

Top European Drivers

Les actifs européens se sont ralliés dans le sillage d'un regain d'appétit pour le risque, porté par la perspective d'une sortie de l'impasse budgétaire aux États-Unis et par la détente des rendements globaux. Ce soutien cyclique se heurte toutefois à un fond domestique plus fragile, illustré par une nouvelle dégradation, plus marquée qu'attendu, du moral des investisseurs de la zone euro, et par un message de la BCE selon lequel le niveau actuel des taux est approprié en l'absence de « déviations » notables. Les flux de nouvelles côté entreprises demeurent constructifs pour les thématiques structurelles. L'annonce d'un rachat d'un acteur allemand de l'infrastructure IA autour de 767 millions de dollars et la confirmation d'un cycle d'investissement data centers, du plan de 3,1 milliards de dollars en Thaïlande à la réorientation d'un spécialiste de l'hydrogène qui libère 275 millions de dollars pour cibler l'alimentation électrique des centres de données, renforcent un narratif de demande d'énergie et de métaux plus soutenue, au bénéfice du complexe industriel européen à moyen terme. Dans l'immédiat, la hausse des primes d'aluminium aux États-Unis, sur fond de tarifs et de tension d'offre, rappelle la vulnérabilité importatrice de secteurs intensifs en énergie sur le Vieux Continent. L'environnement géopolitique reste un frein latent avec un processus de paix stoppé net en Ukraine, mais les marchés privilégient à court terme le signal d'un risque politique américain en voie d'être neutralisé. Au Royaume-Uni, le rebond des actions et la rotation défensive alimentée par l'actualité de gouvernance chez un champion des spiritueux s'inscrivent dans ce schéma. Le continent reste dépendant des impulsions globales, mais la profondeur du cycle IA, que certains fixent déjà en boussole pour les indices américains jusqu'en 2026, confère un plancher de valorisation aux valeurs européennes exposées à l'investissement numérique.

Central Banks

La BCE entérine un palier de politique monétaire, en précisant que le niveau courant des taux est adéquat sauf surprise macroéconomique. La combinaison d'indicateurs d'activité en berne et de transmission du resserrement en cours milite pour une pause prolongée, sans valider pour autant le calendrier anticipé de détente par le marché. Outre-Manche, la Banque d'Angleterre reste dans une posture résolument dépendante des données, prise en étau entre une désinflation qui progresse et une croissance atone. Aux États-Unis, des chiffres plus faibles ont suffi à réaligner la courbe des anticipations vers davantage de baisses de taux pour 2025, catalysant un bid sur l'or et un reflux modéré des rendements réels. Au Japon, l'appel à la prudence sur le tempo des hausses de la BOJ, alors même que la politique budgétaire s'assouplit, prolonge la divergence des taux et maintient le yen sous pression tactique. Dans les émergents, l'accélération de l'inflation en Égypte à 12,5 % en octobre rappelle que le cycle de désinflation reste incomplet et que les marges de manœuvre de politique monétaire y demeurent contraintes, avec des implications FX évidentes. Enfin, des signaux idiosyncratiques sur le crédit privé, à l'image d'un cas de perte potentielle de 100 % pour un prêteur institutionnel, n'appellent pas de réponse de banque centrale à ce stade mais soulignent le durcissement des conditions pour les poches les plus risquées du marché.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Les devises cycliques se sont raffermies dans l'espoir d'une réouverture du gouvernement américain, l'AUD en tête, tandis que le yen s'est affaibli sur fond de portage revalorisé et d'absence de catalyseur

hawkish à Tokyo. Le dollar s'est montré plus mixte face aux émergents, la roupie indienne restant scotchée au bord de ses plus bas historiques malgré un soulagement fragile du billet vert. En taux, la faiblesse des données américaines a comprimé les points morts et allégé la partie longue, alors que l'Europe consolide autour d'un plateau de rendements validé par la BCE. Sur les matières premières, l'or a inscrit un plus haut de deux semaines, porté par une hausse des anticipations de baisse de taux. Les flux physiques restent dynamiques dans l'énergie, avec des achats indiens d'environ cinq millions de barils mêlant origines américaine et moyen-orientale, et des exportations record de GNL soutenant les marges des producteurs. Les primes d'aluminium aux États-Unis ont atteint un record, conséquence d'un durcissement tarifaire et d'un resserrement global de l'offre. La chaîne de valeur de l'IA continue de tirer les capex, des centres de données aux solutions électriques, tandis que des opérations sectorielles majeures se multiplient, à l'image d'un rachat pharmaceutique de 10 milliards de dollars ou d'une publication de bénéfice en hausse de 33 % chez un opérateur télécom panafricain, autant de signaux de flux et de rotations sectorielles pro-risque.

FX Bias

Le cadre demeure favorable à un portage discipliné et à des expressions directionnelles biaisées en faveur du dollar, tout en laissant la place à une résilience sélective de l'euro et de la livre sur les crosses intra-G10. La combinaison momentum macro, régime de taux en plateau en Europe et atterrissage gradué aux États-Unis incite à rechercher des achats de USD contre des devises à bêta plus élevé au cycle global et à sensibilité matières premières sans catalyseur domestique, au premier rang desquelles le NZD et les devises scandinaves. La NOK et la SEK restent exposées à la volatilité des termes de l'échange, à la profondeur de marché limitée et à une prime de risque domestique persistante, ce qui justifie une préférence pour EUR contre SEK et NOK, et pour USD contre le même bloc dans les phases de stress. La GBP conserve un portage relatif attrayant et devrait rester plus stable face à l'euro tant que la BOE tarde le pivot explicite. Le JPY demeure contraint par l'écart de taux réel et par une BOJ graduelle, ce qui soutient les stratégies de vente sur rebond tant que l'inflation sous-jacente n'impose pas un resserrement plus rapide. Côté émergents, la fragilité de l'INR à proximité de ses planchers et l'inflation élevée en Afrique du Nord plaident pour une gestion serrée du risque de liquidité et des biais de dollarisation tactique.

Scénarios Binaires

Dans un scénario de résolution rapide et complète de la fermeture fédérale américaine, la pentification douce de la courbe US et la poursuite du rebond actions préservent une demande pour le dollar de portage, tout en soutenant l'euro et la livre via le canal du risque ; les devises à bêta élevé surperforment initialement mais butent sur l'absence de catalyseurs domestiques, maintenant la pression relative sur NZD, NOK et SEK. À l'inverse, si le processus politique se gripe à nouveau ou si les données US surprennent à la baisse de manière plus marquée, la volatilité remonte, l'or reste bid, et la hiérarchie FX se recompose au profit du dollar de liquidité et au détriment des périphériques G10 et de plusieurs émergents fragiles. Un glissement plus dovish de la BCE accélérerait la compression des rendements européens et favoriserait EUR sur les crosses scandinaves plutôt que contre USD, tandis qu'un signal plus hawkish de la BOJ créerait un risque de short-squeeze sur JPY, imposant une réduction tactique des

positions de portage en yen. Enfin, une extension des pressions tarifaires sur les métaux amplifierait la dispersion des devises sensibles aux termes de l'échange, accentuant les divergences intra-G10.

Conclusion

Le marché valide un régime de « plateau de taux » en Europe et d'assouplissement plus lointain mais davantage prisé aux États-Unis, dans un environnement où l'appétit pour le risque se réactive grâce au reflux du risque politique américain. La chaîne IA-énergie-métaux continue d'infuser positivement les anticipations de capex et les flux sectoriels, tandis que des signaux de stress idiosyncratiques sur le crédit privé appellent à une sélectivité accrue. En FX, la combinaison portage-momentum plaide pour une préférence au dollar et aux blocs EUR/GBP face aux poches périphériques G10, avec un JPY toujours contraint par la divergence de politique monétaire. Les émergents restent hétérogènes, la sensibilité aux flux matières premières et aux conditions financières globales dictant la prudence.

Implication du desk (En recherche de position)

Nous recherchons des points d'entrée pour exprimer un biais long USD contre SEK et NOK, avec une alternative intra-Europe via des achats d'EUR contre SEK et NOK afin de capter à la fois le portage et la divergence macro. Un biais acheteur modéré sur GBP face aux devises scandinaves reste cohérent avec la configuration de taux britannique. À plus court terme, nous privilégions des ventes de NZD sur rebond face à USD, EUR ou GBP, tant que le flux de données domestiques n'offre pas de catalyseur. La gestion du risque intègre une sensibilité accrue à un éventuel short-squeeze sur JPY en cas de changement de ton de la BOJ, et une réduction des expositions pro-matières en cas d'escalade tarifaire sur les métaux au-delà des niveaux déjà observés. Nous maintenons une approche graduelle, en accumulant sur faiblesse dans la direction du biais et en restant opportunistes sur les phases de soulagement liées aux avancées politiques américaines ou aux annonces de capex technologiques, qu'il s'agisse d'opérations de 10 milliards de dollars en pharma, de relais de 275 millions de dollars dans l'énergie pour data centers ou d'expansions télécoms dont les bénéfices progressent de 33 %, autant de marqueurs d'un cycle de risque encore soutenu mais sélectif.