

## Analyse Globale du Marché – 09 November 2025

Ce document présente une synthèse macroéconomique fondée sur l'analyse systématique de 848 articles (académiques, institutions, marchés).

Le cadre évalue le triptyque croissance-inflation-politique économique, les divergences régionales et les transmissions financières.

Les risques clés couvrent désinflation, soutenabilité de la dette, géopolitique, réallocation des chaînes de valeur et transition énergétique.

Les scénarios intègrent conditions financières, productivité, dynamique salariale et chocs d'offre.

La méthodologie combine revue structurée et méta-analyse qualitative, avec filtrage de robustesse des sources.

Les conclusions cadrent l'allocation macro de KMCO et la calibration des positions tactiques et stratégiques.

### 1. Tendances macroéconomiques globales

Le cycle global reste dominé par un regain de soutien au dollar et un biais baissier sur les matières premières, illustré par un recul de l'or de plus de 1% dans l'attente des chiffres de l'emploi américain. Les signaux d'activité confirment un atterrissage hétérogène, avec une résilience des services aux États-Unis mais un tassement des dynamismes périphériques.

En Asie, la Chine affiche une inflation à la consommation de 0.2% en glissement annuel et des prix à la production à -2.1%, confirmant des pressions déflationnistes persistantes qui contraignent la transmission de la reprise des services. L'Inde se distingue par une désinflation marquée, l'inflation CPI étant anticipée à 0.48% en octobre, ce qui ouvre un espace de gestion plus souple sans compromettre l'ancrage. Le Japon n'a pas encore atteint une inflation durablement tirée par les salaires, ce qui prolonge un régime monétaire asymétrique face aux autres grandes banques centrales. Au Vietnam, la cible de croissance suppose une expansion du PIB de 8.4% au quatrième trimestre, signal d'une priorité donnée à l'impulsion cyclique et à l'investissement pour compenser les vents contraires externes. Aux Philippines, la modération de l'inflation rouvre la porte à un assouplissement en décembre, renforçant le thème de divergence intraASEAN.

En EMEA, la Turquie enregistre une décélération de l'inflation à moins de 33%, étape importante mais encore insuffisante pour ancrer les anticipations sans politique restrictive prolongée. Les remarques sur la Bulgarie soulignent un risque de poussée inflationniste lors de l'adoption de l'euro, tandis que l'alerte sur le déficit et l'inflation en Hongrie pèse sur la perception de crédit. Le Zimbabwe anticipe un reflux de l'inflation sur fond de stabilité de change et d'essor de l'or, thème cohérent avec l'environnement global de désinflation graduelle et de primes de risque différenciées.

En Amérique du Nord, la dynamique des services aux États-Unis demeure étanche, avec un PMI final à 54.8 contre 55.2 en préliminaire, ce qui suggère une expansion toujours positive mais moins tonique. Au Canada, le repli marqué de l'indicateur Ivey à 51.7 contre 59.8 auparavant plaide pour un refroidissement rapide de la demande domestique, cohérent avec une économie sensible au coût du capital. Les marchés de taux ont réagi à l'affadissement des données d'emploi américaines par un rally, renforçant la prime de portage en duration au

moment où le dollar se raffermi et pèse sur les actifs liés aux matières premières.

L'actualité micro ne dévie pas la lecture macro de fin de cycle : l'approbation d'un plan de rémunération à 1 trillion de dollars dans un mégacap technologique illustre une appétence au risque toujours sélective, tandis que la surenchère dans la santé avec une transaction à 10 milliards de dollars valide la résilience des flux M&A; défensifs. L'essor d'une introduction valorisée à 4.4 milliards de dollars témoigne d'une fenêtre primaire encore ouverte mais sensible à la liquidité. Dans l'énergie, l'approche des premières expéditions depuis un projet GNL de 4.5 milliards de dollars accroît la visibilité d'une offre additionnelle en AsiePacifique, facteur potentiellement modérateur sur les prix à moyen terme.

Dans ce contexte, les tendances dominantes restent une désinflation progressive emmenée par l'Asie, une détente conditionnelle sur les taux longs soutenue par le cycle américain, un dollar ferme qui s'exprime via la faiblesse de l'or de plus de 1%, et des divergences croissantes entre économies où l'assouplissement devient possible et celles où la consolidation budgétaire et la lutte contre l'inflation restent prioritaires.

## 2. Politique monétaire et banques centrales

La trajectoire globale reste celle d'une fin de cycle d'assouplissement parmi les grandes banques centrales, avec un biais croissant vers la dépendance aux données et des messages plus conditionnels. Aux États-Unis, le rendez-vous de décembre s'annonce délicat sur fond de signaux contradictoires, d'un débat interne plus explicite et d'un brouillard statistique qui accroît le coût d'une erreur d'orientation. Le discours oscille entre la nécessité de préserver une restriction modérée pour achever la désinflation et la reconnaissance que le marché du travail perd de son élan. Dans ce contexte, l'argument en faveur d'un taux directeur convergeant vers 3% souligne le débat en cours sur le niveau neutre et le calibrage de la suite du cycle, tandis que l'idée d'un besoin d'élargir le bilan pour des raisons de liquidité réintroduit la question du plancher de réserves dans l'équation de transmission. La réflexion sur l'impact des stablecoins, susceptibles d'exercer une pression à la baisse sur les taux via des effets de composition de passifs, ajoute une dimension structurelle au cadrage monétaire.

En zone euro, la rhétorique reste vigilante face au reflux graduel des tensions, avec une insistance sur l'importance d'éviter la complaisance et de préserver la crédibilité. Les travaux sur le marché monétaire et les frictions autour du projet d'euro numérique mettent en évidence la priorité donnée au bon fonctionnement de la transmission et aux implications institutionnelles, dans un environnement où la normalisation arrive à maturité mais où l'incertitude macroéconomique demeure élevée. En Suède, la pause valide l'idée d'une stabilisation prudente après un resserrement rapide. Au Japon, le risque de messages mixtes autour d'un relèvement demeure un sujet pour la courbe et la devise, alors que la condition d'une inflation durablement tirée par les salaires n'est pas pleinement établie.

Dans les émergents, la divergence se renforce. En Inde, une inflation à la consommation anticipée à 0.48% ouvre un espace tactique pour une gestion plus souple sans compromettre l'ancrage, au prix d'une vigilance accrue vis-à-vis de la stabilité de change. En Turquie, la décélération à moins de 33% constitue une étape importante mais justifie le maintien d'une posture restrictive prolongée pour consolider les anticipations. Au Brésil, le statu quo du comité confirme la confiance dans le niveau actuel de restriction, dans l'attente de validations

supplémentaires sur l'inflation sousjacente et la dynamique d'activité.

Les conditions financières reflètent ce point d'inflexion. Le repli du dollar en fin de semaine sur un ajustement des attentes de la Fed et le bruit politique, la tenue plus hésitante des actions et la détente partielle des rendements s'inscrivent dans un schéma de fin de cycle où la visibilité macro prime. La persistance d'une fenêtre primaire active, illustrée par une surenchère dans la santé à 10 milliards de dollars, une introduction en Bourse valorisée à 4.4 milliards de dollars et un projet de cotation via SPAC de 3.6 milliards de dollars, suggère que la liquidité n'est pas en contrainte sévère, ce qui réduit l'urgence d'une accélération de l'assouplissement. À l'inverse, le rejet d'un accord bancaire de 425 millions de dollars rappelle que le risque réglementaire reste un volet non négligeable de la transmission. Le vote en faveur d'un plan de rémunération de 1 trillion de dollars dans une mégacap technologique souligne enfin une appétence au risque sélective, compatible avec des banques centrales qui cherchent à ajuster le dosage de la restriction plutôt qu'à relancer un cycle accommodant.

### 3. Devises et marchés des changes

Le dollar conserve un biais porteur, porté par une combinaison de résilience relative américaine, de repli des matières premières et d'un besoin de financement en billets verts accru du côté européen. La montée de la demande en dollar par les banques de la zone euro ancre une prime de rareté sur le funding, tandis que la faiblesse cyclique du bloc se reflète dans la dynamique de la consommation et limite la capacité de l'euro à capitaliser sur la détente des taux mondiaux. La séquence micro américaine concentre par ailleurs les flux en USD: une surenchère pharmaceutique à 10 milliards de dollars, l'approbation d'un plan de rémunération à 1 trillion de dollars dans une mégacap technologique, une introduction sur le Nasdaq valorisée à 4.4 milliards de dollars et une opération SPAC à 1.75 milliard de dollars entretiennent l'attractivité relative des actifs libellés en dollar et, par ricochet, le portage de la devise. Le rejet judiciaire d'un accord bancaire de 425 millions de dollars rappelle en miroir la friction réglementaire domestique, mais son effet est plus sectoriel que macro sur le billet vert.

L'euro reste contraint par l'écart de momentum et par une demande de dollar de financement persistante. Côté flux, l'Allemagne s'apprête à acter un paquet de défense de 3.5 milliards de dollars, signal d'une intensification de la dépense mais de taille encore insuffisante pour modifier la trajectoire de la prime de risque régionale. Au RoyaumeUni, le ton de la Banque d'Angleterre a été perçu plus accommodant, la configuration de vote à 54 en faveur d'une baisse ayant sapé le différentiel de taux implicite et fragilisé la livre. La révision par un acteur de place d'un objectif EUR/GBP vers 0.90 traduit ce basculement de régime, auquel s'ajoute une composante de flux potentiels liée à un projet de cession d'actifs audiovisuels de 2.15 milliards de dollars. La juxtaposition d'un récit budgétaire européen exigeant et d'une banque centrale britannique en amorce d'assouplissement maintient un biais prudent sur les devises européennes visàvis du dollar.

En Asie, la compression des primes de risque sur le thème IA s'accompagne d'une redirection des capitaux vers les ÉtatsUnis, tandis que l'Inde conserve un profil de portage attractif sur fond d'intérêt international. Sur le plan des flux, la cession par un opérateur singapourien d'une participation dans un telco indien pour 1.2 milliard de dollars peut engendrer des mouvements tactiques sur l'INR mais ne remet pas en cause le caractère défensif de la balance des paiements. Au Japon, l'absence de confirmation durable d'une inflation tirée par les salaires laisse le yen dépendant de l'écart de rendements, avec une sensibilité asymétrique aux phases de stress global. Dans le

Golfe, la décision d'un émetteur basé à Dubaï de se coter via une opération de 1.75 milliard de dollars aux États-Unis illustre la canalisation continue de l'épargne régionale vers le marché américain, favorable au USD en termes de demande structurelle.

Sur l'axe crypto, le retour du bitcoin sous 100,000 dollars et l'épisode judiciaire autour d'un détournement de 25 millions de dollars accentuent la recherche de qualité et la préférence pour des poches de liquidité en dollar, à rebours de la prise de risque de début de trimestre. Enfin, la dynamique des matières premières, avec un pétrole plus lourd et un or sous pression, réduit le soutien aux devises liées au cycle et conforte l'avantage défensif du billet vert. Dans ce contexte, le dollar devrait rester recherché face aux devises cycliques et à la livre tant que l'angle monétaire britannique s'infléchit et que les besoins de dollar de financement européens perdurent, l'euro conservant une tendance erratique sous l'effet d'une croissance molle et d'un différentiel de portage peu porteur.

#### 4. Marchés boursiers internationaux

La dynamique actions reste gouvernée par la friction entre une réévaluation des trajectoires de taux et un flux micro encore porteur, ce qui entretient une dispersion accrue par styles et par régions. Aux États-Unis, la validation d'un plan de rémunération à 1 trillion de dollars dans une mégacap technologique illustre une tolérance au risque focalisée sur les leaders, mais ne neutralise pas la sensibilité des multiples aux oscillations de duration. Le débat public autour d'un taux terminal vers 3% soutient tactiquement les valeurs longues, sans lever l'incertitude de court terme sur la pente des bénéfices. Le flux corporate demeure un amortisseur visible: une surenchère conclue à 10 milliards de dollars dans la santé ancre une prime M&A; défensive, tandis qu'une introduction valorisée à 4.4 milliards de dollars atteste d'une fenêtre primaire sélective mais ouverte. L'annonce d'un véhicule de 3.6 milliards de dollars dans le quantique via SPAC confirme l'appétit pour les thèmes de rupture, au prix d'une prime de risque toujours exigeante. Le secteur pharmaceutique bénéficie d'un catalyseur clinique avec une réduction de 25% du risque d'événement, renforçant la rotation vers des cashflows visibles. À l'inverse, le rejet judiciaire d'un accord de 425 millions de dollars dans la banque rappelle que le risque réglementaire demeure un frein de valorisation, tandis qu'un épisode judiciaire autour d'un détournement de 25 millions de dollars dans la crypto entretient une volatilité idiosyncratique sur l'écosystème coté lié aux actifs numériques.

En Europe, la prudence domine sur fond de normalisation monétaire avancée et de visibilité macro limitée. Le ton plus conciliant perçu du côté britannique pèse sur les financières domestiques et favorise une rotation vers la qualité, alors que les exportatrices restent exposées aux effets de change. Les dossiers de concurrence et d'infrastructure de marché ajoutent un bruit spécifique qui retarde le rerating cyclique. La combinaison d'un dollar ferme et de matières premières plus lourdes continue d'éroder le soutien aux indices à forte composante value.

En Asie, le biais reste contrasté. Les initiatives chinoises visant à élargir l'accès aux actions de Hong Kong via le canal renminbi soutiennent la liquidité et la profondeur du marché, mais la sensibilité aux messages de politique et aux données domestiques maintient une prime de risque structurelle. Le Japon conserve un profil asymétrique vis-à-vis des inflexions de politique, avec un bêta élevé aux mouvements de taux globaux. L'Inde bénéficie d'un intérêt international stable, le portage et la visibilité des bénéfices offrant un plancher relatif malgré la rotation mondiale vers la qualité.

Au niveau des facteurs, la surperformance des défensives de santé sur fond de catalyseurs spécifiques et de flux M&A; la résilience des mégacaps profitant d'une préférence pour la liquidité, et le repli des cycliques liés aux matières premières dessinent un marché de stockpicking. Tant que le narratif monétaire restera polarisé entre une cible vers 3% à horizon médian et un atterrissage d'activité hétérogène, les actions devraient évoluer en régime de dispersion élevée, avec une prime au bilan solide et aux secteurs portés par des catalyseurs internes plutôt qu'au bêta macro.

## 5. Matières premières (énergie, métaux, etc.)

Le complexe énergie reste en mode d'attente, pris entre une discipline annoncée des producteurs et une visibilité faible sur les positions en raison de l'arrêt des publications officielles, ce qui limite la lisibilité du positionnement directionnel. Les signaux d'offre sont ambivalents: montée en puissance des producteurs hors cartel, accélération des initiatives nationales de forage en Asie et expansion des maisons de négoce du Golfe, tandis que le bruit géopolitique autour des flux russes continue de contraindre les primes régionales. Dans ce cadre, la fermeté du dollar plafonne le potentiel haussier à court terme, alors que la demande reste tributaire d'un cycle manufacturier hésitant. À moyen terme, l'effort budgétaire européen orienté vers la défense, illustré par un paquet de 3.5 milliards de dollars, constitue un soutien marginal à la demande énergétique et aux intrants industriels, sans pour autant modifier l'équilibre global.

Sur les métaux précieux, l'or bénéficie par à-coups d'une prime de couverture liée aux incertitudes politiques et commerciales, mais l'orientation du billet vert et l'absence de données complètes sur la production d'Asie entretiennent une dynamique heurtée. Les initiatives visant à réinjecter de l'or hoardé dans le circuit et l'opacité momentanée sur certaines statistiques renforcent un régime de marché dominé par les flux, avec une sensibilité accrue aux variations de taux réels et aux épisodes de stress de liquidité.

Les métaux industriels demeurent pénalisés par l'atonie de la construction et la faiblesse des nouvelles commandes, avec un risque de faux départ sur les tentatives de reprise des prix. Les annonces de dépenses de défense en Europe soutiennent la demande en alliages, composites et métaux spécialisés, mais l'effet est graduel et concentré. Le diagnostic fondamental reste celui d'un marché où l'ajustement se fait plus par l'offre que par un redressement franc de la demande finale, ce qui milite pour une volatilité directionnelle limitée tant que la visibilité macro ne s'améliore pas.

Du côté des matières premières liées à la transition, la chaîne batterie conserve un porteur structurel. L'intensification des incitations dans l'électrique, illustrée par un package de rémunération pouvant atteindre 4.6 milliards de dollars dans un fabricant de véhicules, entretient les anticipations de demande en métaux pour batteries, dans un contexte où l'offre met du temps à se synchroniser. Dans l'agriculture, l'afflux de capitaux dédiés à l'adaptation climatique, avec un engagement de 1.4 milliard de dollars, va dans le sens d'un amortisseur futur des chocs d'offre, sans effet immédiat sur les équilibres de prix. L'ensemble compose un environnement de matières premières dominé à court terme par le différentiel de croissance et la devise américaine, avec des soutiens thématiques qui s'expriment surtout sur l'horizon moyen.

## 6. Entreprises & résultats financiers

La séquence de résultats reste dominée par la concentration des bénéfices sur le thème IA, tandis que la correction des leaders a repris de l'ampleur avec une déroute évaluée à 800 milliards de dollars sur le segment IA, la plus marquée depuis avril. Le bêta tech s'en est trouvé fragilisé, avec un Nasdaq en baisse de 1.62% et des futures S&P; 500 en repli de 0.4%, signal d'une exigence de plus en plus élevée sur les guidances et la qualité des cashflows.

Le flux micro illustre cette dichotomie. Les publications et indications favorables dans les services numériques et l'IA n'ont pas neutralisé la pression de multiples, comme l'illustrent des réactions négatives sur des dossiers exposés à des investissements IA jugés dilutifs et les inquiétudes persistantes sur la rentabilité dans les paiements. À l'inverse, la demande internationale soutient les modèles d'hébergement et la montée en gamme se reflète positivement dans le luxe accessible, tandis que la remontée des prix et des volumes améliore la profitabilité dans les matériaux de base en Inde. L'agrégat renvoie à un marché où les surprises positives ne suffisent plus à contrebalancer la réévaluation du coût du capital et la rotation hors des thématiques les plus encombrées.

Le bruit politique américain ajoute une couche de risque opérationnel et de demande. Un arrêt prolongé induirait un coût proche de 15 milliards de dollars par semaine, un gel d'offre avec une réduction de 10% des vols domestiques et un choc de confiance consommateur, 45% des Américains déclarant être moins enclins à effectuer un achat majeur contre 21% en début octobre. Les secteurs sensibles au trafic, à la billetterie et à la publicité en ligne absorberaient en premier ce ralentissement, tandis que l'exposition internationale amortirait partiellement l'impact pour les plateformes de voyage.

Le primaire reste ouvert mais sélectif. La cotation réussie d'un acteur de la santé valorisé à 4.4 milliards de dollars et l'annonce d'un véhicule de quantique via SPAC à 3.6 milliards de dollars confirment l'appétit pour les dossiers de croissance à forte optionnalité. La reconnaissance ESG continue de jouer en toile de fond, avec des notations classant certains émetteurs dans le top 10%, sans pour autant dissiper la tension sur les valorisations des segments surreprésentés.

Dans l'ensemble, la saison valide la robustesse des fondamentaux sur plusieurs poches, mais la dynamique de prix reste dictée par la purge des excès liés à l'IA, le stress politique domestique et un resserrement des conditions financières. Les grandes capitalisations ont basculé en réaction négative après clôture et la tonalité des marchés indique un arbitrage accru en faveur de la visibilité des marges, au détriment des promesses de scale non rentables.

## 7. Risques géopolitiques et diplomatie économique

Le pivot géoéconomique reste centré sur la relation États-Unis-Chine, où des gestes tactiques de désescalade coexistent avec un durcissement ciblé sur les technologies sensibles. Pékin suspend des contrôles d'exportation sur des intrants stratégiques comme le gallium, le germanium et l'antimoine, mais le signal reste ambigu et partiel, tandis que l'interdiction de puces d'IA étrangères dans les centres de données financés par l'État réaffirme la logique de découplage technologique. La décision de suspendre pour un an des surtaxes de 24% sur certains produits américains tout en maintenant un plancher de 10% à partir du 10 novembre s'inscrit dans une ligne de

gestion des frictions, complétée par la réouverture de licences soja et la levée du ban sur les grumes. L'arrièreplan macro illustre une demande interne légèrement plus tonique, avec des exportations d'octobre en repli de 0.8% en glissement annuel et des importations en hausse de 1.4%, mais ne change pas la trajectoire de reconfiguration des chaînes de valeur. En Europe, Berlin réexamine sa politique commerciale vis-à-vis de la Chine sur les segments "sécurité-relevant" et la pression autour du dossier Nexperia souligne la montée d'un filtrage des investissements. Tokyo pousse une feuille de route d'industrial policy pour le G7 face au risque Chine, au moment où Bruxelles admet un pouvoir limité à court terme pour infléchir Pékin sur les terres rares.

Sur le plan de la diplomatie financière, Pékin renforce ses canaux de financement offshore et son narratif d'internationalisation. L'annonce d'une émission souveraine de référence en euros jusqu'à 4 milliards et le fait d'emprunter en dollars à des conditions comparables à celles du Trésor américain traduisent une acceptation de marché qui soutient la stratégie d'élargissement du rôle du renminbi, à l'heure où la demande de règlement en yuan progresse. Le cadrage politique projette une économie appelée à dépasser 23.9 trillions de dollars à horizon cinq ans, ce qui nourrit un activisme plus assertif sur les normes, les flux de capitaux et les matières premières, tout en maintenant un risque de fragmentation financière si le durcissement technologique s'intensifie.

Les théâtres sécuritaires restent bimodaux. Au Proche-Orient, la stabilisation relative se reflète dans le relèvement de la perspective souveraine israélienne à "stable" après une trêve à Gaza et une coordination humanitaire avec Washington, mais la découverte d'un projet d'attentat attribué à l'Iran contre un diplomate à Mexico rappelle la présence d'un risque d'extension. En Europe orientale, la pression sur les infrastructures ukrainiennes se poursuit, avec des frappes meurtrières sur l'énergie et un effort de Kiev pour enrayer une avancée russe présentée comme la plus significative depuis deux ans, ce qui ancre un biais de prime de risque sur l'électricité régionale et la logistique. La réponse budgétaire européenne prend forme, l'Allemagne s'apprêtant à acter un paquet de défense de 3.5 milliards de dollars qui soutiendra l'écosystème industriel sans modifier immédiatement l'équilibre macrofiscal du bloc.

La géopolitique des ressources reste un vecteur majeur de dispersion. La réouverture partielle des vannes chinoises sur les métaux critiques n'efface pas le risque d'armes commerciales, d'autant que la coalition des marchés carbone menée par le Brésil, rejointe par l'Union européenne et la Chine, accroît l'interdépendance entre climats réglementaires et compétitivité. En Amérique latine, la réévaluation par la Bolivie de ses partenariats lithium au profit d'un axe plus favorable aux États-Unis illustre la compétition pour l'accès aux chaînes batteries, alors que la dynamique corporate de l'électrique continue d'inciter à sécuriser l'aval, comme en témoigne un package de rémunération pouvant atteindre 4.6 milliards de dollars chez un constructeur. Dans l'agriculture, la diplomatie climatique s'intensifie avec un engagement de 1.4 milliard de dollars pour l'adaptation des exploitations à l'extrême météo, ce qui prépare une résilience future des flux sans effet immédiat sur les bilans d'offre.

Les flux d'actifs suggèrent enfin une recomposition transfrontalière continue mais tactique. Le projet de cession audiovisuelle au Royaume-Uni autour de 2.15 milliards de dollars et la vente d'une participation télécom en Inde pour 1.2 milliard de dollars signalent un recyclage de capital qui reste conditionné par les régimes réglementaires et la visibilité politique. Dans ce cadre, la prime de couverture en dollar demeure recherchée tant que la désescalade sino-américaine reste limitée au périphérique et que les fronts ukrainien et moyen-oriental maintiennent un plancher de risque sur l'énergie, les métaux stratégiques et les chaînes d'approvisionnement

européennes.

## 8. Nouveaux développements technologiques

Le cycle d'investissement technologique reste dominé par l'expansion de l'infrastructure IA, avec un signal d'ampleur systémique: un plan de dépenses aux États-Unis de 600 milliards de dollars lié à l'extension de centres de données. Ce pivot renforce un biais géographique en faveur des chaînes d'approvisionnement américaines et satellitaires, accroît la pression sur l'énergie, les équipements de puissance et l'optique, et ancre une prime de rareté sur les semiconducteurs spécialisés. L'onde de choc se diffusera aux opérateurs de réseau, à l'immobilier de data centers et aux écosystèmes logiciels, tout en rehaussant la sensibilité des valorisations aux coûts du capital et au dollar.

La fenêtre de financement pour les technologies de rupture s'élargit malgré la montée des interrogations sur la formation d'une bulle IA. Un projet de cotation de calcul quantique via SPAC à 3,6 milliards de dollars valide l'appétit pour les profils à forte optionnalité, dans un environnement où des progressions extrêmes jusqu'à 900% sur certains titres liés au quantique rappellent le risque de surchauffe. En santé de précision, une introduction valorisée à 4,4 milliards de dollars illustre la translucidité du primaire pour les modèles adossés aux données et à l'automatisation, au prix d'une exigence accrue sur la trajectoire de monétisation.

Le ressort SPAC se manifeste au-delà du cœur technologique, avec une opération à 1,75 milliard de dollars pour un émetteur basé à Dubaï qui confirme l'attractivité persistante du listing américain pour des plateformes à contenu propriétaire ou à distribution différenciée. Ce flux consolide la centralité du marché USD pour le financement d'innovation, en cohérence avec l'intensification rapide des besoins en capital qu'induit l'IA. En parallèle, l'Europe accélère ses capacités duales avec un paquet de défense en Allemagne de 3,5 milliards de dollars intégrant des filières avioniques et capteurs, signalant une montée en gamme de l'écosystème industriel qui profitera aux technologies à usages civils et militaires.

La réallocation de capital dans les infrastructures numériques et médias se poursuit. La cession par un opérateur singapourien d'une participation télécom en Inde pour 1,2 milliard de dollars s'inscrit dans une stratégie de recyclage vers des actifs à rendement ajusté du risque plus lisible, avec des arbitrages possibles en faveur du cloud et de la virtualisation réseau. Au Royaume-Uni, des discussions autour d'un périmètre audiovisuel de 2,15 milliards de dollars traduisent la consolidation de la distribution et la recherche d'échelle dans la monétisation de contenu, avec un alignement croissant sur les standards de personnalisation alimentés par l'IA.

Le contexte macrofinancier reste ambivalent pour les valeurs longues. Le repli de l'or de plus de 1% sur un dollar plus ferme signale une préférence temporaire pour la liquidité, ce qui tend les conditions pour les projets intensifs en capital. Le discours des autorités monétaires, qui alerte sur le risque de survalorisation dans l'IA, va dans le sens d'une sélectivité accrue: les segments exposés aux capex hyperscale conservent un tailwind structurel, tandis que les thèmes les plus spéculatifs demeurent vulnérables à une normalisation des multiples. Dans ce cadre, la prime se déplace vers les actifs capables de convertir l'infrastructure en productivité mesurable, avec un avantage aux intégrateurs et aux fournisseurs critiques de la pile matérielle et logicielle.

## 9. Environnement réglementaire et mesures commerciales

Le cadre réglementaire et commercial reste dominé par l'incertitude juridique autour des tarifs américains. Le débat européen sur une clause d'extinction et des conditions à un éventuel arrangement sur les droits de l'ère Trump se juxtapose à l'examen par la Cour suprême de la légalité de ces mesures, ce qui prolonge un risque de revirements rétroactifs et complique la planification de chaînes d'approvisionnement. Le dialogue bilatéral entre Berne et Washington affiche un ton constructif, mais il s'inscrit dans un contexte où la fragmentation normative demeure le scénario central.

Sur le volet de la microrégulation des changes, l'Inde a resserré l'étau sur les paris spéculatifs, ancrant l'INR dans une dynamique de fourchette, pendant que la banque centrale péruvienne est intervenue pour racheter des dollars après un rallye du sol de 11%, signal que les autorités émergentes privilégient la gestion active de la volatilité au détriment d'un portage non encadré. Ces arbitrages réglementaires renforcent la prime de conformité pour les flux locaux et réduisent la profondeur des points extrêmes de marché.

Aux États-Unis, la perspective d'un arrêt de l'administration accroît le risque d'un ralentissement des procédures et d'un empilement de dossiers, avec un effet immédiat sur le transport aérien via une réduction de 10% des vols domestiques. L'atonie opérationnelle qui en découle retarde les décisions sur les enquêtes commerciales, les autorisations et les consultations publiques, ce qui alourdit les coûts de mise en conformité et dégrade la visibilité des opérateurs exposés aux délais administratifs.

Le dossier crypto cristallise la tension entre enforcement et stabilité. La déclaration de nullité de procès dans une affaire de détournement de 25 millions de dollars intervient dans le sillage d'une déroute de 300 milliards de dollars sur les actifs numériques, ce qui renforce la pression en faveur d'un encadrement harmonisé des gardes, des stablecoins et de l'intégrité de marché. L'absence d'ancrage transfrontalier cohérent maintient un risque de fragmentation de liquidité et une prudence accrue des intermédiaires régulés sur l'exposition directe.

Les flux vers l'infrastructure numérique s'intensifient sous l'œil des superviseurs. Un prêt bancaire de 18 milliards de dollars adossé à un projet de data centers souligne la nécessité d'un calibrage clair du traitement prudentiel des financements à forte intensité énergétique et d'une articulation plus fluide entre permis réseau, contraintes environnementales et politiques de localisation des données. L'alignement entre politiques industrielles et règles de marché devient déterminant pour éviter des goulets réglementaires sur des actifs désormais considérés comme stratégiques.

En concurrence, la santé concentre l'attention. L'export d'une surenchère de 10 milliards de dollars dans la biopharma s'inscrit dans une séquence où les autorités arbitrent entre consolidation d'innovation et vigilance sur les prix. Des résultats cliniques affichant une réduction de 25% d'un risque d'événement cardiaque peuvent infléchir l'évaluation bénéficière, mais ne neutralisent pas l'activation potentielle d'engagements comportementaux ou de cessions ciblées si les parts de marché induites l'exigent.

La montée en puissance des plateformes intégrées dans les télécoms et les services numériques en Inde entretient une surveillance sur les effets de réseau et l'accessibilité des infrastructures critiques. Une valorisation estimée à 170 milliards de dollars sur un acteur national de premier plan alimente mécaniquement le débat sur l'assignation de spectre, la portabilité des données et l'interopérabilité des paiements, avec un biais possible vers une normalisation plus prescriptive à mesure que l'écosystème s'étend.

Le primaire montre une résilience sous contrainte. Une levée de 300 millions de dollars dans le transport aérien au Mexique illustre une fenêtre de marché encore praticable, mais la granularité des exigences de divulgation et l'alignement des standards comptables et ESG restent des vecteurs de dispersion des coûts d'accès au capital, notamment pour les émetteurs à exposition crossborder.

Enfin, l'interface entre cadre réglementaire et cycle de taux reste centrale. Le débat public sur un atterrissage du taux directeur américain vers 3% rebat les cartes des exigences de liquidité et des contraintes de levier, avec des implications directes pour la profondeur du funding en dollar et la capacité d'absorption des bilans face aux besoins d'investissement régulés. Tant que l'architecture commerciale restera juridiquement contestée et que les autorités privilégieront des interventions ciblées sur le change et l'infrastructure, le régime restera celui d'une visibilité limitée pour les décisions d'allocation soumises à autorisations, avec un coût de conformité en hausse et une préférence pour les juridictions au cadre stable.

## 10. Conclusions et perspectives

Le diagnostic de fin de cycle reste inchangé: désinflation graduelle, croissance hétérogène, dollar soutenu par un différentiel de résilience et par des flux micro concentrés aux États-Unis. L'épisode de gouvernance validé dans une mégacap technologique avec un plan de rémunération à 1 trillion de dollars rappelle que l'appétit pour le risque demeure polarisé sur les leaders et sur les juridictions à profondeur de marché. La continuité d'un flux corporate visible, entre une surenchère conclue à 10 milliards de dollars dans la biopharma, une introduction valorisée à 4.4 milliards de dollars et un financement bancaire de 18 milliards de dollars adossé à des centres de données, ancre la centralité du marché USD et la demande de financement en billets verts. À l'inverse, le rejet judiciaire d'un accord de 425 millions de dollars dans la banque et la nullité d'un procès autour d'un détournement de 25 millions de dollars dans la crypto soulignent un bruit réglementaire persistant qui plaide pour une sélectivité accrue sur le risque.

Sur l'axe macro, la divergence se confirme entre économies capables d'assouplir et blocs où la désinflation exige de prolonger une restriction modérée. L'Inde, avec une inflation CPI anticipée à 0.48% en octobre, illustre un espace tactique pour les courbes locales, sans garantie de soutien franc à la devise dans un régime de dollar ferme. En actions, les défensives de santé conservent un catalyseur après la publication d'une réduction de 25% d'un risque d'événement cardiovasculaire, mais la sensibilité des multiples aux conditions financières impose de privilégier la visibilité des cashflows. Les matières premières restent tributaires de la trajectoire de croissance et du dollar, ce qui limite le portage des devises cycliques.

Dans ce cadre, notre biais de positionnement reste prudent en FX avec une préférence relative pour le USD face aux devises européennes et aux cycliques tant que le différentiel de momentum perdure et que les flux primaires

en dollars restent soutenus par des opérations de plusieurs milliards. En émergents, priorité aux histoires de désinflation crédible et à la duration locale, avec une couverture de change systématique. Côté taux, l'attrait de la duration demeure conditionnel à la confirmation d'un ralentissement de l'emploi et à la gestion des primes liées au financement d'infrastructures numériques de grande taille. En actions, le stockpicking et la qualité de bilan restent centraux, avec une prime aux secteurs portés par des catalyseurs internes et une gouvernance lisible, tandis que l'exposition aux poches réglementaires sensibles doit être calibrée au regard d'un risque juridique qui ne refluera pas rapidement.

Les prochains jalons seront dominés par la séquence de données américaines, la communication des banques centrales et la matérialisation des flux M&A; et d'investissement technologique. Tant que le couple désinflation sans rupture et liquidité encore disponible en USD persiste, le scénario central demeure celui d'un dollar porteur, de courbes longues soutenues mais volatiles, et d'indices actions en régime de dispersion élevé, avec une prime au cashflow défensif et aux histoires capables de convertir des capex massifs en productivité mesurable.

## 11. Implication du Desk (En recherche de position)

Nous maintenons un biais structurel long USD, ancré par une combinaison de flux et de différentiel cyclique. Le pipeline micro américain reste un soutien mécanique au billet vert, entre une validation d'un plan de rémunération à 1 trillion de dollars dans une mégacap, une surenchère à 10 milliards de dollars dans la santé, une introduction valorisée à 4.4 milliards de dollars et des listings via SPAC à 1.75 milliard et 3.6 milliards de dollars. La pression sur les actifs réfractaires au dollar se lit dans le repli de l'or de plus de 1%, tandis que la demande de financement en USD des banques de la zone euro entretient une prime de rareté.

Sur G10, nous cherchons à exprimer ce biais par des ventes d'EUR contre USD, l'effet d'annonce budgétaire allemand autour de 3.5 milliards de dollars ne modifiant pas la trajectoire de prime régionale. Le différentiel d'activité reste en faveur des États-Unis, avec des services qui tiennent en territoire d'expansion, le PMI final à 54.8 contre 55.2 en préliminaire traduisant une modération sans rupture. Nous renforçons également une préférence négative sur la livre face au dollar, la perception d'un virage plus accommodant de la Banque d'Angleterre après un vote 54 en faveur d'une baisse sapant le portage relatif. En croisé, l'ajustement d'un objectif de place vers 0.90 sur EUR/GBP valide tactiquement une pente favorable à l'euro contre sterling, que nous exploitons en complément d'une position vendeuse EUR contre USD pour maintenir le dollar comme jambe dominante.

Nous restons acheteurs de USD contre CAD, le repli de l'indicateur Ivey à 51.7 après 59.8 signalant un coup de froid domestique cohérent avec une sensibilité élevée au coût du capital. La dynamique des matières premières plus lourde renforce ce biais, l'or en baisse de plus de 1% illustrant un environnement peu porteur pour les devises liées au cycle.

Sur JPY, nous privilégions une exposition asymétrique: portage long USD/JPY tant que l'absence de transmission salariale maintient un différentiel de rendements défavorable au yen, couplé à des protections convexes contre des épisodes de stress où la devise retrouve un rôle de couverture. Le contexte de fragilité périodique du risque, mis en évidence par une déroute de 300 milliards de dollars sur les actifs numériques, justifie cette gestion de

convexité.

En Asie émergente, nous ciblons la duration locale en Inde avec couverture de change disciplinée. Une inflation CPI anticipée à 0.48% en octobre ouvre un espace tactique côté taux, alors que la microrégulation des changes ancre l'INR dans une dynamique de fourchette. Les flux liés à une cession de 1.2 milliard de dollars dans un telco peuvent créer des mouvements tactiques sans altérer la défensivité de la balance des paiements. En Chine, une inflation à la consommation de 0.2% en glissement annuel et des prix à la production à -2.1% confirment un régime déflationniste relatif, ce qui nous incite à rester prudents sur le CNH et à privilégier le USD sur rebond.

En EMEA, la désinflation turque à moins de 33% ne suffit pas à lever le risque de change; nous restons sélectifs, avec un biais à privilégier la composante taux quand la liquidité le permet et une exposition FX limitée. En Europe, la persistance d'un besoin de financement en USD nous conduit à maintenir des coussins de liquidité en dollar via le marché des swaps, tout en gardant une duration de trésorerie flexible pour absorber la volatilité de spreads de basis.

En Amérique latine, nous évitons de poursuivre le mouvement après un rallye de 11% du sol péruvien qui a déclenché des achats de dollars par la banque centrale; nous privilégions des approches contrariennes en haut de fourchette avec couverture stricte du risque d'exécution.

Côté taux développés, nous recherchons des points d'entrée tactiques sur la duration américaine, la combinaison d'un PMI services à 54.8 et de signaux d'atterrissage hétérogènes plaidant pour une détente conditionnelle. Le débat public sur une convergence du taux directeur vers 3% soutient la pente longue à l'horizon médian, mais nous calibrons l'exposition autour de la communication de décembre et des surprises sur l'emploi. La réduction potentielle de 10% des vols domestiques en cas d'arrêt administratif prolongé introduit un risque de bruit sur les services, que nous traitons comme un catalyseur de volatilité plus que comme un pivot de tendance.

La vue matières premières reste défensive à court terme, la faiblesse de l'or de plus de 1% et un pétrole plus lourd limitant le soutien aux devises cycliques; nous recherchons des ventes sur rebond de ce complexe contre USD, avec un ajustement fin du risque avant les fenêtres de données sensibles.

Dans l'ensemble, le plan d'action privilégie un noyau long USD décliné contre euro, livre et devises cycliques, une exposition à la duration américaine montée de façon opportuniste, des thèmes émergents centrés sur la désinflation crédible en Inde avec couverture de change, et une gestion active de la convexité en JPY pour monétiser l'asymétrie aux phases de stress. La sélectivité demeure clé tant que le flux USD reste nourri par des opérations primaires et M&A; de plusieurs milliards et que la transmission désinflationniste, en Chine comme en Turquie, conserve un caractère inachevé.

## 12. Notes internes du Desk

Le message client doit rester cohérent avec un noyau long USD et une sélectivité accrue sur le risque réglementaire. Le flux micro américain continue d'alimenter la demande de couverture en dollars entre une

surenchère biopharma à 10 milliards, une introduction valorisée à 4.4 milliards, un listing via SPAC à 1.75 milliard, l'approbation d'un plan de rémunération à 1 trillion et un package managérial dans l'électricité à 4.6 milliards. Nous préparons une offre de forwards et de swaps calibrée sur ces tailles et ajustons le basis face à une demande de financement en USD qui reste tendue.

En Europe, l'anticipation d'un paquet de défense allemand de 3.5 milliards ne change pas la lecture macro mais soutient un courant de flux en EUR à horizon court. Le projet de cession audiovisuelle au RoyaumeUni autour de 2.15 milliards peut générer des besoins de couverture tactiques en GBP; nous privilégions une exécution opportuniste en London et un relais New York pour absorber les pointes de demande.

En Asie, la vente par un opérateur singapourien d'une participation télécom en Inde à 1.2 milliard suggère des allersretours de couverture en INR sans remise en cause du cadre défensif. Nous gardons des capacités NDF et cash alignées sur ce pipeline et restons vigilants sur les fenêtres de liquidité locales.

Le risque réglementaire domestique aux ÉtatsUnis impose une discipline renforcée. Le rejet d'un règlement de 425 millions dans la banque rappelle l'imprévisibilité juridictionnelle; l'annulation de procès dans une affaire crypto de 25 millions milite pour une prudence accrue sur la contrepartie et la ségrégation des flux liés aux actifs numériques. Nous maintenons des seuils de tolérance resserrés sur les exécutions cryptoexposées et une coordination renforcée avec la conformité.

Les flux thématiques liés à la transition continuent d'émerger, avec un engagement de 1.4 milliard en agriculture qui a peu d'effet immédiat en FX mais soutient le narratif ESG auprès des corporates. Nous privilégions une lecture neutre court terme sur les softs et conservons la focalisation sur les catalyseurs de couverture avérés.

Sur la gestion du risque, nous maintenons des coussins de liquidité en USD et une convexité optionnelle en JPY pour amortir les épisodes de stress. L'axe d'exécution reste centré sur des entrées graduelles en USD contre EUR et GBP, une gestion active du basis, et une allocation de capacité aux flux primaires de plusieurs milliards afin de sécuriser la qualité de remplissage et la vitesse d'exécution.