

Top US Drivers

Le principal moteur américain reste l'assouplissement monétaire de la Fed et sa communication plus prudente. La banque centrale a livré une baisse de 25 pb puis signalé une pause, catalysant une détente des rendements et une rotation factorielle sur les actions. Le Dow Jones a gagné environ 650 points pour inscrire un record, tandis qu'une partie de la tech a corrigé sur des doutes micro liés à l'IA, illustrés par la chute de 11% d'Oracle qui a entraîné Nvidia, CoreWeave et Micron, et l'évaporation corrélative d'environ \$25 milliards de richesse pour Larry Ellison. En parallèle, le flux de données a surpris par sa faiblesse avec des inscriptions hebdomadaires au chômage remontant à 236k contre 192k précédemment, affaiblissant le Dollar vers un plus bas de huit semaines et accentuant la sensibilité des marchés à la trajectoire de l'emploi, d'autant que l'argument d'un "surcomptage systématique" des créations pourrait militer pour davantage de coupes si la dégradation se confirme. La balance commerciale américaine s'est par ailleurs resserrée vers son plus faible déficit depuis 2020, portée par une poussée des exportations de biens dont l'or, point qui a nourri des flux spécifiques sur les métaux. Sur le plan micro, l'actualité IA continue d'infuser le sentiment avec l'investissement de \$1 milliard de Disney dans OpenAI et la tarification par Rivian de ses offres autonomie à \$2 500 en upfront ou \$49.99 par mois, signes d'une économie de l'innovation toujours active mais plus discriminante. La réaffirmation institutionnelle, via la reconduction des présidents des banques régionales de la Fed, ancre un statu quo de gouvernance alors que la Fed appelle à la prudence face à une visibilité amoindrie sur l'emploi.

Central Banks

La Fed a réduit le taux directeur d'un quart de point puis indiqué une pause conditionnelle, laissant les anticipations se recalibrer vers une séquence plus data-dépendante. La dynamique récente des inscriptions au chômage renforce l'élasticité des prix d'actifs à la moindre surprise négative, et le marché n'hésitera pas à ré-encherir des coupes supplémentaires si la faiblesse de l'emploi se propage, conformément aux débats sur la qualité statistique des données. Au Japon, la probabilité d'un relèvement dès la semaine prochaine se renforce, comprimant le différentiel de taux USD/JPY et déclenchant une appréciation du Yen. En Océanie, le soutien rhétorique de la RBNZ maintient un plancher sous le NZD malgré un contexte global plus volatile. En zone euro, le contexte institutionnel évolue à la marge avec la nomination du ministre grec des Finances à la présidence de l'Eurogroupe, sans conséquence immédiate sur la réaction de l'ECB qui demeure en mode prolongé de maintien. Au Royaume-Uni, la perspective d'un apport fiscal à long terme de la migration qualifiée post-Brexit de l'ordre de £47 milliards et la montée d'un arriéré d'appels d'asile de 37% alimentent un bruit de fond sur les équilibres budgétaires et la prime de terme, sans infléchir pour l'instant l'orientation de la BoE.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Le Dollar a repris une dynamique baissière après les 236k d'inscriptions au chômage, permettant à l'euro de toucher 1.1748, un plus haut de neuf semaines, et à la livre de franchir 1.34, en hausse d'environ 0.68% sur la séance post-Fed. Le NZD s'est adjugé une cinquième hausse consécutive autour de 0.5820, en progression de 0.10%, aidé par la tonalité de la RBNZ et le repli du billet vert. La paire USD/JPY a cédé

vers 155.10, en baisse d'environ 0.50% sur fond d'anticipations de relèvement de la BoJ, et la livre s'est modérément dépréciée face au yen dans le même mouvement. L'AUD a testé son pic annuel avec des signaux d'overbought malgré des données d'emploi domestiques plus molles, preuve que le driver dominant est le beta au Dollar. Les taux américains se sont détendus en réaction à la Fed et au chiffre de l'emploi, propageant une inclinaison plus accommodante sur les courbes cœur. L'or a brièvement dépassé 4 270 avant de se stabiliser autour de 4 235, la faiblesse du Dollar limitant le reflux malgré le message de pause de la Fed. Sur l'énergie, l'IEA a abaissé pour la première fois depuis mai son anticipation de surcapacité à l'horizon 2026, ce qui réduit la pression de surabondance et constitue un soutien marginal aux cours du brut. Les actions reflètent une rotation constructive vers la value et les cycliques après la coupe de la Fed, tandis que la tech reste hétérogène, prise entre déception sur certains bilans IA et des annonces de capex et partenariats structurants.

FX Bias

Le mouvement tactique reste défavorable au Dollar dans le sillage de la coupe de la Fed et de la faiblesse des demandes d'allocations, mais notre lecture stratégique conserve un biais plus constructif sur le billet vert à horizon moyen, porté par le carry, des différentiels réels encore en faveur des États-Unis et un régime de risque qui n'exclut pas des épisodes de re-corrélation risk-off. L'euro bénéficie d'un momentum mécanique sur la détente des taux US et d'un environnement de balance courante amélioré, même si le manque de catalyseurs domestiques incite à privilégier des expressions relatives telles qu'euro contre devises scandinaves. La livre sterling demeure soutenue par un mix croissance-inflation plus résilient et par des flux d'investissement, avec toutefois une sensibilité accrue aux débats budgétaires britanniques. Nous restons prudents sur les devises à bêta macro élevé comme le NZD et le NOK/SEK dans un cadre où le carry et la prime de risque de financement redeviennent discriminants, surtout si la BoJ réduit l'ampleur du différentiel global. Le JPY offre une optionalité asymétrique en cas de pivot plus net de la BoJ, mais la trajectoire restera heurtée tant que la normalisation n'est pas suivie d'une révision des anticipations d'inflation japonaises.

Scénarios Binaires

Si la dégradation de l'emploi américain se prolonge et que les révisions confirment un biais de surcomptage, le marché réenclenchera un cycle de cuts additionnels, prolongeant le déclin du Dollar, pentifiant les courbes et alimentant les actifs longs duration, avec un relais sur l'or déjà engagé par le franchissement de 4 270. À l'inverse, si les prochaines publications se stabilisent et que la Fed maintient sa pause, la pression de portage réapparaîtra, permettant un rebond sélectif du billet vert, notamment face aux devises cycliques et à rendement faible. Au Japon, un relèvement de la BoJ activerait un second étage de la baisse d'USD/JPY par compression des spreads courts, alors qu'un statu quo forcerait une reprise de la recherche de carry yen-négatif et un pullback technique. En Europe, l'absence de guidance nouvelle de l'ECB laisse l'euro dépendant du flux US; la surprise viendrait d'un durcissement inattendu qui renforcerait l'euro en relatif, sinon la paire restera corrélée aux rendements américains. Sur les matières premières, une trajectoire de demande plus ferme combinée à l'abaissement du risque de surcapacité par l'IEA soutiendrait le pétrole et les devises liées, tandis qu'un ralentissement plus marqué réactiverait les

thèmes défensifs, renforçant le Dollar et le Yen et comprimant le complexe cyclique. Enfin, si la faiblesse micro sur l'IA s'étend au-delà d'Oracle, la volatilité actions remonterait et favoriserait des flux USD/JPY vendeurs; un narratif d'IA plus robuste, porté par des annonces de financement comme les \$1 milliard engagés par Disney ou la monétisation accélérée de produits à \$49.99, relancerait les corrélations pro-risque au détriment du Dollar.

Conclusion

Le mix de coupe préventive de la Fed, de données d'emploi plus molles et de repositionnement facteur a déclenché une jambe de faiblesse du Dollar et une réappreciation des actifs longs duration et pro-risque, avec un or en breakout technique et des actions cycliques en tête. La poursuite de ce régime dépendra étroitement de la validation d'un affaiblissement plus large de l'emploi et de la matérialisation d'une BoJ plus hawkish. En Europe et au Royaume-Uni, l'absence de catalyseurs monétaires de premier ordre laisse l'euro et la livre surtout réactifs aux dynamiques américaines, tandis que les devises à bêta macro élevé restent vulnérables au resserrement des conditions financières globales si le risk-on venait à s'épuiser. Les prochaines séances se joueront sur la granularité des données US et sur l'arbitrage entre carry et momentum macro.

Implication du desk (en recherche de positions)

Nous privilégions la construction graduelle d'un biais acheteur de Dollar contre NZD et contre NOK/SEK sur repli, en s'appuyant sur le différentiel de carry et la fragilité du bêta macro, avec des stops serrés au-dessus des récents sommets tactiques. Nous recherchons des points d'entrée vendeurs en USD/JPY via options de protection directionnelle à court terme avant la BoJ, afin de capturer l'asymétrie d'un scénario de relèvement, tout en conservant la flexibilité de recharger le carry si la BoJ temporise. Nous favorisons des positions longues euro contre SEK pour jouer la divergence de momentum et de liquidité en zone euro versus Scandinavie. Sur GBP, nous restons constructifs tant que 1.34 tient en clôture, avec l'idée de renforcer sur replis vers des zones techniques, tout en restant attentifs aux développements budgétaires britanniques. Sur l'or, après la poussée au-dessus de 4 270 et la stabilisation autour de 4 235, nous privilégions une approche tactique en achat sur creux plutôt qu'un suivi de tendance au marché, compte tenu de la sensibilité extrême aux données d'emploi US et à la courbe réelle. Enfin, nous demeurons sélectifs sur AUD et NZD où les conditions d'overbought et l'appui des banques centrales peuvent retarder le virage, mais où l'arbitrage carry-risque milite pour une approche vendeuse à meilleur point d'entrée.