

---

## Top European Drivers

Le moteur européen est dominé par l'inflexion désinflationniste au Royaume-Uni et une résilience encore fragile en zone euro. L'inflation britannique s'est tassée à 3,6 % en octobre, déclenchant une réévaluation rapide de la courbe GBP et un glissement de la livre, les marchés envisageant à nouveau un assouplissement dès le 18 décembre si le momentum prix-salaires se confirme. En zone euro, les chiffres d'inflation sont restés globalement stables, ce qui ancre un biais « higher-for-longer » moins affirmé qu'aux États-Unis et laisse l'EUR sensible aux chocs de croissance. Sur l'axe actions-risque, la correction sur les mégacaps liées à l'IA a ravivé la question du passage d'un modèle asset-light à capex-heavy, ce qui pèse mécaniquement sur les multiples européens exposés à la supply chain. À contre-courant, Nokia a dévoilé une stratégie centrée IA visant jusqu'à 60 % de hausse de profits et a isolé son activité IA après un investissement de 1 milliard de dollars lié à Nvidia, signalant un repositionnement offensif du tech européen malgré la hausse des besoins de capital. En flux primaires, la levée de 3 milliards d'euros de Magnum Ice Cream illustre une fenêtre encore ouverte en IG euro alors que le risque crédit émergent reste dispersé, à l'image de Braskem Idesa qui est entré en période de grâce après un coupon manqué de 33,5 millions de dollars. Sur le plan des devises, la faiblesse de la livre a alimenté le portage en EUR/GBP tandis que la vigueur du carry yen a propulsé EUR/JPY sur de nouveaux sommets pluriannuels, porté par une poussée des rendements JGB et un appétit pour le risque de courbe côté zone euro relativement contenu.

## Central Banks

La Fed reste au centre du jeu avec des minutes scrutées pour arbitrer entre un discours prudent et une dynamique de liquidité tendue. Le marché monétaire américain demeure ferme, les taux repo se maintenant élevés à l'approche de la fin d'année, ce qui contrarie le narratif d'un assouplissement rapide même si certains segments continuent d'entretenir l'hypothèse d'un geste dès décembre. Ce contexte soutient le dollar via le canal du portage et des conditions financières. À la BoE, l'atterrissage de l'inflation à 3,6 % renforce l'aile dovish et crédibilise l'option d'une détente graduelle si les prochains prints salariaux valident la désinflation de cœur, au prix d'une livre plus réactive aux surprises macro domestiques. Côté BCE, les nominations au pôle supervision n'altèrent pas le calibrage, la banque restant data-dependent avec une communication qui devrait appuyer la patience face à une inflation en décélération et une activité molle. La BoJ voit les taux longs remonter sur bruit fiscal et tensions diplomatiques régionales, mais sans pivot explicite, laissant au Trésor et au MoF le soin de gérer la volatilité du yen par la communication, malgré la « forte urgence » affichée. La RBA a maintenu le statu quo, les salaires du T3 en ligne confortant une pause vigilante, et la PBoC laisse entrevoir un environnement de liquidité accommodant via l'appétit massif pour la dette souveraine chinoise, comme en témoigne une adjudication ayant attiré plus de 234 milliards de dollars d'ordres.

## Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le FX reste polarisé par le couple carry-liquidité. Le dollar s'accroche à sa moyenne mobile 200 jours avant des résultats technologiques phares, tandis que l'EUR/USD évolue quasi inchangé autour de 1,1585 après un plus bas hebdomadaire à 1,1565, vulnérable à tout durcissement de ton de la Fed. Le GBP/USD

dérive à la baisse sur la détente de l'inflation britannique et l'escompte d'un assouplissement BoE, alors que le USD/JPY s'étire au-delà de 156,00, proche de 156,20, sous l'effet d'un écart de taux accentué par la poussée des JGB. L'EUR/JPY progresse d'environ 0,45 % vers 180,90, sur nouveaux plus hauts, en phase avec le portage. Les devises cycliques sous-performent: l'AUD/USD recule vers 0,6480, en baisse d'environ 0,40 %, pénalisé par un regain d'aversion au risque et le reflux des espoirs de baisse rapide de la Fed, tandis que le NZD/USD enfonce des creux proches de 0,5625, en baisse d'environ 0,5 % sur des données domestiques décevantes. En Amérique du Nord, le USD/CAD oscille autour de 1,4000, porté par un contexte risk-off et une courbe US ferme. En Asie, le USD/CNH reste encadré par 7,1020–7,1170 avec une volatilité comprimée, alors que des flux spéculatifs se positionnent sur une appréciation de la roupie indienne sur fond d'optimisme commercial. Sur les taux, la remontée des rendements japonais et la détente gilt post-CPI tranchent avec une moyenne US toujours restrictive, tandis que les adjudications chinoises sursouscrites confirment un bid structurel pour la duration domestique. Sur les matières premières, l'or bénéficie d'achats de couverture et de la dégradation du sentiment, avec un XAU/USD qui a débordé 4 100 dollars sur flux risk-off, malgré un narratif monétaire US moins accommodant; sur l'agri, l'assurance de l'Ukraine de ne pas limiter les exportations de blé en 2025/26 est un facteur baissier marginal pour les prix à terme; les métaux des minéraux critiques restent soutenus par l'initiative australienne de réserve stratégique, alors que l'énergie demeure plus guidée par le flux géopolitique régional.

## **FX Bias**

Le portage et le différentiel de croissance restituent un biais constructif sur le dollar face aux devises cycliques et à faible portage. Nous privilégions un dollar robuste contre AUD, NZD et les devises scandinaves dans un régime où la liquidité dollar se tend en fin d'exercice et où la séquence macro US reste supérieure. L'euro conserve un profil plus neutre, défensif contre les bêta-risque mais plafonné contre USD tant que l'écart de politique demeure. La livre reste tactiquement vulnérable tant que la trajectoire d'inflation permet d'ouvrir la porte à la BoE. Le yen conserve un bêta taux négatif marqué; le portage soutient USD/JPY et EUR/JPY, mais le risque de bruit d'intervention impose une gestion active de l'exposition. En Asie, le CNH demeure en régime contrôlé dans la zone 7,10–7,12, ce qui limite la volatilité directionnelle dollar-yuan.

## **Scénarios Binaires**

Si les minutes du FOMC insistent sur la fermeté des conditions financières et la prudence face au risque d'inflation de services, le marché révisera plus franchement à la baisse la probabilité d'une détente rapide, soutenant le dollar et prolongeant la pression sur AUD et NZD; à l'inverse, un accent mis sur la progression de la désinflation et les risques de croissance rallumerait le pricing d'un geste anticipé, affaiblissant le dollar et favorisant un rebond des bêta. Si les autorités japonaises passent d'une rhétorique d'« urgence » à des signaux d'intervention tangibles, USD/JPY et EUR/JPY corrigeraient violemment, sinon le portage devrait continuer de dominer avec une volatilité réalisée comprimée. Si la séquence britannique valide plusieurs prints consécutifs de désinflation cœur, la BoE gagnera l'espace pour assouplir, prolongeant la sous-performance du GBP; à l'inverse, un rebond des salaires ou des services CPI retarderait la détente et stabiliserait la livre. Si le cycle IA réassure via des résultats solides et un capex

jugé soutenable, l'appétit pour le risque se normaliserait et soulagerait les cycliques; sinon, la thématique capex-heavy accentuerait l'aversion au risque et la demande de dollar-qualité. Enfin, si l'appétit pour la duration chinoise se maintient avec des adjudications très sursouscrites, la volatilité Asie resterait basse et soutiendrait un CNH en range; à l'inverse, tout choc crédit domestique raviverait la demande de hedges dollar.

## Conclusion

Le régime de marché reste gouverné par la combinaison carry-momentum et par une prime de liquidité en faveur du dollar, sur fond de désinflation européenne et de reprise inégale du cycle mondial. La détente de l'inflation britannique redessine l'équilibre GBP au moment où la BCE temporise et où la Fed doit arbitrer entre prudence et normalisation, alors que la BoJ laisse la pente des JGB se redresser. La pression sur les devises cycliques se nourrit d'un appétit pour le risque plus erratique, illustré par un AUD/NZD sous-tension et un bid durable pour l'or au-delà de 4 100 dollars. Les flux primaires européens restent ouverts mais sélectifs tandis que l'EM crédit demeure idiosyncratique. Dans ce contexte, la stratégie FX s'articule autour d'un dollar porteur contre les bêta, d'un euro plus neutre et d'un yen fragile sous contrainte d'intervention.

## Implication du desk (en recherche de positions)

Nous recherchons des ventes tactiques sur AUD/USD et NZD/USD, à privilégier sur rebonds techniques, portées par la combinaison d'un dollar soutenu par la liquidité de fin d'année et d'un bêta-risque compressé. Nous favorisons des achats de dollar contre SEK et NOK pour capter le portage et la sous-performance macro relative des petites économies ouvertes en régime risk-off. Sur USD/JPY, l'inclination reste haussière mais l'expression via options (call spreads, structures à barrière désactivante) est préférée pour gérer le risque d'intervention. Nous restons neutres à modestement positifs sur EUR contre les cycliques, tout en évitant une surexposition directionnelle à EUR/USD avant les minutes du FOMC. En Asie, nous privilégions des stratégies de range sur USD/CNH autour de 7,10–7,12 en monétisant la faible volatilité implicite. En couverture de portefeuille, la vigueur de l'or incite à traiter les rallies comme opportunités de prise de profit plutôt que comme signal de tendance durable tant que le dollar conserve l'ascendant monétaire.