

Top US Drivers

La dynamique américaine reste dominée par l'anticipation de la décision du FOMC, dans un contexte de données d'emploi robustes et de valorisations sous tension. Les ouvertures de postes ont atteint un plus haut de cinq mois tandis que le rythme des démissions se tasse, un mix qui a interrompu le rally des Treasuries avant les adjudications à venir et renforcé l'idée, portée par le marché obligataire, que l'enchaînement de baisses de taux au-delà de décembre n'est pas garanti. Sur le risque, la prudence s'est matérialisée par une clôture plus faible du S&P 500, des seuils CTA scrutés avec l'arrêt des achats autour de 6,925 et une accélération potentielle des ventes sous 6,500, et un Dow Jones en retrait d'environ 1,750 points sur deux séances. Le dollar a profité de la fermeté de l'emploi en amont du FOMC, appuyant un repli marginal des devises cycliques et une consolidation des paires G10. Sur le crédit public local, l'annonce de faillite d'un hôpital californien portant 193 millions de dette municipale rappelle le risque idiosyncratique sur les spreads Muni dans un environnement de coûts de financement encore élevés. En techno, le flux reste porteur avec un financement mené par Sequoia qui valorise Fal à 4,5 milliards de dollars, mais l'ancrage macro domine, comme en témoigne un Bitcoin qui s'effrite vers 90,5k à l'approche de la Fed. Dans les matières premières, l'énergie est sous pression alors que la reprise de la production irakienne pèse, tandis que l'appétit pour les actifs réels demeure vif, porté par une thématique d'assouplissement monétaire à l'horizon et par le boom des investissements solaires aux États-Unis, en hausse de 49% au troisième trimestre.

Central Banks

La Fed se réunit avec un marché partagé entre l'espoir d'une détente monétaire et la prise de conscience que la résilience du marché du travail impose une trajectoire de désinflation plus graduelle. L'hypothèse d'un signal de cuts étales mais limités domine, mais le risque de communication hawkish n'est pas négligeable, d'où l'intérêt des scénarios alternatifs évoquant, à la marge, la possibilité que le prochain mouvement soit une hausse si l'inflation sous-jacente se figeait. Ce risque asymétrique pèse surtout sur les actifs sensibles aux taux réels et sur les segments de duration longue. Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre reste divisée, et les interventions de membres clés devant le Treasury Select Committee ont sonné plus restrictives qu'attendu, validant un régime "higher for longer" britannique tant que les salaires ne convergent pas plus franchement. En Asie, la faiblesse persistante du yen autour de niveaux étirés tient au différentiel de taux avec les États-Unis, mais la sensibilité du JPY à toute baisse des rendements réels américains reste élevée. Enfin, l'épisode helvétique sur une communication erronée de baisse de tarifs douaniers avec les États-Unis rappelle la fragilité du flux de nouvelles en période de banques centrales, sans implications monétaires directes pour la BNS à ce stade.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Sur le FX, EUR/USD demeure ancré autour de 1,1640 à la veille du FOMC, USD/JPY s'étire vers 156,90 à la faveur d'un dollar porté par l'emploi, GBP/USD cède sous sa moyenne mobile 200 jours à 1,3331 avec un repli de l'ordre de 0,21%, le NZD stabilise près de 0,5780 et le CAD reste sans catalyse face à un USD lui-même retenu par la prudence pré-Fed. Sur les taux, l'élan haussier des Treasuries a marqué une pause

après les chiffres d'ouvertures de postes, avec un marché primaire à absorber et une courbe attentive à la communication de Powell; la visibilité sur des baisses de taux prolongées demeure réduite selon la lecture des desks de taux. Les matières premières affichent un contraste marqué: le WTI glisse vers 58,50 dollars, en baisse d'environ 0,40%, tiré par la reprise de West Qurna 2 en Irak, tandis que les métaux précieux surperforment. L'or a repris sa marche en avant, gagnant 0,57% et franchissant 4,200 dollars l'once, des flux qui se sont matérialisés autour de 4,213 dollars après un rebond depuis 4,170, avec des variations intraday parfois resserrées à quelques dollars. L'argent signe une extension spectaculaire, franchissant 60 dollars pour la première fois; il cote 60,65 dollars après avoir battu son précédent record à 60,57 dollars, culminant à 60,75 dollars, soit plus de 4% sur la séance et environ 110% depuis le début de l'année. Cette surperformance coïncide avec l'accélération des installations solaires américaines, en hausse de 49% au troisième trimestre, facteur structurel de demande, même si des divergences de RSI appellent à la prudence tactique. Les cryptoactifs restent sensibles au facteur taux, avec un Bitcoin qui recule vers 90,5k en l'absence de catalyse micro spécifique.

FX Bias

Le biais directionnel demeure modérément vendeur de dollar sur horizon tactique, porté par une combinaison de momentum macro en Zone euro et au Royaume-Uni, de réévaluation négative des taux réels américains en cas de Fed accommodante, et d'un régime de risque qui reste constructif malgré la consolidation des indices. Ce cadre favorise une légère préférence pour l'euro et la livre face au billet vert, l'écart de portage restant gérable à court terme et la sensibilité positive aux améliorations de cycle européen montant en puissance. Le yen offre un profil asymétrique intéressant, l'extension au-delà de 156,50–157,00 contre USD exposant la paire à un ajustement rapide si les rendements américains reculent; la prime de convexité demeure attractive via les options. À l'inverse, les devises scandinaves restent sous pression relative, le bêta au cycle mondial et à l'énergie jouant contre NOK et SEK dans un environnement de croissance molle régionale et de volatilité de termes de l'échange. Le positionnement demeure, par ailleurs, vulnérable à une surprise hawkish de la Fed, ce qui plaide pour une exécution graduelle et optionnelle.

Scénarios Binaires

Dans un premier scénario de validation accommodante par la Fed, une communication soulignant la progression vers l'objectif d'inflation et la possibilité de baisses graduelles soutiendrait un reflux des rendements réels, un affaiblissement du dollar et une respiration des actifs risqués. EUR/USD pourrait s'ancrer au-dessus de 1,17 à court terme, GBP/USD regagner sa moyenne 200 jours puis se projeter plus haut, tandis que USD/JPY basculerait en dessous de 155,50 sur un squeeze de positions courtes JPY. L'or consoliderait au-dessus de 4,200 dollars et l'argent prolongerait au-delà de 60 dollars, malgré des signaux techniques de surachat appelant à une gestion serrée du risque. Dans un deuxième scénario à tonalité restrictive, qu'il s'agisse d'un "higher for longer" réaffirmé ou d'un cadrage évoquant que le prochain mouvement pourrait être une hausse en cas de persistance de l'inflation, les rendements remonteraient, le dollar s'apprécierait et la partie longue de la courbe se dégraderait, avec un impact immédiat sur les actifs à duration: repli de l'or sous 4,200 dollars, retour de l'argent sous 60 dollars, pression accrue sur GBP et

EUR, et extension de USD/JPY au-delà de 157,00. Dans ce cas, le bêta des actifs crypto, déjà mis à l'épreuve avec un Bitcoin vers 90,5k, resterait défensif, tandis que les devises à bêta élevé comme NOK/SEK sous-performaient avec des spreads de crédit locaux plus scrutés à la lumière d'épisodes idiosyncratiques tels que la faillite municipale à 193 millions de dollars.

Conclusion

Le point d'infexion de court terme reste la communication de la Fed. La robustesse de l'emploi et la normalisation progressive de l'inflation imposent une trajectoire étroite où le marché doit arbitrer entre l'appétit pour la duration et la crainte d'un calendrier de cuts moins généreux que celui intégré en début de trimestre. Dans ce cadre, le dollar conserve un premium de protection de très court terme, mais le risque moyen terme est à la baisse si la Fed valide la détente des conditions financières. Les métaux précieux cristallisent cette dichotomie, avec un or ancré au-dessus de 4,200 dollars et un argent au-delà de 60 dollars, dopés par des flux de couverture et une demande structurelle, mais techniquement tendus. L'énergie reste contrainte par l'offre et par la prudence macro, le WTI proche de 58,50 dollars étant un rappel du plafonnement de l'inflation importée. Les flux actions oscillent entre soutien thématique à l'IA, en témoigne une levée à 4,5 milliards de dollars, et fragilité mécanique via les seuils CTA, tandis que le crédit local américain est rappelé à la discipline par des cas idiosyncratiques. Le tout compose un environnement où une rotation mesurée hors dollar et vers des actifs réels est privilégiée, sous réserve d'une gestion active du risque de communication hawkish.

Implication du desk (en recherche de positions)

Nous privilégions la construction graduelle d'un panier vendeur de dollar contre euro, livre et yen, avec une préférence pour des expressions optionnelles autour de la réunion afin de capter la convexité d'un reflux des taux réels tout en limitant l'empreinte en cas de surprise restrictive. Sur EUR/USD, l'intérêt se situe à l'achat sur replis proches de 1,16 avec une extension visée au-delà de 1,17 sous scénario accommodant; sur GBP/USD, la reconquête de 1,3331 comme pivot technique constituerait un signal d'ajout, tandis que sur USD/JPY, des structures de débouclage directionnel via puts ou seagulls au-dessus de 156,50 permettent d'exploiter un potentiel de normalisation rapide. Nous restons prudents sur NOK et SEK, où la couverture de bêta paraît encore sous-dimensionnée face au couple croissance/énergie défavorable. Sur matières, la thèse reste constructive sur l'or au-dessus de 4,200 dollars et tactique sur l'argent après une progression de 110% YTD et une envolée vers 60,65 dollars avec un pic à 60,75 dollars, la divergence de RSI incitant à privilégier des entrées en pullback plutôt qu'en rupture. Enfin, sur l'énergie, le biais demeure neutre à légèrement vendeur tant que le WTI reste encapsulé autour de 58,50 dollars, la priorité étant la gestion du risque macro via le dollar plutôt que la direction purement commodité. Dans l'ensemble, l'exécution doit refléter un cadre où le carry, le momentum macro et le régime de taux favorisent une rotation contrôlée hors USD, tout en gardant de la poudre sèche pour arbitrer rapidement si la Fed ravive le scénario d'un prochain mouvement de taux à la hausse.