

Top European Drivers

Le flux d'informations reste dominé par une aversion au risque qui pèse sur les actions européennes, matérialisée par le repli du STOXX 600 sur fond de publications mitigées et de doutes sur les valorisations. La dégradation du crédit immobilier allemand resurgit, avec PBB retombant vers ses plus bas historiques, tandis que la fracture commerciale se creuse entre l'Europe et l'Asie, l'Allemagne se dirigeant vers un déficit record avec la Chine. Côté demande finale, les signaux restent mous: les ventes d'Hugo Boss déçoivent avec une faiblesse marquée en Chine et au Royaume-Uni et Volvo Cars enregistre une baisse de 2% en octobre, confirmant un environnement plus difficile pour les biens discrétionnaires. En face, les poches d'investissement persistent dans l'économie réelle et la techno-industrielle, avec l'annonce d'un cloud IA de 1,2 milliard de dollars entre Deutsche Telekom et Nvidia et un repositionnement énergique des actifs infrastructures, illustré par l'accord d'Apollo à 6,5 milliards de dollars sur Orsted. L'équilibre énergétique de l'Europe s'améliore tactiquement: les importations de GNL en Asie reculent avec la faiblesse chinoise mais l'augmentation en Europe compense, les États-Unis devenant le premier exportateur à dépasser les 10 millions de tonnes en un mois; cependant, les taux de fret GNL atteignent des plus hauts de plusieurs mois, signalant une tension logistique hivernale. Le cadre réglementaire et politique s'intensifie, de l'UE finalisant in extremis son objectif climat pour la COP30 à l'interventionnisme sectoriel français, ce qui souligne une montée du risque non-économique dans les cash flows européens. Dans l'ombre, la perspective d'un environnement commercial plus conflictuel se renforce, avec 47% des Américains considérant le déficit commercial comme une urgence économique, ce qui redonne de la crédibilité à l'hypothèse de hausses tarifaires extraterritoriales et à un "tariff premium" sur le dollar, défavorable au beta européen.

Central Banks

Le calibrage des banques centrales reste contraint entre désinflation graduelle et risques de second tour. La BCE maintient une posture restrictive mais prudente face à un mix croissance-prix qui se détériore en marge, dans un contexte de spreads de crédit sensibles à la fragilité immobilière allemande. La BoE conserve un biais hawkish de précaution, la faiblesse de la demande au Royaume-Uni n'effaçant pas totalement les pressions salariales. La Fed reste data-dépendante alors que l'industrie américaine demeure engluée dans la faiblesse et que la menace de nouveaux droits de douane porterait un choc de prix adverse; dans ce régime, la réaction optimale reste un statu quo prolongé avec une prime de duration limitée tant que l'emploi et les services tiennent. Au Japon, le signal politique est sans ambiguïté: l'économie n'a pas encore atteint une inflation durable tirée par les salaires, ce qui retarde la normalisation de la BoJ et laisse le JPY dépendant des différentiels de taux. En Amérique latine, l'orientation devient plus accommodante: au Brésil, l'argument pour alléger un taux directeur à 15% gagne en force, ce qui accroît le portage du USD contre BRL à court terme. En Afrique, la nécessité d'un nouveau programme FMI au Kenya reflète les contraintes de financement souverain. Au Canada, la perspective d'un fonds d'infrastructure de près de 36 milliards de dollars ajoute un impulsif budgétaire et un surcroît d'offre de duration, forçant la Banque du Canada à arbitrer entre soutien à l'activité et dérive potentielle des anticipations de prix.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le dollar reste demandé sur fond de régime “carry plus risque” et de couverture tarifaire, tandis que l'euro et la livre font preuve de résilience relative, aidés par un repositionnement moins saturé en Europe et par l'amélioration tactique des termes de l'échange via le GNL. Les devises à bêta macro élevé et à cyclique sensible — NOK, SEK et NZD — sous-performent, pénalisées par la hausse de l'aversion au risque, la sensibilité aux conditions monétaires globales et l'exposition aux flux de commerce. L'INR illustre la gestion active des autorités: le rebond guidé par intervention se heurte aux besoins des importateurs en dollars, ce qui limite l'appréciation durable. Sur les taux, les courbes cœur demeurent hésitantes, partagées entre le ralentissement manufacturier et la persistance d'un plancher d'inflation de services; le risque dominant reste des pentifications intermittentes menées par l'offre, notamment au Canada où la dynamique budgétaire se renforce. Les matières premières énergétiques évoluent sur un double signal: un support fondamental via des exportations record de GNL aux États-Unis et des importations européennes accrues, mais des goulets d'étranglement logistiques avec des taux de fret en hausse multi-mensuelle. Cette configuration soutient la balance énergétique européenne tout en injectant de la volatilité de court terme.

FX Bias

Le contexte de portage, de momentum macro et de régime taux-risque nous amène à privilégier tactiquement le dollar, l'euro et la livre face aux devises à bêta cyclique. Nous favorisons l'USD contre SEK et NOK, où la faiblesse des données européennes et la sensibilité au cycle mondial pèsent, et l'USD contre NZD dans un environnement où la prime de risque domine les thèmes domestiques. Côté Europe, la robustesse relative de l'euribor et l'amélioration des termes de l'échange via le GNL plaident pour l'EUR contre NOK et SEK, le choc énergétique étant plus favorable au cœur qu'à la périphérie pétrolière. La livre conserve un portage compétitif et un profil de duration défensif, ce qui justifie une préférence contre NZD, sous réserve de prudence sur la sensibilité de la demande britannique. Le CAD reste un cas bilatéral: l'impulsion budgétaire de 36 milliards de dollars est pro-croissance mais potentiellement steeper sur la courbe et ambivalente pour le change; nous privilégions une approche de range tactique contre USD en attendant la trajectoire des prix de l'énergie et des adjudications. Le JPY demeure structurellement faible tant que la BoJ ne valide pas une inflation salariale durable; la couverture via options demeure préférable au bêta directionnel pur.

Scénarios Binaires

Un premier scénario, de probabilité croissante à l'approche du cycle politique américain, verrait une montée du risque tarifaire global alimentée par la perception d'urgence autour du déficit commercial américain. Ce régime renchérirait les primes de risque, soutiendrait le dollar par demande de couverture et par réallocation vers actifs américains, pèserait sur NOK, SEK et NZD et maintiendrait le JPY en retrait via différentiels de taux persistants. Les spreads de crédit européens s'écarteraient en lien avec les poches de fragilité immobilière, tandis que l'énergie resterait volatile avec des coûts de fret élevés. Un second scénario, moins tendu, reposera sur un enchaînement Chine plus proactive sur les importations, “win-win cooperation” matérialisée et Europe stabilisée par des flux GNL sécurisés. Les cycliques européens reprendraient, la pression sur les banques exposées à l'immobilier se détendrait à la marge et les devises

scandinaves pourraient opérer un short squeeze, réduisant l'attrait relatif de l'USD. La lisibilité centrale du BoJ demeurerait toutefois un frein à toute normalisation rapide du JPY dans les deux scénarios.

Conclusion

La macro européenne fait face à un double choc de demande molle et de contraintes financières sectorielles, compensé en partie par des poches d'investissement technologique et énergétique. L'environnement global reste gouverné par le couple carry-risque et par une revalorisation des primes tarifaires, ce qui conforte un biais en faveur des devises à portage et des blocs offrant de la profondeur de marché. Les dynamiques du GNL apportent un soutien tactique à l'Europe tout en introduisant des frictions logistiques susceptibles de prolonger la volatilité de l'énergie. À court terme, la hiérarchie de performance en FX favorise USD, EUR et GBP, au détriment de NZD, NOK et SEK, en attendant un catalyseur de croissance endogène plus robuste en Europe et une clarification sur la trajectoire commerciale américaine.

Implication du desk (En recherche de position)

Nous recherchons des points d'entrée progressifs pour renforcer une exposition longue USD contre SEK et NOK sur un horizon de une à trois semaines, en privilégiant une gestion active des tailles autour des fenêtres de données européennes. Nous visons également des constructions longues EUR contre NOK et SEK pour capter l'amélioration relative des termes de l'échange et la résilience des taux européens, ainsi qu'une expression GBP contre NZD pour bénéficier du différentiel de portage et de l'écart de momentum macro. Sur le JPY, la préférence va à des structures optionnelles haussières en USDJPY plutôt qu'à un delta pur, compte tenu de la probabilité d'une normalisation graduelle au Japon. Sur le CAD, nous restons en attente de niveaux extrêmes pour intervenir tactiquement, l'impulsion budgétaire de 36 milliards de dollars étant de lecture FX ambiguë. L'ensemble de ces vues est conditionné par l'évolution du risque tarifaire américain, par la dynamique du fret GNL et par tout signal supplémentaire de stress immobilier en Allemagne.