
Top European Drivers

L'Europe demeure résiliente en façade malgré une dynamique réelle toujours poussive. Les enquêtes signalent une industrie atone et une croissance quasi-stagnante, confirmant le diagnostic d'un redressement manufacturier lent et inégal. L'inflation allemande ressort à 2,3% en novembre en estimation préliminaire, en deçà d'un consensus à 2,4%, ce qui renforce l'idée d'une désinflation encore progressive mais installée. Les marchés d'actions ont aligné un cinquième mois consécutif de gains, soutenus par la chute de la prime de risque et par la perspective d'allègement monétaire global, tandis que des épisodes de volatilité micro — l'envolée de 18% de Puma sur des rumeurs de rapprochement avec un acteur chinois — entretiennent un appétit sélectif pour le risque. Sur le plan politique, la compétition pour la présidence de l'Eurogroupe illustre une phase de transition institutionnelle alors que la Commission presse sur les procédures de déficit excessif, sans pour autant altérer la capacité des marchés à ignorer, pour l'instant, le bruit fiscal. La Suisse envoie des signaux mitigés, avec des données décevantes alimentant une dispersion des performances du franc selon les paires. Enfin, le choc opérationnel de la panne du CME a souligné la fragilité de la liquidité intraday en Europe, avant un rétablissement final des échanges, rappelant que les facteurs microstructurels peuvent s'imbriquer avec les flux de fin de mois et amplifier les mouvements.

Central Banks

La BCE reste prudente. La désinflation constatée sur les grands pays, l'ancrage des anticipations de prix ressorti dans l'enquête de consommation d'octobre et l'absence d'accélération tangible des salaires militent pour une rhétorique patiente sur les baisses de taux, tout en reconnaissant que le point haut du cycle est derrière. L'Eurozone flirtant avec la stagnation, la fenêtre d'un premier assouplissement plus tard en 2025 se dessine, mais la séquence restera dépendante des données de cœur d'inflation et de la dynamique de crédit. Aux États-Unis, le marché continue de pricer un biais d'assouplissement de la Fed, thème renforcé par la fermeté récente des actifs or-argent et par des indicateurs de consommation en période de Thanksgiving en hausse attendue de 6% sur un an, sans remettre en cause à ce stade le calibrage restrictif réel. Au Japon, la réévaluation des chances de normalisation de la BoJ se poursuit alors que le Trésor augmente l'émission de dette court terme pour financer un nouveau stimulus, ce qui prolonge l'environnement de taux domestiques ultra bas et maintient une pression structurelle sur le yen tant que la communication de la BoJ n'évolue pas. La BNS, confrontée à des publications molles, reste en position d'observateur bienveillant, arbitrant entre un franc déjà fort en termes réels et la nécessité de ne pas importer une désinflation excessive. La BdC, elle, voit se rouvrir un débat plus nuancé après un PIB du T3 au-dessus des attentes, à 0,6% en variation trimestrielle, soit 2,6% en rythme annualisé, après une contraction de 0,5% révisée depuis -0,4%; toutefois l'estimation avancée d'un repli de 0,3% en octobre rappelle que le ralentissement sous-jacent n'est pas terminé, ce qui plaide pour un statu quo prolongé avec un langage de dépendance aux données.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

En devises, le dollar s'est raffermi en fin de mois, porté par des flux techniques accentués par l'incident de marché lié au CME, et par un ton de risque plus fragile. USD/JPY s'est stabilisé au-dessus de 156, reflet

d'un différentiel de taux inchangé et d'une prime de terme yen toujours élevée. EUR/USD reste déprimé après une série de chiffres hétérogènes en zone euro et un CPI allemand à 2,3%, la paire évoluant sous les sommets récents mentionnés en amont de l'inflation allemande. Le franc suisse illustre une divergence, avec USD/CHF en légère hausse de 0,15% sur la séance récente, alors que l'euro a cédé du terrain face au CHF autour de 0,9318. Le dollar canadien conserve son avance hebdomadaire malgré une mollesse intraday, avec un recul de 0,1% contre USD, soutenu par la surprise haussière du PIB au T3 mais tempéré par la perspective d'un creux d'activité en octobre. En taux, le repli de l'inflation allemande consolide le biais d'aplatissement sur les courbes cœur européennes, tandis que la perspective d'assouplissement global maintient une volatilité gamma contenue sur les segments 2-5 ans en zone euro et aux États-Unis. Les matières premières restent segmentées. L'or progresse sur la semaine d'environ 2,7%, porté par des anticipations d'assouplissement de la Fed et une recherche de duration réelle; sur l'intraday, un différentiel de \$4 a suffi à déclencher des flux directionnels autour des niveaux techniques, tandis que le seuil évoqué de 4 140 \$ est cité comme pivot. L'argent se rapproche de ses sommets historiques dans le sillage d'une baisse des stocks en Chine. Le pétrole demeure encadré, l'OPEP+ privilégiant un réglage fin des quotas à court terme plutôt qu'un changement de stratégie, laissant le marché focalisé sur l'axe géopolitique et sur la demande, avec un prisme consommation mondiale soutenu par des ventes en ligne de Thanksgiving attendues en hausse de 6%.

FX Bias

Le cadre de risque actuel, combinant portage positif et momentum macro modéré, plaide pour une exposition constructive au dollar dans une approche sélective, tout en maintenant un biais neutre-positif sur l'euro et la livre face aux devises cycliques à bêta élevé. Les devises antipodiques et scandinaves restent sous pression relative, le NOK étant pénalisé par un pétrole sans catalyse d'offre et des fondamentaux de balance courante moins porteurs, le SEK par la fragilité conjoncturelle nordique et un différentiel de taux réel défavorable, le NZD par un mix cyclique plus hésitant alors que le canal Chine reste bridé par les incertitudes immobilières, avec les opérateurs obligataires chinois en alerte sur les retombées possibles liées à Vanke. Le CHF demeure asymétrique, avec un risque de renforcement sur EUR/CHF si la BCE temporise davantage que la BNS, mais un biais haussier du billet vert sur USD/CHF tant que l'écart de politique reste marqué.

Scénarios Binaires

Deux zones de rupture dominant à court terme. Premièrement, l'OPEP+ peut, au-delà du discours de « fine-tuning », surprendre marginalement par un resserrement supplémentaire coordonné, ce qui réactiverait le bêta NOK et limiterait la désinflation attendue en Europe; à l'inverse, un statu quo strict, combiné à des progrès dans les pourparlers de paix, ancrerait les cours et prolongerait la pression relative sur les devises sensibles au pétrole hors USD. Deuxièmement, la séquence banques centrales versus données réelles reste pivot. En Europe, une série de prints d'inflation cœur sous les attentes prolongerait le re-pricing dovish de la BCE et pèserait sur EUR/CHF tout en soutenant les périphériques; un rebond de l'inflation et/ou des salaires décalerait ce pricing et redonnerait de la convexité à l'euro contre SEK et NOK. Aux États-Unis, une consommation de fin d'année supérieure aux 6% attendus en ligne, couplée à des conditions financières redevenues plus restrictives, consoliderait le dollar via la réouverture de la

prime de croissance; à l'inverse, des signaux d'atterrissage plus marqué réanimeraient le thème d'assouplissement rapide, soutenant l'or et les TIPS. Enfin, au Canada, la solidité du T3 à 0,6% QoQ (2,6% annualisé) pourrait être effacée par un trou d'air conjoncturel si l'estimation de -0,3% en octobre se confirme, arbitrant le CAD entre soutien fondamental et contre-choc cyclique.

Conclusion

Le régime de marché demeure celui d'une désinflation ordonnée et d'un ralentissement sans accident, propice aux actifs de portage et à une prime de liquidité en faveur du dollar dans les phases de tests microstructurels. L'Europe avance avec une inflation en baisse et une croissance morne, ce qui rend l'euro plus dépendant des différentiels de taux réels et des flux. Les matières premières envoient un signal mixte, avec des métaux précieux soutenus par l'angle « Fed easing » et un pétrole encadré par la discipline OPEP+. Dans ce contexte, la hiérarchie cross-G10 s'articule autour d'un USD porteur, d'un EUR et d'une GBP résilients en relatifs, et de scandinaves/antipodiennes en retrait tant que la visibilité globale ne s'améliore pas.

Implication du desk (en recherche de positions)

Nous privilégions des structures longues USD contre SEK et NZD pour capter le différentiel de portage et le momentum macro, avec un biais additionnel en faveur de GBP/NZD pour bénéficier de la robustesse relative britannique. En Europe continentale, nous recherchons des achats d'EUR sur repli contre SEK afin d'exprimer la prudence de la Riksbank face à une BCE graduellement assouplie mais encore prudente; sur le bloc franc, nous conservons une préférence pour des achats tactiques de USD/CHF sur faiblesse compte tenu des données suisses décevantes et de l'avantage de taux américain. Sur les devises liées au pétrole, nous favorisons CAD/NOK long pour neutraliser le facteur énergie tout en captant la meilleure dynamique macro canadienne après un T3 à 0,6% QoQ et la perspective d'une politique BdC plus équilibrée, en gardant la flexibilité de réduire en cas de surprise OPEP+. Enfin, nous restons exposés de manière opportuniste à la convexité or via des options, l'once ayant progressé d'environ 2,7% sur la semaine avec des zones techniques actives autour d'un delta intraday de \$4, tout en surveillant l'intensité des flux de fin d'année liés à la liquidité.