

Top European Drivers La dynamique européenne reste dominée par un faisceau de facteurs externes et réglementaires. La consolidation boursière déclenchée par les craintes d'un essoufflement du rally IA et par des vents contraires du commerce chinois a pesé sur le bêta européen, même si la résilience du secteur extérieur allemand — avec des exportations en hausse plus forte qu'attendu sur la demande américaine — offre un contrepoint favorable à l'industrie et aux mid-caps exposés aux États-Unis. Sur le front réglementaire, l'Union européenne examine une pause ciblée de certaines composantes de l'AI Act, signe d'un pragmatisme pro-innovation susceptible d'alléger le coût du capital pour les grands projets d'automatisation et de cloud en Europe. Dans les chaînes d'approvisionnement technologiques, les signaux mitigés en provenance d'Asie se télescopent: la plus forte croissance des exportations de Taïwan en près de seize ans portée par l'IA et des ajustements de gouvernance chez des acteurs clés, tandis que Pékin envisage d'assouplir ses règles d'exportation de terres rares sans revenir à la situation espérée par Washington, ce qui réduit un risque de choc d'offre mais maintient une prime stratégique pour l'électrification et les semi-conducteurs européens. En toile de fond, la relation UE-Chine reste sensible, illustrée par la défense par Paris de l'accord logistique de La Poste avec une grande plateforme chinoise et par des enquêtes européennes accrues sur les frictions commerciales. Sur le plan géopolitique, le durcissement des règles de visa pour les ressortissants russes et les messages fermes de Berlin sur la dissuasion renforcent le bruit de fond sécuritaire, sans altérer la trajectoire macro immédiate. Enfin, la micro-actualité illustre l'ampleur de la réallocation de capital liée à l'IA et aux services digitaux: l'approbation par les actionnaires du plan de rémunération de Tesla d'environ 1 trillion de dollars concentre l'attention sur la gouvernance des mégacaps, pendant que les retombées d'accords IA créent de nouvelles fortunes — un accord lié à Microsoft ayant porté la valeur nette de deux ex-banquiers à environ 850 millions de dollars — et que la profondeur des marchés indiens se confirme avec la cession par Singtel d'une participation d'environ 1,2 milliard de dollars dans Bharti Airtel, sur fond d'arguments buy-side positionnant l'Inde comme couverture au rally IA global. Même les éléments plus périphériques, tels qu'un groupe coté affichant une position top 10% dans un rating ESG ou une brasserie annonçant une hausse des volumes de 36% au troisième trimestre et de 42% en glissement annuel cumulé, témoignent de poches de demande robuste, mais ne changent pas le diagnostic d'ensemble: l'Europe demeure prise entre un soutien externe américain, une régulation en ajustement et une dépendance critique aux chaînes asiatiques.

Central Banks Le discours monétaire s'est déplacé vers la liquidité plutôt que vers le niveau terminal. Le président de la Fed de New York a signalé que la Réserve fédérale pourrait bientôt devoir réélargir son bilan pour des motifs de stabilité des marchés monétaires et de réserves, une inflexion technique qui n'implique pas un assouplissement cyclique mais qui peut comprimer la prime de liquidité au très court terme, soutenir les actifs sûrs et stabiliser la pente du front-end. Côté BCE, le cadrage reste strictement dépendant des données avec une attention accrue au canal crédit et aux coûts unitaires, alors que l'amélioration des exportations vers les États-Unis compense partiellement la faiblesse domestique; l'effet signal sur les anticipations de taux directeurs en zone euro demeure limité en l'absence de publications décisives, mais la moindre agressivité réglementaire sur l'IA réduit marginalement le risque macro à moyen terme via l'investissement. Dans l'univers émergent, l'intervention discrète de la banque centrale indienne a suffi à lisser la volatilité et à permettre une légère appréciation hebdomadaire de la roupie, rappelant que la combinaison de portage et de pilotage de la liquidité reste un ancrage efficace en Asie.

L'agrégat de ces éléments milite pour une prime au dollar via le différentiel de portage et la rareté de la duration sûre, tout en laissant de l'air à l'euro si la BCE peut prolonger une normalisation graduelle sans stress financier.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities) Le complexe de change a réagi de manière classique à la baisse d'appétit pour le risque induite par la fragilité du segment technologique américain: le dollar reste recherché sur corrections, l'euro se maintient mieux que les devises bête grâce au soutien des exportations et à une prime de crédibilité de la BCE, tandis que la livre conserve un ton neutre-ferme en l'absence de catalyseurs domestiques immédiats. Les devises cycliques périphériques et à faible profondeur, notamment en Scandinavie et en Océanie, cèdent du terrain sur la combinaison momentum macro et sensibilité au commerce mondial, quand l'INR s'apprécie à la marge sous l'effet de la gestion de la liquidité. Les taux coeurs se détendent modestement à l'avant sur la perspective d'une Fed plus attentive aux besoins de réserves, la courbe américaine offrant un refuge relatif qui entraîne les Bunds; les spreads périphériques en zone euro restent contenus, reflétant davantage l'inertie de flux que des améliorations fondamentales. Les matières premières industrielles oscillent, prises entre un narratif de demande IA très robuste en Asie et des doutes sur la trajectoire chinoise; l'éclairage sur les terres rares réduit un risque extrême d'offre, mais n'annule pas la prime stratégique. L'énergie évolue sans impulsion directionnelle majeure, tandis que les métaux précieux bénéficient ponctuellement du repli des rendements réels et des achats de couverture.

FX Bias Notre appréciation tactique reste favorable au dollar en environnement de risque plus heurté et de portage dominant, avec un biais constructif mais sélectif sur l'euro et la livre face aux devises les plus sensibles au cycle mondial. La combinaison d'un soutien externe américain aux exportations européennes, d'un assouplissement potentiel des rigidités réglementaires en matière d'IA dans l'UE et d'une Fed focalisée sur la liquidité entretient une configuration où EUR et GBP peuvent surperformer des paniers bête comme NOK, SEK et NZD, alors que face au dollar la trajectoire reste dictée par la hiérarchie des rendements et par le régime de risque. En Asie, la roupie demeure portée par le couple carry-intervention, mais l'attrait spéculatif est davantage dans les croisements plutôt que contre USD; la thèse d'allocation vers l'Inde en actions complémentaire plutôt qu'elle ne contredit une préférence pour le dollar en G10.

Scénarios Binaires Dans un premier scénario, l'ajustement du segment IA américain se prolonge et les indicateurs de commerce chinois déçoivent, ce qui amplifie la prudence des investisseurs après des épisodes emblématiques de concentration de capital comme l'approbation d'un plan de rémunération d'environ 1 trillion de dollars chez un leader EV/IA. Les flux se reportent vers la qualité, les taux courts se détendent à la marge sur la perspective d'une gestion active du bilan de la Fed, le dollar s'apprécie contre NOK, SEK et NZD, tandis que l'euro et la livre résistent mais cèdent légèrement face au billet vert. Dans le second scénario, la narration se normalise: les messages de la Fed sur la liquidité réduisent la volatilité du front-end, l'UE temporise judicieusement sur l'AI Act, la Chine signale des pas crédibles pour sécuriser les exportations de terres rares et les données d'exportations asiatiques confirment la demande IA; la prime de risque se comprime, EUR et GBP surperformeront les devises bête et grignotent du terrain contre USD, la courbe euro se raffermit, les matières premières industrielles progressent modérément.

Conclusion Le régime de marché reste gouverné par trois vecteurs: la hiérarchie mondiale des rendements qui continue d'avantager le dollar, la trajectoire des flux technologiques et IA où l'Europe bénéficie des externalités positives américaines mais subit la sensibilité aux chaînes asiatiques, et la politique de liquidité des banques centrales avec, aux États-Unis, un signal naissant de flexibilité sur le bilan. Les développements réglementaires européens sur l'IA, s'ils se confirment, constituent un catalyseur discret mais réel pour la valorisation des capex numériques. Dans ce contexte, EUR et GBP disposent d'un plancher tactique contre les devises à bêta élevé, mais la surperformance face au dollar exige soit une accalmie plus marquée du risque, soit une inflexion macro américaine défavorable, ce qui n'est pas le cas à ce stade. Les flux vers l'Inde — illustrés par des opérations de taille comme une cession de 1,2 milliard de dollars dans les télécoms — et la stabilité de l'INR valident l'idée d'un pôle de portage défensif en Asie, complémentaire à une exposition dollar en G10.

Implication du desk (En recherche de position) Nous privilégions une expression de la thèse par des croisements qui maximisent le portage et le différentiel de régime macro, avec un noyau long USD contre NOK et NZD pour capter à la fois la prime de taux et la sensibilité du bêta au commerce mondial, et des positions longues EUR/SEK et GBP/NZD pour monétiser l'écart de momentum et la résilience relative de l'Europe et du Royaume-Uni. Face au dollar, nous restons opportunistes sur EURUSD et GBPUSD en achetant les replis plutôt que de poursuivre la force, en attendant des preuves supplémentaires d'une détente durable de la volatilité de front-end américaine liée à la gestion du bilan de la Fed. En Asie, la préférence va à des expositions de portage via les croisements plutôt que contre USD compte tenu du pilotage actif de la liquidité par la RBI. Le calibrage du risque doit tenir compte d'un environnement où des annonces idiosyncratiques — qu'il s'agisse d'événements de gouvernance d'ampleur symbolique, d'initiatives réglementaires européennes sur l'IA ou de signaux mixtes sur les matières premières stratégiques — peuvent déplacer rapidement le régime de corrélation entre actions, taux et devises.