

Top European Drivers

La séance européenne s'ouvre sur un mix de détente en actifs risqués et de vigilance macro. En zone euro, la confiance des consommateurs reste stable tandis que l'euro consolide ses récents gains, EUR/USD cédant légèrement après un rejet au-dessus de 1,1600 et évoluant autour de 1,1585 à la mi-journée. Le moteur de l'appétit pour le risque vient des discussions de cessez-le-feu entre l'Ukraine et la Russie, qui entretiennent un narratif de désinflation énergétique et d'allègement de primes de risque, même si le marché du pétrole demeure piégé dans une fourchette, signe que l'issue reste incertaine. Dans le même temps, la baisse des stocks de gaz européens sous 78% à l'approche de l'hiver réintroduit un aléa prix et croissance propre au bloc, tempérant l'optimisme cyclique. Au Royaume-Uni, le budget a offert un répit aux marchés, évitant une nouvelle tension sur les gilts et permettant à la livre de se redresser, même si la trajectoire de croissance modeste et le calendrier de détente monétaire à venir bornent le potentiel. Le croisement EUR/GBP reflète ce balancier, hésitant sous 0,8760 et restant exposé à une extension vers 0,8720 si la dynamique budgétaire pro-risk au Royaume-Uni persiste. En périphérie sectorielle, l'Europe digère des signaux contrastés sur la régulation et la technologie, avec le relèvement d'EssilorLuxottica quand Prada est abaissée par UBS, la neutralisation de SSE au motif de valorisations intégrant déjà la croissance, et l'abandon par l'autorité française de la plainte visant Microsoft, alors que, côté global, Apple conteste en Inde un risque d'amende de 38 milliards de dollars et Alibaba pousse ses lunettes Quark à 500 dollars, autant d'éléments qui influent sur le bêta actions et, par ricochet, sur les devises européennes via les flux de portefeuille.

Central Banks

La dynamique de marché reste dominée par le recalibrage des anticipations de banque centrale. Aux États-Unis, les commentaires accommodants et un faisceau de données plus molles portent la probabilité d'une baisse de 25 pb en décembre près de 80%, entraînant une glissade du Dollar Index et un repli sous 99,50. La correction du billet vert se lit davantage comme un ajustement de primes de taux qu'un changement de régime géopolitique, ce qui laisse la porte ouverte à des contre-mouvements en conditions de liquidité réduite durant Thanksgiving. Au Royaume-Uni, les attentes de coupe de la BoE montent en puissance, avec une inflation collante mais une dynamique d'activité atone qui justifient une orientation prudente; l'allègement de la prime fiscale après l'énoncé budgétaire a stabilisé les conditions financières sans invalider la perspective de détente monétaire au T1-T2. Au Japon, l'évolution du discours de la BoJ, perçu plus faucon, et la fenêtre d'un possible durcissement des lignes officieuses sur le FX placent USD/JPY sous une résistance tactique à 157,90, avec le risque d'un retrait vers 154,40-152,80 en cas d'échec de franchissement. En zone euro, l'ECB reste en mode pause prolongée, tolérant l'assouplissement des conditions financières tant que l'énergie et les salaires n'entraînent pas le retour de l'inflation vers la cible. Enfin, dans l'axe AUD/NZD, la vigueur de l'AUD sur fond de repli du dollar souligne un portage toujours rémunérateur, tandis que les devises à bêta croissance demeurent sensibles aux inflexions de discours des banques centrales majeures.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

La séance est calme côté indices américains, avec des contrats à terme stables alors que les marchés cash sont fermés, le S&P 500 et le Nasdaq 100 avançant respectivement d'environ 0,03% et 0,08%. Sur le FX, le DXY se traite proche de 99,45, EUR/USD oscille autour de 1,1585, USD/JPY gravite vers 156,30 et bute sous 157,90, EUR/JPY consolide près de 181,00, EUR/GBP peine à s'installer au-dessus de 0,8760, USD/CAD remonte vers 1,4050 après deux séances de correction, tandis que l'AUD s'apprécie dans le sillage de la détente des taux US. Les devises nordiques restent lourdes au regard de leur sensibilité à l'énergie et au cycle, et le NZD sous-performe en environnement de portage défavorable. Les marchés de taux intègrent quasi pleinement un assouplissement de la Fed en décembre, les courbes restant bull-strengthening modéré alors que les gilts se stabilisent après le budget britannique. Les matières premières reflètent l'ambivalence macro-géopolitique: le WTI oscille, coté autour de 58,55 dollars en hausse de 0,15% sur la nouvelle de pourparlers de cessez-le-feu, mais il a ouvert en Europe sur un ton plus lourd près de 58,35, tandis que le Brent se traite vers 62,25 contre 62,43 la veille, confirmant une fourchette de 58–62 dollars sur le brut US. L'or consolide ses gains près de 4 150 dollars, avec un cap technique autour de 4 175 et un support qui tient vers 4 140, soutenu par l'affaissement des rendements et la baisse du dollar. L'argent surperforme en bête, monté de 53,35 à 53,41 dollars, soit 0,12% sur la séance, et les flux restent orientés vers une extension vers 54,00 sur fond de faiblesse du dollar et de tension physique, les stocks chinois touchant un plus bas de dix ans. Sur l'énergie, la décrue des stocks gaziers européens sous 78% maintient une prime hivernale, susceptible d'alimenter la volatilité des spreads de courbe.

FX Bias

Nous conservons un biais constructif et discipliné sur le dollar malgré sa correction de taux, privilégiant un schéma d'achats sur repli face aux devises à bête croissance et portage faible. Le différentiel de portage et la résilience relative des fondamentaux américains restent des soutiens, notamment face au NZD où la combinaison momentum macro et rémunération demeure en défaveur du kiwi. En Europe, nous restons modérément positifs sur l'euro, lequel bénéficie d'une option haussière en cas d'avancée tangible sur l'Ukraine tout en restant borné par le risque gazier et le plafonnement de l'inflation sous-jacente; le biais s'exprime mieux contre NOK et SEK, pénalisées par leur exposition au cycle et aux matières premières. La livre affiche un profil portage-valeur équilibré: la détente des gilts et la crédibilité budgétaire soutiennent la devise mais l'anticipation de coupes de la BoE limite l'upside, ce qui plaide pour une approche tactique acheteuse de GBP sur creux contre EUR et contre SEK plutôt que contre USD. Sur le JPY, nous privilégions une gestion active: vendre les remontées de USD/JPY sous 157,90 pour capter le risque d'intervention et la tonalité plus fauve de la BoJ, tout en respectant que le coût de portage reste défavorable aux positions longues yen de moyen terme. Le CAD reste un bête pétrole avec une élasticité en baisse tant que le WTI demeure coincé dans 58–62; nous privilégions l'achat de USD/CAD sur dips plutôt que la poursuite d'un rallye CAD sans catalyseur sur la demande de brut.

Scénarios Binaires

Le premier nœud binaire concerne la Fed en décembre: si la baisse de 25 pb, déjà escomptée à 80%, est livrée avec un message de dépendance aux données, l'affaiblissement du dollar devrait rester contenu et réversible, l'or pourrait tester et éphémèrement déborder 4 175, et l'argent prolonger vers 54,00 avant

consolidation; à l'inverse, un message moins accommodant ou un report de la décision déclencherait un squeeze haussier du DXY, une rotation hors des métaux précieux et une reprise de USD/JPY au-delà de 157,90. Le second pivot tient aux pourparlers Ukraine-Russie: un progrès tangible ferait baisser la prime géopolitique sur l'énergie, maintiendrait le WTI dans la borne basse 58-60, soutiendrait les actifs européens et l'euro via une contraction du risque, mais pèserait sur NOK par la composante pétrole; un blocage raviverait la prime et la volatilité, renforçant les devises matières premières vis-à-vis de l'euro tout en ravivant la couverture sur le gaz. Troisième alternative, la posture de la BoJ: une tolérance officielle à un yen plus ferme ou une action de marché provoquerait une accélération baissière de USD/JPY vers 154,40-152,80, avec retombées sur EUR/JPY; l'absence d'action et des rendements US stables réinstalleraient une consolidation haute sous 158. Enfin, l'hiver européen constitue un risque directionnel: une vague de froid prolongée, sur des stocks sous 78%, durcirait les conditions financières régionales, amoindrirait la prime cyclique de l'euro et soutiendrait l'inflation réalisée; un hiver clément libérerait de la bande passante pour la BCE et renforcerait l'attrait relatif des actifs en euro.

Conclusion

Le schéma de marché reste celui d'une correction de primes de taux US et d'une détente prudente du risque, catalysée par l'espoir de désescalade en Europe de l'Est, mais encadrée par des contraintes énergétiques et des banques centrales qui conservent la main. La faiblesse technique du dollar trouve ses limites dans le portage, la liquidité de fin de mois et la résilience du cycle américain; l'euro avance au rythme des nouvelles géopolitiques et des températures, tandis que la livre capitalise sur un budget sans faux pas, tout en restant asservie au sentier de la BoE. Les matières premières valident un régime de range, avec un pétrole piégé entre l'option paix et l'option croissance, un or soutenu par les taux et un argent dopé par le déficit physique. Dans cet environnement, la sélectivité et le respect des niveaux techniques clés priment, avec un accent sur les paires où le portage, le momentum macro et le régime de risque s'alignent.

Implication du desk (en recherche de positions)

Nous recherchons des achats sélectifs de dollar contre NZD et contre NOK sur rebonds, en privilégiant des structures peu consommatrices de gamma pour exploiter le portage et la faiblesse du momentum macro des devises cycliques. En Europe, nous favorisons des longs EUR contre SEK et NOK sur repli, avec des cibles graduelles et une gestion serrée autour des données d'inflation et de l'énergie; contre GBP, nous privilégions une approche tactique vendeuse d'EUR/GBP sur remontées vers 0,8760 dans l'optique d'un retour vers 0,8720, tant que le marché des gilts demeure calme. Sur USD/JPY, nous privilégions la vente de rallyes sous 157,90 avec une invalidation stricte au-dessus de 158 compte tenu des risques d'intervention et du shift de la BoJ, et une prise de profit échelonnée vers 154,40-152,80. Sur USD/CAD, nous cherchons à acheter les creux tant que le WTI reste cantonné dans 58-62 et que la prime de croissance nord-américaine persiste. Enfin, sur les métaux, nous restons neutres or et opportunistes long argent sur cassure confirmée de 54,00, afin de capter le bêta favorable tant que le dollar reste sous pression de court terme et que la tension physique perdure.