
Top European Drivers

La dynamique européenne reste dominée par le rééquilibrage industriel face à la pression chinoise et par l'ajustement réglementaire sur l'énergie. Le front commercial se durcit, avec la filière automobile au cœur du bras de fer: l'analyse récente souligne que les véhicules haut de gamme deviennent un nouveau terrain d'assaut pour la Chine en Europe, tandis que Renault discute avec plusieurs constructeurs, dont Chery, après l'accord brésilien avec Geely, pour sécuriser ses chaînes d'approvisionnement et ses débouchés hors UE. En parallèle, Paris a évoqué un possible bannissement ciblé de certains produits vendus par des plateformes étrangères, signalant une montée de l'intervention réglementaire. Le risque réglementaire s'étend à l'énergie: des dirigeants de QatarEnergy et d'Exxon ont prévenu d'un possible retrait de projets en Europe au regard des nouvelles contraintes climatiques, ce qui interroge l'attractivité relative du continent pour le capital long terme. Dans ce contexte, les majors européennes poursuivent la diversification géographique et la discipline de bilan: Eni et Petronas fusionnent des actifs en Asie du Sud-Est, BP cède des participations dans des pipelines onshore américains pour 1,5 milliard de dollars et l'OPEP+ ajuste finement son offre pour mitiger un risque de surabondance de brut, pendant que les importations indiennes de pétrole russe progressent encore en octobre, augmentant l'élasticité d'offre globale et pesant sur les spreads de qualité. Sur le plan domestique, la gouvernance d'entreprise reste sous les projecteurs avec la saisie de 1,5 milliard de dollars de titres de la maison mère de Campari par la police fiscale italienne, un épisode qui ravive la prime de risque idiosyncratique en périphérie. A contrepoint, des investissements industriels significatifs soutiennent la base productive européenne, à l'image du projet de 3 milliards de dollars de Lilly pour une usine néerlandaise destinée à accroître la production de traitements amaigrissants, tandis que l'issue amiable entre la Norvège et NHIndustries sur le dossier NH90 et les commandes de défense en Asie illustrent une visibilité accrue sur certains carnets.

Central Banks

Le positionnement des banques centrales reste dominé par la trajectoire américaine. La communication récente a conforté un marché où la désinflation est graduelle et où la croissance nominale résiste, propulsant l'indice du dollar à un plus haut de trois mois. La persistance d'une prime de terme soutenue par des besoins de financement de l'investissement technologique pourrait entretenir une volatilité latente sur les Treasuries, alors que l'effet de levier lié à l'IA gagne en importance et que des méga-contrats continuent de gonfler le capex, à l'instar de l'accord de 9,7 milliards de dollars entre Microsoft et IREN pour des puces Nvidia ou de l'introduction via SPAC à 3,6 milliards de dollars de la canadienne Xanadu. En zone euro, le Conseil des gouverneurs reste en mode « hold » vigilant, les nouvelles d'investissement et de coûts de l'énergie plaidant pour une normalisation lente plutôt qu'une inflexion rapide d'orientation. Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre navigue entre une inflation sous-jacente encore élevée et une activité qui latéralise, ce qui milite pour une posture restrictive plus longtemps. En Suède et en Norvège, la contrainte de change n'autorise que peu de marge compte tenu d'un différentiel de carry défavorable et d'une sensibilité élevée au cycle global. Dans l'Asie-Pacifique, la concurrence acharnée dans le crédit hypothécaire australienne pèse sur la transmission monétaire, quand en Nouvelle-Zélande la combinaison ralentissement-cœur inflation encore collant impose à la banque centrale un dosage délicat qui limite la réouverture d'un cycle de hausse et expose la devise. Enfin, les signaux hétérogènes des émergents, avec une inflation pakistanaise remontant à 6,2% en octobre, rappellent que

le bloc EM demeure tributaire des chocs alimentaires et énergétiques, ce qui peut retarder les pivots locaux.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Sur les changes, le dollar teste le sommet de sa fourchette récente, porté par l'écart de croissance et une optionnalité haussière en cas de raidissement commercial global. L'euro et la livre montrent une résilience relative contre les devises cycliques à faible carry, alors que les dollars scandinaves et le dollar néo-zélandais sous-performent sur fond de bêta élevé à l'appétit pour le risque et de fondamentaux domestiques moins porteurs. Les taux souverains cœur se stabilisent après l'écartement d'octobre, mais la convexité des Treasuries reste sensible à tout signe d'accélération de l'investissement, dans un contexte où les besoins de financement sectoriels grossissent et où les arbitrages de duration demeurent prudents. Les matières premières reflètent un équilibre subtil: le brut est encadré par l'ajustement OPEP+ et une consolidation du schiste américain, illustrée par la fusion SM Energy-Civitas à 12,8 milliards de dollars, tandis que des cessions ciblées comme la transaction de BP à 1,5 milliard de dollars renforcent la discipline capitalistique. La demande structurelle en métaux et en énergie de transition reste soutenue, alimentée par des annonces comme l'achat de 2 milliards de dollars de batteries de stockage ESS par Tesla auprès de Samsung SDI sur trois ans et par l'essor des financements verts, à l'image du fonds de prêts climatiques soutenu par MUFG qui amasse un premier closing de 600 millions de dollars. Le sentiment actions s'est amélioré après des signes de trêve commerciale entre les États-Unis et la Chine, mais l'horizon reste tributaire d'audiences sur les tarifs et de la jurisprudence américaine, alors que le risque géopolitique Moyen-Orient demeure latent.

FX Bias

La combinaison carry, momentum macro et régime de risque/rates continue d'avantager le dollar face aux devises cycliques et à faible portage. Tant que l'indice du dollar se maintient près de ses pics de trois mois, l'euro et la livre devraient se montrer plus défensifs mais globalement soutenus par une balance courante en amélioration pour la zone euro à la faveur de coûts énergétiques contenus et par une prime de rendement britannique encore attractive. À l'inverse, la structure de carry défavorable et la sensibilité au cycle global maintiennent une pression relative sur la SEK et la NOK, la première restant pénalisée par une dynamique de croissance molle malgré les mesures de facilitation de voyage avec la Chine, la seconde par la normalisation de la prime pétrolière dans un cadre d'offre mieux gérée par l'OPEP+ et d'élasticité accrue côté Russie et États-Unis. Le NZD souffre d'un arbitrage croissance-inflation défavorable et d'un marché immobilier en refroidissement qui limitent la capacité de la banque centrale à surprendre en faucon, alors que la demande externe demeure hétérogène. Dans ce contexte, la hiérarchie de performance attendue favorise USD, EUR et GBP en relatif, avec une préférence pour des expressions contre NZD, NOK et SEK, en attendant un catalyseur clair pour réengager le bêta.

Scénarios Binaires

Le premier nœud binaire concerne la politique commerciale américaine. Un durcissement tarifaire élargi, tel que discuté dans les scénarios d'une administration plus interventionniste et alors que la Cour suprême ne s'oriente pas vers un blocage des tarifs existants, favoriserait une pentification du risque

inflation-imports et renforcerait le dollar via un resserrement des conditions financières globales, au détriment des devises à bêta élevé comme la SEK et le NZD, tout en limitant la remontée de l'euro par le canal du commerce extérieur. À l'inverse, une stabilisation de la relation sino-américaine, dans le sillage d'une trêve relative, allégerait la prime de risque, soutiendrait les actifs européens cycliques et offrirait un répit au complexe scandinave, avec une compression de l'avantage relatif du dollar. Le second nœud concerne l'équilibre pétrolier. Une discipline OPEP+ prolongée, couplée à une consolidation du schiste et à des arbitrages d'actifs comme ceux de 1,5 milliard de dollars chez BP, ancrerait les prix et soutiendrait modérément les devises liées aux matières premières, tout en maintenant une inflation implicite contrôlée. À l'opposé, un relâchement de la conformité ou un choc de demande négatif provoquerait une détente du brut, pénalisant la NOK et réduisant le besoin de prime de terme en taux, ce qui affaiblirait le portage relatif hors dollar.

Conclusion

Le régime actuel reste celui d'un dollar porteur, soutenu par une croissance relative, un investissement technologique massif et une prime de terme résistante, pendant que l'Europe avance entre contrainte réglementaire et réallocation industrielle, avec des poches de capex significatives comme les 3 milliards de dollars de Lilly aux Pays-Bas. Les risques de politique commerciale demeurent le principal catalyseur exogène à court terme, avec un potentiel de re-pricing rapide des courbes et du FX selon l'issue des débats sur les tarifs et la trajectoire politique américaine. Les matières premières reflètent une normalisation ordonnée, where l'OPEP+ cherche à lisser un risque de glut et où les flux d'importations russes vers l'Asie maintiennent une borne supérieure sur l'offre. Dans les émergents, la remontée de l'inflation pakistanaise à 6,2% rappelle que le cycle désinflationniste n'est ni linéaire ni synchronisé, ce qui ajoute de la convexité à la prime de risque globale. L'ensemble milite pour une approche sélective, privilégiant le portage de qualité et les expressions de valeur relative au sein du G10.

Implication du desk (En recherche de position)

Nous recherchons des points d'entrée tactiques pour renforcer un biais constructif dollar contre devises à faible carry et à bêta élevé, avec des préférences pour des expressions en USD contre NZD et, en croix européennes, en EUR contre NOK et en GBP contre SEK, en privilégiant achats sur repli. Sur le plan optionnel, l'exploration de structures convexes autour des échéances clefs liées aux audiences tarifaires est à l'étude afin de capter un éventuel saut de volatilité sur le dollar et les devises scandinaves. Enfin, le suivi rapproché des flux de capex technologique, illustrés par l'accord de 9,7 milliards de dollars entre Microsoft et IREN et par l'opération de 3,6 milliards de dollars de Xanadu, demeure central pour jauger la soutenabilité de la prime de terme américaine et affiner le calibrage de la duration implicite dans nos positions FX.