, les opérateurs scrutant tout indice d'un biais plus restrictif à l'horizon 2026 dans un contexte de renégociation de l'AEUMC et d'un marché du travail dopé par l'emploi à temps partiel. Cette attente explique la tenue du CAD, avec un USD/CAD calé au-dessus de 1,3800, même si le rejet technique majeur à 1,4150 et la cassure du canal ascendant suggèrent un biais baissier plus profond à moyen terme. Côté BCE, l'absence de pression immédiate pour réassouplir renforce l'idée d'une normalisation graduelle et data-dépendante. En Chine, l'inflation de novembre à 0,7% en glissement annuel, le cœur à 1,2% et un PPI toujours en territoire négatif esquisSENT une désinflation importée persistante et des marges de manœuvre pour la PBoC, même si, paradoxalement, la dynamique USD/CNH reste à la baisse au profit du yuan selon les flux récents, avec un biais baissier du dollar sans rupture nette sous 7,0540 à court terme et un seuil de 7,0400 surveillé dans une perspective plus longue.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar est resté mixte à l'approche du FOMC, l'indice DXY s'étant stabilisé au-dessus de 99,00 après un rejet vers 99,30, et les futures actions US en apnée alors que Bank of America a signalé les premières sorties des actions américaines en trois semaines, tirées par des ventes sur titres individuels. L'EUR/USD oscille autour de 1,1630, après un rejet près de 1,1660, avec un support immédiat en vue à 1,1585/1,1590 si les taux US se retiennent post-communication. La livre s'est appréciée de 0,16% autour de 1,3320 face au dollar en session européenne, portée par un léger reflux du billet vert avant la décision de la Fed, même si les signaux techniques laissent place à un test de 1,3265 avant reprise. L'USD/JPY reste capé sous 157,20, un niveau pivot dont le franchissement en clôture conditionnerait l'extension vers 157,90, alors que la mécanique de carry domine toujours. L'USD/CAD se négocie autour de 1,3850, au-dessus d'un support majeur à 1,3800, en attente du double rendez-vous BoC-Fed, avec des swaps qui intègrent la probabilité d'un resserrement net d'ici un an malgré un pétrole déprimé. Les devises cycliques affichent une respiration prudente, le NZD évoluant entre 0,5760 et 0,5790 et l'AUD susceptible de tester 0,6660 avant repli. En Asie, l'USD/CNH conserve un biais baissier mesuré, l'USD/INR se redresse marginalement malgré un dollar global en retrait. Sur les matières premières, l'or consolide sous ses plus hauts hebdomadaires dans une configuration d'attente de guidance, tandis que l'argent a franchi un seuil symbolique, coté 60,97 dollars l'once selon nos données, en hausse de 0,30% par rapport à 60,79 dollars, une envolée corroborée par la lecture d'un cycle d'assouplissement imminent et de tensions d'offre. Le Brent est passé sous 62 dollars, signalant un approfondissement du surplus mondial, ce qui pèse sur les devises liées au pétrole et desserre l'étau sur l'inflation importée des consommateurs. Sur les actifs numériques, le bitcoin a accéléré vers 92,6k dollars à l'approche de la Fed, baromètre spéculatif d'une liquidité perçue comme plus abondante.

FX Bias

La toile de fond combine carry attractif, momentum macro en faveur des économies cœur et un régime de marché encore guidé par les différentiels de taux. Dans ce cadre, nous conservons un biais constructif et discipliné sur le dollar à court terme, conditionné par une communication de la Fed qui ne valide pas un cycle d'assouplissement trop agressif. L'euro demeure soutenu par des termes de l'échange améliorés et une BCE qui gagne du temps, ce qui milite pour une résilience relative, en particulier contre des devises à bêta cyclique plus élevées. La livre bénéficie d'un mix de carry, de surprise de croissance moins négative que redouté et d'un marché positionné prudemment, laissant la place à des phases d'appréciation sur repli. À l'inverse, nous maintenons une pression relative sur le NZD, le NOK et le SEK, sensibles à la dégradation du complexe énergie, à la mollesse de la demande chinoise sous-jacente et à des banques centrales locales contraintes. Le CAD reste un cas intermédiaire, dont la trajectoire dépendra autant de la tonalité de la BoC que de la profondeur de la correction pétrolière, avec un biais tactiquement vendeur sur USD/CAD à moyen terme après l'échec majeur à 1,4150.

Scénarios Binaires

Le premier pivot se joue à la Fed. Un 25 points de base assorti d'un SEP et d'une conférence perçus hawkish, avec des dissidences contre la baisse, réancre le haut de la bande des rendements US à 4,20%, renforce le dollar, pèse sur les bêta-FX et plafonne l'or et l'argent après leur élan. À l'inverse, un ton accommodant, une trajectoire de dot plus basse et un message de tolérance à l'inflation réactiverait la

jambe risk-on, compriment le DXY sous 99, déclenchent des rachats sur actions et prolongent l'outperformance des métaux, tout en favorisant une détente de l'USD/JPY et un glissement de l'USD/CAD. Le second pivot se situe à la BoC. Le maintien à 2,25% avec un guidage prudent et aucune allusion à une inflexion hawkish en 2026 fragilise le CAD dans un environnement de Brent sous 62 dollars ; à l'inverse, un ton plus restrictif face à des risques de réouverture de l'AEUMC soutiendrait la devise et catalyserait une cassure vers 1,37 sur USD/CAD. Le troisième pivot tient à la Chine. Une confirmation d'une CPI autour de 0,7% mais de pressions déflationnistes persistantes dans les prix à la production milite pour un soutien monétaire prolongé, avec une CNH résistante si les flux se normalisent et si le dollar global s'effrite post-Fed ; toutefois, un choc de croissance négatif raviverait le bid USD sur l'Asie et pèserait sur le bloc Antipodes. Enfin, sur l'énergie, la poursuite du glut pétrolier consolide la sous-performance du NOK et limite les rebonds du CAD, tandis qu'un choc d'offre inverserait ponctuellement la donne mais au prix d'un resserrement des conditions financières européennes si le TTF repartait à la hausse.

Conclusion

Le set-up global reste une équation d'équilibres fragiles entre une Fed qui cherche à clore un cycle d'assouplissement sans relancer l'inflation, une BCE qui capitalise sur un narratif de stabilité et une BoC qui navigue entre un choc pétrole négatif et des contraintes domestiques. Les données chinoises indiquent une désinflation persistante qui pèse sur le commerce mondial mais soutient la baisse structurelle des primes de risque inflation. Les actifs risqués sont en apesanteur, portés par l'espoir d'un calibrage fin de la Fed mais entamés par des sorties d'actions US et des divergences sectorielles. Dans ce contexte, le dollar garde un avantage tactique tant que la partie longue des taux US reste au sommet de son couloir, l'euro et la livre s'inscrivent dans une trajectoire de résilience relative, alors que le bloc cyclique à bêta élevé demeure vulnérable à la combinaison pétrole bas, Chine molle et différentiel de taux défavorable. Les métaux précieux surfent un momentum puissant, avec l'argent en tête, mais sensibles à la micro-phrase de Powell. Le risque principal tient à une erreur de calibrage de communication qui déplacerait brutalement l'ensemble de la courbe américaine hors de son range et remettrait en cause l'équilibre carry actuel.

Implication du desk (en recherche de positions)

Tactiquement, nous privilégions un biais acheteur USD contre les devises à bêta élevé, avec une préférence pour des ventes de NZD/USD sur rebond sous 0,5800 et des achats d'EUR/SEK sur replis, en cohérence avec l'environnement de carry et la fragilité cyclique scandinave. Sur G10 core, nous conservons une approche acheteuse de GBP sur faiblesse, en construisant des longues sur GBP/USD à proximité de 1,3265 avec une gestion stricte du risque si la Fed surprénaît par un ton restrictif. Sur l'euro-dollar, nous cherchons à vendre les extensions au-dessus de 1,1650/1,1660 avec un objectif vers 1,1590 en première intention, l'amplitude dépendant de la pente des dots. Sur le CAD, le rejet d'USD/CAD à 1,4150 et l'affaiblissement du pétrole plaident pour des ventes sur rebonds vers 1,3900/1,3950 en amont de la BoC, en visant un retour vers 1,3700 si la tonalité de la banque reste prudente. Nous maintenons un biais long modéré sur USD/JPY, sécurisé par des stops serrés tant que 157,20 ne cède pas en clôture, le risque principal étant un signal accommodant de la Fed qui déclencherait une normalisation rapide des positions de carry. Enfin, nous évitons de poursuivre la hausse de l'argent à ces niveaux et privilégions une approche d'achats sur repli si la Fed délivre un atterrissage dovish, tout en gardant un prisme FX où

l'intérêt risque/rendement demeure le plus convaincant sur USD long contre NOK et NZD et sur EUR/SEK long en phase de consolidation.