

---

## Top European Drivers

Le complexe européen est pris entre une détente énergétique graduelle et une dégradation micro encore diffuse. L'annonce de la Commission européenne visant à mutualiser la demande de gaz non russe consolide la trajectoire de diversification engagée depuis deux hivers et tend à comprimer la prime de risque sur le TTF, tout en limitant la volatilité de couverture pour les utilities et les industriels. Sur la sphère bancaire, les publications de BNP Paribas, pénalisée par la hausse des créances douteuses dans un contexte de clients plus prudents, tranchent avec le relèvement de guidance de revenus d'HSBC malgré des charges juridiques, signalant un différentiel de cycle de crédit entre cœur de zone euro et franchises plus diversifiées géographiquement. Barclays, en acquérant Best Egg aux États-Unis, poursuit l'arbitrage de mix d'actifs vers des poches de rendement, mais au prix d'une sensibilité accrue au cycle de crédit américain. Côté commerce et matières premières, le ralentissement des achats russes par plusieurs raffineurs indiens et la stratégie de l'OPEP+ sous tensions croisées des intérêts américains et russes reconfigurent les flux, avec un effet indirect sur l'Europe via le canal prix plus que via les volumes. La consolidation technologique amont, illustrée par l'opération Skyworks-Qorvo dans la chaîne Apple, renforce la visibilité CAPEX des fournisseurs européens intégrés à ces écosystèmes, mais laisse la Bourse de la zone attendre les verdicts de résultats US avant de prolonger un rattrapage. En toile de fond, la poussée des projets nucléaires occidentaux et la montée en puissance des alliances sur les terres rares États-Unis-Japon sécurisent des chaînes d'approvisionnement stratégiques, ce qui, à horizon 2025, allège une partie du risque coût-énergie des industriels européens.

## Central Banks

La Réserve fédérale entre en réunion avec un dollar stable et des taux noyaux contenus, sur fond d'interrogations croissantes autour de la liquidité de marché alors que la fin du run-off du bilan se profile. Le débat se déplace moins sur le niveau terminal que sur la cadence et la composition des réinvestissements, avec un risque de communication mettant l'accent sur la « prudence de marché » plutôt que sur l'inflation, ce qui plaiderait pour un ton restrictif mais pragmatique. Au Japon, les commentaires de la secrétaire adjointe au Trésor américain Bessent appelant à une politique monétaire « saine » ont catalysé un raffermissement du yen en relançant l'idée qu'une normalisation graduelle de la BoJ demeure souhaitable et potentiellement coordonnée, à défaut d'être imminente. En zone euro, l'ECB reste data-dépendante et bridée par l'atterrissage cyclique, la détérioration marginale de la qualité d'actifs bancaires et l'amélioration relative des conditions énergétiques ; la combinaison incite à prolonger une pause, avec une communication insistant sur la persistance de la désinflation sous-jacente et l'absence d'urgence à recalibrer le stock d'APP/PEPP. La Banque d'Angleterre fait face au même arbitrage croissance-inflation, mais sans nouvelles saillantes dans le flux, le marché demeure calé sur un profil de cuts plus tardif que dans la zone euro.

## Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le FX s'ouvre sur un dollar globalement inchangé en amont de la Fed, un yen mieux tenu après le signal américain, et un euro en latéral, lesté par un narratif de croissance molle et un bêta actions négatif en Europe. Les taux souverains majeurs évoluent en fourchette étroite, le marché privilégiant l'attente avant

les communications de banques centrales et des résultats technologiques US à fort poids indiciel. Sur matières premières, l'or a cédé jusqu'à un creux de trois semaines, pénalisé par des signes de progrès commerciaux États-Unis-Chine et un appétit pour le risque plus ferme à Wall Street, tandis que le pétrole oscille, partagé entre des tensions d'offre potentielles liées aux flux russes reconfigurés et une demande raffinage plus incertaine en Asie. Les métaux de base restent sous-offre ponctuelle, à l'image du recul de 9 % de la production de cuivre d'Anglo American sur neuf mois, mais la visibilité sur la demande chinoise et industrielle reste requise pour ancrer une jambe haussière durable.

## **FX Bias**

Le biais tactique reste neutre à légèrement acheteur de dollar à très court terme tant que la Fed n'a pas clarifié sa doctrine de gestion de bilan, avec un risque asymétrique d'un message de prudence sur la liquidité qui soutiendrait marginalement le billet vert. EUR/USD demeure vendeur sur rebonds dans un range, la prime de croissance restant du mauvais côté en zone euro malgré l'atténuation du risque énergétique. USD/JPY présente un risque baissier tactique supplémentaire si la combinaison rhétorique américaine et rumeurs de recalibrage BoJ entretient les couvertures de short-JPY, mais l'extension dépendra des rendements réels US post-Fed. GBP/USD reste en range, avec une sensibilité élevée aux publications US de résultats tech via le canal du risque. AUD/USD conserve un biais constructif sur amélioration graduelle du narratif Asie-Pacifique, l'upgrade de l'accord de libre-échange Chine-ASEAN et le signal pro-investissement dans les chaînes d'énergie propre soutenant le bêta commodities, sous réserve d'une Fed non plus hawkish que prévu. Les devises matières premières en général bénéficieront d'un plancher sur les métaux de base si les contraintes d'offre se confirment, l'or restant corrélé à l'appétit pour le risque et à la courbe réelle US.

## **Scénarios Binaires**

Deux nœuds dominant le court terme. Si la Fed insiste sur les risques de liquidité et maintient un cadrage restrictif sans signal de recalibrage rapide du QT, le dollar se raffermi, les rendements réels tiennent, l'or reste sous pression et l'euro reflue ; à l'inverse, si la communication adopte un ton de gestion des risques accommodant, évoquant une flexibilité accrue du bilan, la partie longue s'apprécie, le dollar corrige et le bêta risque se réactive, au bénéfice des devises cycliques. Sur le front géopolitique-commercial, des avancées tangibles dans le dialogue Trump-Xi et l'architecture d'accords régionaux Asie-Pacifique confortent la détente de primes de risque, soutiennent AUD et les Asia-FX et prolongent l'érosion de l'or, tandis qu'un regain de tensions ou un statu quo décevant réinstalle une demande de dollar et de valeurs refuges. En énergie, une convergence OPEP+/flux russes qui resserre l'offre et des achats asiatiques moins assurés créent un risque haussier pétrole qui pèse sur les balances courantes importatrices européennes et sur l'euro ; un apaisement par redirection efficiente des flux et progrès sur le gaz européen amortirait ce choc. Enfin, une BoJ plus attentive au signal externe de « normalisation saine » ouvrirait un canal de renforcement du yen, à contre-tendance de positions longues dollar persistent ; le statu quo japonais prolongerait la prime de portage en USD/JPY.

## **Conclusion**

Le régime de marché demeure en attente active, pris entre l'attrait micro des résultats technologiques américains et la ré-ouverture du débat central sur la liquidité systémique côté Fed. L'Europe progresse sur la sécurisation énergétique et encaisse un signal mitigé des banques, ce qui conforte une approche relative prudente sur l'euro tant que la trajectoire de croissance ne se ré-ancre pas. La baisse de l'or illustre une respiration du premium de risque, corrélée aux signes de compromis commerciaux sino-américains, mais la durabilité dépendra d'une validation par les courbes réelles post-Fed. Dans ce contexte, le dollar conserve un portage défensif, le yen reprend un peu d'air sur le facteur politique, et les devises cycliques attendent la résolution des binaires Fed et commerce pour sortir de range.

### **Implication en cours du desk (AUD/USD Long)**

Nous maintenons le long AUD/USD, avec une gestion active de l'exposition autour des catalyseurs Fed et du flux Asie-Pacifique. Le rationnel repose sur une amélioration graduelle du sentiment régional portée par l'upgrade Chine-ASEAN, une perspective de demande soutenue par les annonces d'investissements dans l'énergie nucléaire et les chaînes de terres rares, et un socle d'offre sur métaux de base qui limite le downside des termes de l'échange australiens. Le risque principal est une Fed plus restrictive que prévu qui remettrait sous pression le bêta risque et renchérirait les rendements réels, ce qui imposerait un allègement tactique. À l'inverse, une communication de gestion des risques plus conciliante, combinée à des signaux tangibles de progrès Trump-Xi, justifierait un renforcement sur reflux contrôlé. La validation passera par la tenue du dollar australien face aux publications américaines à fort contenu IA et semi-conducteurs, ainsi que par la résilience des métaux industriels après les nouvelles de production. La discipline de trading privilégie des renforcements sur faiblesse ordonnée et des prises partielles sur extensions liées au flux de résultats US, en gardant une taille calibrée avant la conférence de presse de la Fed.