

Top European Drivers

Le flux européen reste dominé par trois dynamiques: la désinflation importée via l'énergie, un redressement manufacturier en pointillé et une réévaluation du risque bancaire et réglementaire. La baisse récente du brut, accentuée par les tractations de paix autour de l'Ukraine, allège le coût d'entrée énergétique de la zone euro, tandis que la perspective d'une offre russe structurellement contrainte malgré tout allonge la courbe d'équilibre, ce qui maintient la sensibilité des devises à bête pétrole, notamment la NOK. Dans l'automobile, la progression des immatriculations européennes de 4,9% en octobre selon l'ACEA confirme une demande résiliente sur un segment cyclique, offrant un soutien marginal aux actifs liés à la chaîne industrielle allemande. La dynamique intra-européenne s'illustre surtout sur le change: l'unwinding sur la place forte helvétique se poursuit, avec EUR/CHF qui enchaîne une huitième séance de gains après un point bas proche de 0,9179, la normalisation des primes de risque réduisant l'attrait défensif du franc et emportant les positions longues CHF construites durant le stress précédent. Au Royaume-Uni, les signaux domestiques sont contrastés: l'intention de réduire le plafond annuel des Cash ISA à 12 000 livres dans le prochain budget signale une discipline budgétaire plus stricte, alors même que la confiance des détaillants a glissé à un plus bas de 17 ans, un cocktail qui retarde le redémarrage de la demande privée mais soutient la prime de crédibilité macro. L'architecture de marché évolue aussi, la FCA ayant reconnu les versions 2024 des codes FX et Money Markets, ce qui renforce la gouvernance de la liquidité sterling, tandis que l'exposition juridique d'un grand établissement européen à Singapour avec une action de 2,7 milliards de dollars dans le dossier 1MDB rappelle que les multiples de valorisation bancaires resteront plafonnés tant que ce risque de queue persiste. En périphérie, la planification d'Equinor de 250 forages d'ici 2035 illustre une trajectoire d'offre nordique soutenue, mais l'élasticité de la NOK au pétrole s'émousse quand la visibilité sur le cycle européen s'améliore, renforçant la faiblesse relative de la couronne face à l'euro.

Central Banks

Le pivot narratif côté banques centrales est venu des États-Unis, où des propos plaident pour des baisses de taux substantielles dès décembre ont redoublé l'attrait des actifs duration et des actifs sans rendement. Ce biais dovish s'inscrit dans un mix macro qui refroidit sur la demande mais reste collant sur les prix à la production: les ventes au détail de septembre ont progressé de 0,2% sur un mois, à 733,3 milliards de dollars, sous un consensus à 0,4% et après 0,6% en août, tandis que l'indice des prix à la production ressort à 2,7% en glissement annuel, au-dessus des 2,6% d'août. La moyenne quatre semaines de l'ADP affiche une contraction de l'emploi privé de 13 500 par semaine au 8 novembre, ce qui nourrit l'argument d'un relâchement des tensions sur le marché du travail. Ce mix growth-down, inflation-sticky soutient les anticipations de détente monétaire, expliquant l'extension du rally de l'or au-dessus de 4 100 dollars puis un pic rapporté au-delà de 4 150 dollars, soit plus de 100 dollars gagnés depuis vendredi, dans un contexte où les flux non conventionnels et les questions de microstructure – jusqu'aux débats sur l'influence de la liquidité stablecoin – amplifient l'effet d'annonce. En Océanie, l'attention est braquée sur la RBNZ alors que le NZD consolide autour de 0,5600; l'arbitrage entre résilience des prix non-négociables et refroidissement cyclique dictera la tonalité, avec une banque centrale contrainte de rester hawkish dans la rhétorique tout en reconnaissant la modération de la demande. En zone euro, l'ECB reste en mode

pause vigilante, profitant d'une détente énergétique et d'un canal du crédit toujours serré; l'onde SNB reste implicite via la tolérance à un CHF plus faible, cohérente avec un objectif de normalisation des conditions monétaires réelles. Au Royaume-Uni, la faiblesse de la confiance distribution et un cadrage budgétaire plus strict invitent la BoE à s'ancrer sur un plateau restrictif plus long, mais sans surenchère hawkish.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le G10 s'organise autour d'un dollar ferme mais discriminant: EUR/USD oscille sous 1,1550, autour de 1,1530 au moment de l'écriture, reflétant la compensation entre un euro soutenu par l'unwind CHF et un billet vert porté par le carry et la robustesse relative des termes de l'échange. USD/JPY dérive vers 156,50, bridé par la rhétorique d'intervention japonaise qui plafonne la volatilité topside. EUR/CHF reste bid sur flux de couverture, tandis que le NZD sous-performe, enfermé près de 0,5600 avant la RBNZ; les devises scandinaves demeurent fragiles sur la combinaison pétrole mou et momentum domestique atone, avec une NOK particulièrement sensible aux manchettes énergie. En Asie, l'INR a clôturé peu changée, prise entre l'amélioration régionale et des besoins d'importateurs en dollar. Le legs taux traduit des statistiques américaines plus molles sur la demande qui aplatisse la partie avant, quand un PPI à 2,7% limite l'ampleur des rallys longs; en crédit, l'appétit primaire reste ouvert avec un émetteur investment grade chinois qui envisage au moins 1 milliard de dollars liés à une filiale santé, signe qu'un appétit sélectif pour le risque persiste. Sur les matières premières, le cuivre reste bien approvisionné selon l'ICSG une fois l'effet saisonnier neutralisé, ce qui tempère les dernières hausses; le pétrole fléchit sur la perspective diplomatique en Ukraine et les contraintes d'offre russe encadrées par l'OPEP+, un mix qui redistribue le beta cyclique au profit des importateurs nets. L'or capitalise pleinement la baisse attendue des taux réels et l'attrait de la couverture systémique, avec un dépassement des 4 150 dollars l'once mentionné plus haut. En toile de fond, la valorisation moyenne d'une franchise NHL à 2,2 milliards de dollars souligne l'inflation des actifs liés aux droits médias, alors même que des études pointent un revenu réel des ménages américains comprimé avant la saison des fêtes, un écart qui explique la sensibilité de la consommation aux chocs de prix comme l'illustre l'imprimé de 0,2% des ventes au détail.

FX Bias

Tactiquement, nous privilégions un dollar porteur vis-à-vis des devises à bêta croissance ou énergie, soutenu par le différentiel de carry et un momentum macro américain encore supérieur au G10 hors Royaume-Uni et zone euro cœur. L'euro bénéficie d'un soutien idiosyncratique via l'unwind CHF et la résilience industrielle, ce qui milite pour une surperformance relative contre les scandinaves et, dans une moindre mesure, contre le NZD. La livre sterling conserve un biais constructif de portage, malgré un environnement domestique fragile, la prudence budgétaire réduisant la prime de risque sans effacer les contraintes de demande. Le franc suisse reste sous pression tant que la SNB tolère une détente des conditions financières via le change. Le yen demeure un cas particulier, avec un plafond tactique induit par le risque d'intervention qui incite à privilégier des structures optionnelles convexes plutôt que du delta pur.

Scénarios Binaires

Le premier nœud binaire se joue à la Fed entre une coupe de taux dès décembre et un statu quo conditionné par la persistance des pressions amont. Une décision de détente immédiate, couplée à des ventes au détail durablement sous les attentes après 0,2% en septembre contre 0,4% attendu, déclencherait une rotation risk-on initiale et une baisse des taux réels, mais l'histoire récente montre que le dollar s'apprécie souvent dans les premières phases de relâchement quand la croissance relative lui reste favorable; inversement, une Fed en pause face à un PPI qui s'accroche à 2,7% prolongerait le soutien direct au billet vert via le taux court. Le second pivot concerne la RBNZ, partageant l'alternative entre un maintien hawkish qui défend l'ancrage inflationniste et un assouplissement de la forward guidance face à un NZD déjà affaibli; un ton plus accommodant ouvrirait un nouveau différentiel de portage défavorable au kiwi. Le troisième point tient à l'or: si la détente monétaire est plus graduelle que ne le prix actuel ne l'implique après plus de 100 dollars de hausse depuis vendredi et un dépassement de 4 150 dollars, une correction technique serait probable, surtout si les flux non conventionnels se normalisent; à l'inverse, un guidage explicite sur des « baisses de grande ampleur » ancrerait un plancher plus élevé. Enfin, au Royaume-Uni, un budget resserré matérialisé par la réduction du plafond des ISA pourrait réduire la volatilité de la prime de risque sterling tout en prolongeant l'atonie de la demande; un dérapage politique inverserait ce schéma.

Conclusion

L'environnement croise un ralentissement graduel de la demande américaine – 0,2% de croissance des ventes au détail à 733,3 milliards de dollars après 0,6% en août – à des pressions de prix amont encore résilientes à 2,7% sur les prix producteurs, poussant les banques centrales vers un compromis de prudence. En Europe, la détente énergétique et la normalisation FX via la faiblesse du CHF offrent un coussin à l'euro, tandis que les actifs britanniques arbitrent entre prudence budgétaire et faiblesse de la consommation. Les matières premières reflètent ce mix: un pétrole en retrait sur détente géopolitique, un cuivre correctement approvisionné et un or porté par l'anticipation d'assouplissement. Dans ce cadre, le dollar conserve un avantage de portage et d'exceptionnalisme relatif, l'euro se renforce en termes croisés, et les devises à bête cyclique élevé comme le NZD, la NOK et la SEK restent vulnérables tant que le momentum macro ne s'inverse pas.

Implication du desk (en recherche de positions)

Nous recherchons des mises en place directionnelles et optionnelles alignées sur ces asymétries. Un short tactique NZD/USD reste privilégié à l'approche de la RBNZ, en visant une extension de la sous-performance du kiwi si la banque adoucit sa guidance face au refroidissement des indicateurs, avec une gestion du risque calibrée sur un hawkish surprise. En Europe du Nord, nous recherchons des achats d'EUR/SEK et d'EUR/NOK sur replis, l'écart de carry et le momentum pétrole/industrie favorisant la surperformance de l'euro contre des scandinaves encore exposées à la cyclicité. Sur le franc, un biais long EUR/CHF demeure pertinent tant que l'unwinding se poursuit et que la SNB privilégie une détente via le change; nous éviterons toutefois la complaisance en ajustant le risque autour des réunions SNB. Sur le yen, nous privilégions des structures optionnelles à convexité positive, telles que des put spreads sur USD/JPY financés par de la vente de volatilité de queue, afin de se protéger contre un épisode d'intervention tout en gardant l'exposition au carry. Enfin, compte tenu de l'extension rapide de l'or

au-delà de 4 150 dollars et du rôle amplificateur des flux, nous envisageons des stratégies de vente de calls couverts ou des collars pour capter une normalisation de la prime de risque si la Fed temporise en décembre, tout en conservant une jambe de protection en cas de confirmation d'un cycle d'assouplissement « de grande ampleur ». Dans l'intervalle, nous resterons sélectifs sur le crédit en dollars en primaire, où la fenêtre reste ouverte comme en témoigne un projet d'émission d'au moins 1 milliard de dollars, tout en surveillant les implications de valorisations d'actifs élevées – jusqu'aux franchises sportives à 2,2 milliards de dollars en moyenne – face à des ménages américains dont le revenu réel demeure sous pression à l'approche des fêtes.