
Top European Drivers

Le flux européen est dominé par un choc de valorisation sur la tech et un affaiblissement de la dynamique cyclique. Les actions de la région viennent d'enregistrer leur pire semaine depuis août, tirées par le re-rating des semi-conducteurs, ASML en tête, sur fond d'incertitude de politique monétaire américaine et de prise de profit généralisée. Le sentiment « risk-off » a pesé sur l'euro, revenu vers le creux de jeudi, en baisse marginale de 0,1% et désormais ancré autour de 1,15 contre dollar, alors que les PMI préliminaires de la zone euro se tassent. Sur les changes intra-européens, EUR/CHF reste néanmoins soutenu autour de 0,9290 après un rebond depuis 0,9276, la BNS affichant une posture prudente. Le recul des exportations d'or suisses en octobre vers la Chine et l'Inde illustre une demande joaillière qui se normalise après les records de prix, tandis que les prix du gaz européen touchent un plus bas de dix-huit mois avec un apaisement perçu autour du dossier ukrainien, ce qui allège la facture énergétique et le déficit courant de la zone. L'ensemble évolue dans un contexte où les flux thématiques restent paradoxalement résilients: malgré la consolidation en cours, une banque américaine anticipe encore un afflux record de 75 milliards de dollars vers la tech en 2025, et l'écosystème IA demeure catalysé par des annonces d'infrastructure comme le cluster Foxconn-Nvidia à Taïwan de 1,4 milliard de dollars, attendu pour le premier semestre 2026. L'euro reste donc tiraillé entre l'attrait relatif de ses valorisations et une macro intérieure plus fragile que celle des États-Unis.

Central Banks

Le pivot de la semaine provient du discours de John Williams, président de la Fed de New York, réaffirmant la possibilité d'une baisse de taux à court terme si la restriction reste « modeste », ce qui a déclenché un rally sur Treasuries et ravivé les paris de détente dès décembre. Cette détente des anticipations n'efface pas le constat d'un dollar encore porté par l'aversion au risque et par le portage, mais elle comprime la volatilité directionnelle. À l'opposé, la Banque du Japon a durci le ton: la glissade du yen a suscité des avertissements explicites d'intervention et l'hypothèse d'une hausse en décembre est désormais mise en avant, ce qui a pesé sur USD/JPY, revenu vers 156,70, alors que les conseillers du Premier ministre multiplient les signaux avant la réunion. En Europe, la BCE est restée en mode gestion fine, complétant ses décisions techniques et publiant des données consolidées sans inflexion stratégique; la logique de « plus haut pour plus longtemps » se heurte à la faiblesse des PMI, maintenant l'euro sensible au différentiel de croissance. La BNS a rappelé qu'un retour aux taux négatifs serait théoriquement possible mais à un seuil d'exigence très élevé, ce qui ancre le franc sans l'envoler. Côté Océanie, les anticipations d'assouplissement en Nouvelle-Zélande plafonnent le NZD, tandis que la vigueur des PMI australiens ne suffit pas à soutenir l'AUD face au flux dollar; au Royaume-Uni, la BoE reste en observation serrée, focalisée sur la désinflation des services. Enfin, Tokyo a validé un plan de soutien budgétaire de 135 milliards de dollars, combinant impulsion domestique et pression potentielle sur la normalisation de la BoJ.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar gagne sur un sentiment de risque dégradé, alors que le yen surperforme à la marge sur rhétorique d'intervention. L'euro cède du terrain, EUR/USD s'installant vers 1,1515; USD/JPY reflue

depuis les sommets vers 156,70; EUR/CHF demeure ferme près de 0,9290. Les devises matière première restent sous pression: AUD/USD recule d'environ 0,10% autour de 0,6440 malgré un PMI robuste, et NZD/USD bute sous 0,5600, oscillant vers 0,5580 sur fond d'espoirs d'assouplissement de la RBNZ. Le CAD est stable, USD/CAD consolidant ses gains engrangés vers 1,41 la veille lors de la baisse des actions américaines. En Asie, USD/CNH reste comprimé dans un couloir étroit autour de 7,1100–7,1220, reflet d'une gestion ferme du FX et d'une reprise encore partielle des exportations de terres rares; l'INR enregistre un nouveau plus bas historique, ayant franchi la ligne défendue de la RBI sous l'effet d'allègements de positions et de flux sortants. Sur les taux, la jambe longue américaine se détend après les propos de Williams, tandis que l'Europe se cale sur ce relief de duration sans inverser la prime de risque macro. Les métaux précieux respirent: l'or a retracé ses trois séances de gains et focalise désormais les acheteurs de repli sur 4 040 et 4 000 dollars, alors même que le rebond intraday a été alimenté par la résurgence de paris de baisse de la Fed; l'argent reste structurellement en déficit pour une cinquième année selon les flux d'ETF, quand le platine voit son déficit révisé à la baisse à 692 000 onces contre 850 000 précédemment. L'énergie européenne s'allège avec le gaz au plus bas en dix-huit mois, tandis que le baril reste attentif au risque de sanctions américaines sur les majors pétrolières russes et à l'impact sur le rouble. Les actifs numériques corrigent, le bitcoin ayant glissé sous 85 000 dollars et la probabilité d'un niveau inférieur à 90 000 dollars en fin d'année s'étant accrue, symptôme d'un appétit au risque plus sélectif.

FX Bias

Le biais de court terme reste modérément favorable au dollar, à l'euro et à la livre dans un régime où le portage, le momentum macro relatif et la structure de volatilité sur taux continuent de primer. L'appétit pour le dollar se nourrit du « risk-off » et d'une convexité positive en cas de data US mixte, tandis que l'euro bénéficie surtout sur les croisements d'une détente des coûts énergétiques et d'un positionnement plus léger après la purge actions. À l'inverse, le bêta cyclique pénalise le complexe scandinave, NOK et SEK demeurant vulnérables aux secousses de valorisation et à la prime de liquidité, et le NZD reste pris en étau entre perspectives d'assouplissement et termes de l'échange incertains. Sur USD/JPY, la balance des risques se déplace vers une consolidation contrôlée, la fenêtre d'intervention et le risque d'une hausse BoJ en décembre limitant l'asymétrie haussière du dollar malgré le carry.

Scénarios Binaires

Un scénario d'atterrissage en douceur des États-Unis combiné à une Fed qui ouvre la porte à un ajustement d'assurance dès décembre favoriserait une détente ordonnée de la courbe et une rotation vers les cycliques de qualité. Dans ce cas, le dollar corrigerait modérément contre l'euro et la livre, l'or tiendrait la zone 4 040/4 000 dollars et les devises à bêta élevé reprendraient un peu d'air, à condition que la volatilité actions se tasse et que les flux tech, malgré une cible de 75 milliards de dollars en 2025, se normalisent en rythme. À l'opposé, une poursuite de la décrue des PMI européens, un retour de la nervosité sur les semi-conducteurs et une BoJ plus lente que prévu à agir maintiendraient la sélectivité du risque, renforçant le dollar contre NOK, SEK et NZD, comprimant AUD/USD malgré des données domestiques solides, et incitant les autorités japonaises à calibrer une intervention ponctuelle qui ferait baisser USD/JPY sans inverser la tendance de fond.

Conclusion

Le marché s'installe dans un régime de portage défensif où le dollar conserve l'initiative par défaut, tempérée par la perspective d'un assouplissement tactique de la Fed et par un risque de normalisation de la BoJ. L'Europe combine vents contraires cycliques et atouts externes via l'énergie, ce qui plaide pour une résilience de l'euro sur croisements plus que contre le dollar tant que l'écart de croissance reste défavorable. Les matières premières reflètent cette ambivalence, avec un or cherchant un plancher technique et un complexe industriel divergent, tandis que les flux vers la technologie restent puissants malgré la consolidation en cours. La prudence demeure tant que la valorisation des leaders de la croissance et la trajectoire des banques centrales ne sont pas mieux ancrées.

Implication du desk (en recherche de positions)

Dans ce cadre, la priorité est de monétiser le différentiel de portage et le momentum relatif en restant sélectif sur le risque. Nous privilégions l'achat du dollar contre les devises à bêta et faible carry, avec une préférence pour des ventes de NZD/USD sous 0,5600 visant un débordement de 0,5480, stop de protection au-dessus de 0,5655 pour tenir compte d'un éventuel soulagement data US. Sur l'euro, la défense de la zone basse incite à rechercher des achats tactiques d'EUR/CHF autour de 0,9280/0,9300 pour un retour vers 0,9400–0,9450, invalidation sous 0,9240 si la BNS laisse filer les rendements réels. Sur les crosses scandinaves, l'affaiblissement de l'alpha domestique nous conduit à rester acheteurs d'EUR/SEK et vendeurs de NOK sur rebonds, en calibrant les tailles à la liquidité. Sur USD/JPY, nous privilégions une exposition asymétrique via des options de vente hors-la-monnaie pour couvrir un risque d'intervention ou de hausse BoJ en décembre tout en préservant le portage. Enfin, sur les métaux précieux, nous privilégions une approche « buy-the-dip » disciplinée sur l'or autour de 4 040/4 000 dollars, avec stops serrés compte tenu du pivot Fed binaire, et restons neutres sur le platine après la révision du déficit.