

## Top European Drivers

La dynamique européenne reste dominée par un contraste entre résilience de la confiance et ralentissement de l'activité. La dernière lecture ZEW pour la zone euro s'est nettement redressée à 33,7 en décembre contre 26,3 attendus, signalant un meilleur moral des acteurs malgré des PMI préliminaires de décembre en léger tassement. Le Royaume-Uni concentre l'attention avec un marché du travail qui continue de s'assouplir, ce qui a renforcé la livre et fait reculer l'euro à 0,8763 contre la monnaie britannique, en baisse d'environ 0,25% sur la séance. Cet appui tactique au GBP s'inscrit dans un contexte de PMI domestique un peu plus ferme, mais ne dissipe pas la perspective de détente monétaire à Londres. Pour l'ensemble du bloc, la chute de l'énergie fournit un soutien réel à l'inflation importée et au revenu disponible: le Brent est passé sous 60 dollars, un plus bas de plus de sept mois, alors même que le raffinage chinois a progressé de 4% sur un an en novembre, limitant la correction du brut via des achats destinés aux réserves. Sur le front industriel, l'allègement évoqué de la trajectoire d'interdiction des moteurs thermiques à l'horizon 2035 en Europe soutient le complexe des métaux du groupe platine, au moment où les producteurs russes mettent en avant un déficit de platine en 2025 et un équilibre plus marqué sur le palladium. Cette combinaison, jointe à des actions européennes portées par un narratif de bénéfices en amélioration dans un contexte de désinflation, conforté un schéma de croissance « résiliente mais molle » sur la fin d'année, tel que l'esquisse Reuters.

## Central Banks

Le pivot de la semaine reste l'équilibre fin entre normalisation résiduelle et début d'assouplissement. Aux États-Unis, le rapport NFP a surpris à la hausse avec 64 000 créations en novembre contre 50 000 attendues, après une contraction de 105 000 en octobre, nuance importante pour jauger l'élan sous-jacent. Le dollar restait auparavant lourd, au milieu de sa fourchette juin-décembre, les marchés scrutant toute donnée susceptible de réanimer les anticipations pour la réunion de janvier, comme le souligne MUFG. Le message récent des responsables de la Fed insiste sur la flexibilité: l'idée d'un affaiblissement du marché du travail pouvant émerger rapidement a été rappelée, et la politique est jugée bien positionnée après les derniers ajustements, ce qui maintient ouvertes des options d'assouplissement plus rapide si nécessaire. Au Royaume-Uni, la décélération de l'emploi et des salaires, conjuguée à une activité privée un peu plus ferme, a conforté le pricing d'une première baisse du taux de base par la Banque d'Angleterre à court horizon; la banque devra gérer un arbitrage délicat entre inertie des services et slack croissant sur le travail. À Francfort, l'ECB reste dépendante des données: l'affaissement des PMI plaide pour la patience, mais la hausse de la confiance et la désinflation importée par l'énergie permettent d'envisager une rhétorique plus équilibrée sans précipiter un calendrier de cuts. Enfin, Tokyo est au centre du G10: la devise japonaise s'est raffermie dans l'attente d'une première hausse de 25 pb par la BOJ, largement intégrée par le marché, avec un glissement de l'USD/JPY alimenté par des UST en repli; l'enjeu majeur sera le guidage sur la normalisation graduelle et la gestion de la liquidité, plus encore que le move nominal. En Asie, la PBOC laisse le change se raffermir par petites touches: le CNY a gagné 0,9% en novembre en termes effectifs, aidé par un affaiblissement du billet vert et des réserves en devises en progression, ce qui lisse la vitesse d'appreciation malgré un surplus commercial élevé.

## Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Sur le G10, l'euro conserve un biais haussier tactique, EUR/USD évoluant près de ses plus hauts depuis début octobre et testant une zone technique vue autour de 1,1765 en amont des publications américaines sur l'emploi et la consommation. La paire EUR/GBP a cédé sur la force relative de la livre consécutive aux données britanniques, tandis que le yen s'est apprécié avant la décision de la BOJ, le USD/JPY refluant dans le sillage de rendements US plus bas. Dans l'écosystème dollar, l'indice DXY est resté friable, reflétant une re-évaluation du sentier d'assouplissement de la Fed, avec un positionnement qui demeure sensible à toute surprise sur les coûts salariaux. En émergents, le rupee a franchi 91 sous l'effet conjugué de la demande de couverture et d'une faiblesse liée au contexte de commerce extérieur, alimentant des spéculations sur un possible rappel à l'ordre de la RBI; plus largement, la sous-performance de l'INR fragilise la traction domestique sur les actions indiennes. Côté taux, le mouvement dominant est la détente des rendements cœur US et européens, alimentée par des ventes de détail US restées inchangées en octobre et par une prime de terme en recul à l'approche d'un cycle de cuts, tandis que les périphériques bénéficient de l'aplatissement global et de la baisse de la prime d'inflation implicite liée au choc énergie inversé. Sur les matières premières, le Brent est passé sous 60 dollars le baril, WTI enregistrant sa clôture la plus faible depuis février 2021, dans un contexte de raffinage chinois en hausse de 4% sur un an et d'importations chinoises plus élevées qu'attendu, en partie pour réalimenter les stocks. L'or a reflué sous 4 300 dollars à l'approche des données US, retombant vers 4 270 dollars, en baisse de 0,6% sur la séance, mouvement amplifié par des prises de profit techniques; à plus long terme, certains scénarios de la rue tablent désormais sur une progression plus lente d'ici 2026, avec une cible évoquée autour de 4 800 dollars à horizon T4. Les écarts intraday se sont même joués à quelques dollars, avec des amplitudes de l'ordre de 4 dollars sur certaines séquences, quand les métaux du groupe platine ont surperformé: le platine a touché 1 800 dollars, un sommet depuis 2011, soutenu par la perspective d'un déficit d'offre en 2025; sur des marchés parfois peu liquides, on a observé des micro-ajustements voisinant 1 dollar par once entre cotations successives. Au-delà des prix, le risque physique reste un thème macro transverse: les pertes assurées dépassent à nouveau 100 milliards de dollars, avec 83% attribués aux incendies de forêt et aux tempêtes, ce qui réinterroge la tarification du risque climat et les primes d'assurance. Dans les métaux de base, le secteur des non-ferreux a été bousculé par des facteurs idiosyncratiques, à l'image de Korea Zinc qui a décroché de 14% sur fond de contestation actionnariale d'un projet de JV aux États-Unis.

## FX Bias

Le cadre multi-facteurs maintient un biais vendeur dollar et pro-européen, porté par la convergence de trois vecteurs dominants: un portage net qui s'érode sur le billet vert au fur et à mesure que la Fed s'approche d'un assouplissement, un momentum macro où l'Europe stabilise à bas régime tandis que les États-Unis normalisent à partir d'un niveau élevé, et un régime de risque-taux plus « bénin » sur la volatilité des rendements. Dans ce contexte, nous privilégions un biais positif sur EUR et GBP contre USD, la dynamique de la livre restant conditionnelle à une BoE qui ne sur-communique pas les coupes à venir. Le JPY retrouve un attrait défensif si la BOJ crédibilise la sortie de la ZIRP, la réduction attendue des différentiels de taux couplée à un bêta risque plus faible améliorant le profil asymétrique des shorts USD/JPY sur rebond. En Scandinavie, les devises à bêta élevé comme NOK et SEK demeurent vulnérables à l'affaiblissement du pétrole et à des données domestiques encore hétérogènes, ce qui milite pour une sous-pondération relative face à l'euro dans un environnement de carry moins discriminant.

## Scénarios Binaires

Le premier nœud binaire concerne la BOJ: une hausse de 25 pb assortie d'un guidage hawkish sur la normalisation des achats JGB et la gestion de la courbe ancrerait une appréciation supplémentaire du JPY et ferait pression sur les paires à fort différentiel, alors qu'un message plus prudent, voire un report, réactiverait la recherche de portage en faveur du USD/JPY et des proxys risque d'Asie. Deuxième charnière, la trajectoire de l'emploi et des salaires US après un NFP de 64 000: une confirmation, via salaires et participation, d'un refroidissement graduel renforcerait les attentes d'assouplissement de la Fed dès le premier semestre et prolongerait la pression sur le dollar; à l'inverse, des surprises positives répétées sur l'emploi et la demande, après des ventes de détail restées stables en octobre, repousseraient le calendrier des coupes et offriraient un répit technique au billet vert. Troisième pivot, l'énergie: si la Chine prolonge des achats au-delà des besoins courants pour ses réserves stratégiques et que l'OPEP+ renforce la discipline, le Brent pourrait se stabiliser au-dessus de 60 dollars, soulageant NOK et certaines poches cycliques; si, au contraire, les achats chinois se tassent et les craintes de demande dominent, une jambe supplémentaire de baisse pèserait sur les devises sensibles au pétrole et renforcerait la désinflation mondiale. Enfin, sur les métaux précieux, un environnement de volatilité macro faible et d'assouplissement crédible maintiendrait l'or ancré dans une phase de consolidation malgré un narratif long terme encore favorable, alors qu'un regain de risques politiques ou climatiques, dans le sillage de pertes assurées supérieures à 100 milliards de dollars, réactiverait un bid de couverture.

## Conclusion

Le mix macro-financier bascule vers un régime de fin de cycle sans rupture, où la baisse des rendements nominaux et réels érode l'avantage relatif du dollar tandis que l'Europe, bien que poussive, bénéficie d'un choc énergie favorable et d'une amélioration de la confiance. Le Royaume-Uni illustre la sensibilité des devises à la granularité des données: un marché du travail plus lâche soutient tactiquement le GBP par l'effet d'anticipation monétaire claire, mais la pente de croissance reste modeste. Au Japon, la normalisation de la politique, si elle est crédibilisée, rebat les cartes du G10 en réduisant le « tail risk » d'un yen perpétuellement faible. Les matières premières confirment une détente du coût d'entrée pour les économies importatrices, tandis que les métaux précieux consolident après des sommets historiques, dans l'attente de la prochaine séquence de données américaines. Dans ce cadre, les stratégies FX doivent arbitrer entre carry et momentum macro, en maintenant une exposition mesurée aux actifs à bêta élevé tant que le pétrole et l'activité mondiale n'ont pas trouvé de plancher plus ferme.

## Implication du desk (en recherche de positions)

Nous cherchons à exprimer un risque directionnel modéré et asymétrique contre le dollar en privilégiant des achats sur repli de l'EUR/USD et du GBP/USD, avec une attention particulière portée à la trajectoire des salaires US et aux communications de la BoE. Sur le JPY, nous favorisons des ventes de USD/JPY sur rebond tactique avant la BOJ, la réduction de l'écart de taux et l'amélioration du profil défensif offrant un portage négatif mieux rémunéré par la convexité. En croisé européen, nous restons prudemment acheteurs d'euro contre NOK et SEK tant que le Brent s'installe sous 60 dollars et que les données scandinaves ne surprennent pas à la hausse, en privilégiant une gestion active des tailles compte tenu de

---

la sensibilité au risque global. Enfin, sur la thématique Chine, la progression de 0,9% du CNY en novembre et la gestion lissée des réserves incitent à une exposition sélective et opportuniste à l'Asie du Nord, en évitant les poches sous pression idiosyncratique comme l'INR tant que le spectre d'une intervention de la RBI et la volatilité autour de 91 ne sont pas dissipés. Nous conserverons un biais acheteur prudent sur les métaux du groupe platine à l'ombre d'un déficit attendu en 2025, tout en gardant une approche de mean reversion sur l'or, où des écarts de 4 dollars intraday et une consolidation vers 4 270–4 300 dollars invitent à la patience avant d'envisager une nouvelle jambe vers les cibles de 2026 proches de 4 800 dollars.