

Top European Drivers

Le flux européen reste gouverné par la combinaison d'un euro fragile, d'un cadre de risque bancaire en révision et d'un environnement géopolitique plus bruyant. L'ECB a lancé une revue de son cadre de contrôle des risques pour les opérations de crédit, ce qui conforte l'idée d'un filet prudentiel maintenu alors même que le bilan se contracte, tandis que Luis de Guindos insiste sur la stabilité financière dans la zone euro, message qui plaide pour une normalisation graduelle plutôt qu'une inflexion brutale. L'euro reste sous pression, EUR/USD refluant vers la zone de 1,1600, dans un marché qui privilégie le différentiel de taux au profit du dollar. En périphérie, la faiblesse des métaux industriels — cuivre sous pression après des données chinoises d'octobre plus molles — pèse sur les exportateurs européens cycliques et sur les devises scandinaves déjà vulnérables à la croissance, NOK et SEK demeurant en retard relatif. Au Nord, le fonds pétrolier norvégien annonce une inflexion de sa stratégie immobilière pour corriger de faibles performances, un signal prudent d'allocation dans un véhicule de \$2.1 qui a longtemps ancré la liquidité européenne. Au Sud, le Golfe reste actif en M&A et en désinvestissements, ADIA cherchant à céder la moitié de sa participation dans Ooredoo, soit 5% pour environ \$572 millions, ce qui soutient les flux vers actions Middle East mais drague la demande de cash en Europe via les banques arrangeuses. À Londres, la chancelière de l'Échiquier marche sur une ligne de crête budgétaire, les Gilt surveillant de près des choix potentiellement impopulaires alors que la croissance reste atone. L'aversion au risque reste bridée par la montée de tensions régionales en Asie — la passe d'armes Chine-Japon sur Taïwan a déclenché des ventes sur les valeurs tourisme à Tokyo — et par une volatilité financière latente, visible dans des cryptos où certaines capitalisations ont effacé jusqu'à 30% et où l'ingénierie de produits 24/7 à effet de levier extrême réapparaît. Enfin, le pétrole reste un facteur stabilisant pour l'instant, le WTI se maintenant au-dessus de \$60 après la reprise des expéditions à Novorossiïsk, ce qui relaxe le risque d'interruption d'offre pour l'Europe centrale et l'Adriatique.

Central Banks

Le marché a réduit les paris de baisses rapides de la Fed, ce qui a ranimé le dollar et resserré les conditions financières. Les récents commentaires et la résilience des données ont repoussé l'idée d'un assouplissement imminent, malgré l'argument structurel de désinflation à l'horizon de l'automne avancé par certains — Commerzbank anticipe une poursuite du reflux de l'inflation —, d'où un biais tactiquement dollar-positif mais stratégiquement plus nuancé. En Suisse, le franc recule modérément dans un contexte d'anticipation de statu quo à la BNS, USD/CHF progressant d'environ 0,17% sur la séance, la priorité de Berne restant la stabilité plutôt qu'un durcissement additionnel, alors même que le débat domestique sur un accord commercial avec les États-Unis divise. La BCE demeure en mode analytique plus que directionnel, la revue de son cadre de risque renforçant l'approche « gardienne du système » et validant une patience prolongée avec un inflation swap ramené, sans toutefois offrir de support à l'euro face à un dollar mieux rémunéré. Au Japon, le débat sur la normalisation reste retardé par la croissance capricieuse mais stimulé par le soutien budgétaire, USD/JPY gravitant sous 155, avec un risque d'intervention verbale persistant. La RBNZ se réunit dans un environnement de pressions de prix encore élevées en Nouvelle-Zélande, ce qui maintient la banque en alerte malgré un cycle avancé. Au Canada, la séquence inflationniste a surpris marginalement à la hausse en octobre, avec un CPI à 0,2% m/m et 2,2% a/a après

2,4% en septembre, alors que le consensus guettait 2,1% a/a, ce qui raffermit légèrement le profil de la BoC et complique la complaisance baissière sur les taux canadiens.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar domine en ouverture de semaine, porté par le recul des anticipations de baisses de taux américaines. EUR/USD se traite autour de 1,1600 dans une phase de range identifiée entre 1,1595 et 1,1645, tandis que USD/JPY reste capé sous 155, avec des bornes de marché proches de 153,80 et 155,05 et un dernier prix vers 154,75. La livre évolue dans un couloir étroit, 1,3120–1,3200, avec une légère construction de momentum haussier. Le bloc dollar conserve la main sur les Antipodes, AUD/USD oscillant entre 0,6510 et 0,6560 et NZD/USD entre 0,5650 et 0,5690, le carry défavorable limitant les reprises. En Amérique du Nord, USD/CAD tient 1,4000, les tentatives de cassure haussière étant contenues avant les chiffres canadiens, le marché ayant travaillé l'idée d'un 2,1% a/a avant la publication effective à 2,2%. En Asie, USD/CNH s'enferme entre 7,0900 et 7,1070, signal de consolidation plus que d'accélération directionnelle. Sur cross, EUR/JPY consolide près de 179,60 après le reflux depuis un pic pluriannuel. Côté CHF, la paire reste soutenue, traitant autour de 0,7950 avec l'appui de la pentification USD. Les taux coeurs se raffermisent modérément aux États-Unis, la courbe bear-steepeen légèrement sur l'ajustement de la prime de terme, tandis que les Bunds restent plus ancrés, la BCE n'offrant ni surprise ni forward guidance agressive. Les matières premières affichent une posture prudente, WTI au-dessus de \$60, or en latéral juste sous \$4,100 avec des écarts intraday parfois réduits à \$4, et complexes de métaux de base pénalisés par le refroidissement chinois. Les flux de commandes et de capital-investissement restent robustes, illustrés par la commande d'Emirates à Boeing de \$38 milliards et par l'essor de la gestion d'actifs alternatifs, une vague de \$17 trillions qui maintient le coût du capital élevé pour l'économie traditionnelle. Les marchés émergents restent idiosyncratiques, entre rally au Chili post-scrutin, faiblesse des obligations du Sénégal après une nouvelle dégradation et recul des titres équatoriens après un revers référendaire, dans un contexte où les cryptos les plus risquées retombent vers des niveaux de l'ère pandémique.

FX Bias

Le contexte de carry et de momentum macro favorise une posture modérément constructive sur USD et plus affirmée sur GBP, l'euro restant neutre en relatif tant que la BCE privilégie la stabilité technique au pilotage agressif. Nous privilégions le dollar contre les faibles portages et des devises à bêta croissance comme SEK et NOK, les facteurs cycliques européens et la sensibilité aux matières premières ne suffisant pas à compenser l'écart de rémunération. Face au yen, la proximité de 155 et le risque d'intervention incitent à préférer la thématique dollar fort via USD/CHF, où l'anticipation de statu quo à la BNS et la fermeté des rendements US continuent d'opérer. Sur le dollar canadien, l'impulsion pétrolière au-dessus de \$60 et l'inflation à 2,2% a/a versus une attente de 2,1% donnent un léger avantage tactique au CAD sur les pics, même si la paire reste ancrée au-dessus de 1,4000 en régime dollar fort. Nous restons circonspects sur NZD à la veille de la RBNZ, la banque pouvant rappeler la persistance de pressions domestiques, ce qui entretient la volatilité mais ne renverse pas l'arbitrage carry défavorable.

Scénarios Binaires

Sur le Canada, deux sentiers s'opposent à court terme. Si la lecture d'inflation continue d'ergoter au-dessus des attentes — à l'image du 2,2% a/a après un consensus à 2,1% —, la BoC verra sa fenêtre de détente se repousser et USD/CAD devrait échouer à installer durablement des clôtures au-dessus de 1,4050, ouvrant une phase de retour vers 1,3950 à la faveur d'un WTI maintenu au-dessus de \$60. À l'inverse, un reflux rapide vers 2,1% et en-dessous raviverait les paris d'assouplissement au T1 et réançrerait la paire dans un 1,40-1,41 plus tenace. Au Japon, la réaction dépendra de la balance entre soutien budgétaire et normalisation monétaire. Si les signaux de Tokyo s'orientent vers une première inflexion de la BoJ, un repli sous 153,80 deviendrait crédible, réduisant le portage USD/JPY et refluant la prime d'intervention. À défaut, un statu quo prolongé dans un cadre global de « dollar fort » testera encore 155, avec la menace d'une réponse des autorités comme garde-fou. Enfin, sur l'or, la cassure nette au-dessus de \$4,100 ouvrirait une jambe haussière de couverture de portefeuille dans un environnement de risques politiques croissants, alors qu'un échec répété sous ce pivot, avec des amplitudes comprimées à \$4, conforterait la préférence pour le cash et le portage dollar au détriment des actifs non porteurs.

Conclusion

Le régime de marché reste dominé par les différentiels de taux et un appétit au risque sélectif. La Fed bénéficie d'un recalibrage des anticipations qui soutient le dollar, alors que la BCE privilégie la robustesse de son architecture et que la BNS s'inscrit dans un statu quo fonctionnel. Les devises à bête européen et cyclique pâtissent d'une Chine plus molle et d'un prix des métaux en retrait, tandis que le pétrole au-dessus de \$60 retire un risque extrême du tableau sans créer de choc de prix. Les événements d'entreprise — de la commande d'Emirates à l'ajustement stratégique de grands fonds — et des poches de stress en émergents et en cryptos entretiennent un substrat de volatilité, mais le canal FX reste largement piloté par carry et momentum. Dans ce cadre, USD et GBP présentent un avantage relatif, l'euro restant neutre et les devises scandinaves et océaniennes sous pression tant que la prime de rendement et la macro américaine dictent le ton.

Implication du desk (En recherche de position)

Nous privilégions la recherche d'entrées tactiques alignées sur un biais dollar-positif discipliné et une préférence pour la livre. La stratégie consiste à travailler un GBP/USD acheteur sur replis vers la zone 1,3120 avec une extension potentielle vers 1,3240 si le dollar corrige, tout en maintenant un stop serré si les rendements US poursuivent leur tension. Nous favorisons USD/CHF à l'achat tant que la BNS reste en attente et que la dynamique de taux US perdure, plutôt que de sur-pondérer USD/JPY à proximité de 155 où le risque d'intervention fausse le ratio rendement/risque. Sur USD/CAD, nous explorons des ventes sur extensions au-dessus de 1,4050, la combinaison d'un CPI à 2,2% a/a et d'un WTI au-dessus de \$60 offrant un point d'appui au CAD pour des retours vers 1,3950. En croisé européen, un biais acheteur EUR/SEK reste pertinent tant que la croissance nordique déçoit et que le carry travaille contre la SEK, tandis que nous évitons des expositions directionnelles en NZD avant la RBNZ, la banque pouvant surprendre sur le ton. L'ensemble de ces pistes s'inscrit dans une gestion de risque stricte, avec une tolérance limitée aux ruptures de gamme décrites et une attention soutenue au calendrier de données US (manufacturier, construction) qui demeure le métronome de la séquence.