
Top US Drivers

Le flux macro américain reste dominé par la séquence emploi–Fed–PMI. Le rapport retardé de septembre fait état de 119 000 créations nettes, mieux qu’attendu, avec un taux de chômage qui remonte à 4,4 %, ce qui nourrit un narratif de résilience modérée plutôt que d’atterrissage brutal. Dans ce contexte, le dollar a conservé son impulsion en amont des PMI, porté par une réduction des paris d’assouplissement en décembre et par l’idée que l’économie tourne proche de son potentiel malgré un refroidissement de la demande de biens. La communication de la Réserve fédérale a renforcé ce biais: Austan Goolsbee a rappelé que l’inflation semble avoir calé au-dessus de l’objectif et que 3 % reste trop élevé face à une cible de 2 %, tandis que Lisa Cook a souligné la résilience du système financier et le risque de corrections d’actifs disproportionnées, et Beth Hammack a prévenu qu’un assouplissement prématuré encouragerait la prise de risque. Les marchés actions ont reflété cette ambivalence croissance/taux, avec un épisode de forte volatilité intraday sur le Dow Jones, un aller–retour de plus de 1 100 points culminant par un plus bas de cinq semaines à 45 732. Sur les actifs refuges, l’or a initialement décroché après les chiffres de l’emploi jugés robustes et un ton perçu plus restrictif de la Fed, avant de se stabiliser. Le thème sous-jacent demeure un rééquilibrage graduel: l’économie de services tient, la chaîne de biens reste en « récession structurelle » selon les acteurs du fret, la désinflation ralentit, et les taux réels élevés prolongent la sélectivité sur le risque.

Central Banks

La Fed ancre les anticipations de statu quo à court terme, les probabilités implicites d’une baisse dès décembre restant faibles à la lumière d’un emploi qui ne faiblit qu’à la marge et d’une inflation collée près de 3 %. Le message coordonné de stabilité financière et de prudence face au relâchement monétaire verrouille un régime de taux durablement restrictifs mais plus dépendant des données qu’auparavant. Ailleurs, la Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande fait face à des attentes quasi certaines d’une nouvelle réduction de taux, ce qui pèse sur le dollar néo-zélandais, alors que la RBA reste circonspecte devant l’inflation domestique, ce qui maintient l’AUD sous pression tactique. En Europe, l’affaiblissement de l’activité pèse sur l’euro-croissance mais ne pousse pas la BCE vers des gestes rapides au vu d’une inflation cœur encore élevée; au Royaume-Uni, le rebond tactique de la livre s’inscrit dans une banque centrale attentive à la normalisation graduelle des pressions nominales. Au Japon, la glissade du yen vers de nouveaux plus hauts de USD/JPY alimente le risque d’une réponse des autorités si les conditions de marché se détériorent davantage, même si la normalisation de la BoJ reste progressive. Enfin, l’aversion accrue pour la volatilité crypto se lit dans la montée des probabilités de fin d’année sous 90 000 dollars pour le Bitcoin, un signal de resserrement des conditions financières sur les poches de risque périphériques.

Market Snapshot (FX, Rates, Commodities)

Sur le FX, le dollar reste ferme après avoir touché des sommets de six mois, même si des prises de profit apparaissent à l’approche des PMI. EUR/USD a effacé une partie de ses pertes et se traite autour de 1,1540, aidé par un léger reflux du billet vert après les données mixtes; EUR/GBP recule vers 0,8810, en

baisse d'environ 0,25 % avec une livre qui reprend du terrain malgré un contexte de croissance fragile; USD/JPY a inscrit un plus haut de onze mois à proximité de 157,88 avant de consolider autour de 157,65; GBP/USD s'est redressé sur fond de re-pricing de la trajectoire Fed; NZD reste pénalisé par les anticipations de baisse RBNZ et le CAD s'affaiblit face au dollar en dépit d'un pétrole plus stable. Les taux américains se maintiennent en zone restrictive avec une pentification tactique pilotée par l'ajustement des anticipations de politique monétaire, la courbe restant sensible à la rhétorique Fed et aux données d'activité imminentes. Du côté des matières premières, l'or a été cité en baisse vers 4 061 dollars, soit - 0,38 %, avant de se réinscrire dans une fourchette étroite autour de 4 080 dollars, avec une amplitude intraday proche de 4 dollars, signe d'un marché qui digère la combinaison d'un NFP robuste et d'un message monétaire plus ferme. Le WTI s'est stabilisé près de 59,70 dollars, en hausse d'environ 0,70 % sur la séance, mais avec une dynamique dont le potentiel haussier demeure limité autour de 2 % tant que le biais macro ne se détend pas; au plan micro, l'annonce d'Exxon d'acquérir 40 % d'un pipeline NGL au Brésil et la promesse de Siemens Energy de rendre 11,5 milliards de dollars à ses actionnaires témoignent d'une discipline capitaliste accrue dans l'énergie et les équipements, favorable à la qualité mais peu catalytique pour la demande physique à court terme. En périphérie risque, les actifs crypto refluent et les valeurs technologiques affichent une volatilité idiosyncratique, avec des épisodes de retournements rapides post-résultats qui s'inscrivent dans un environnement de taux réels élevés. A noter, sur le capital-risque tardif, la capacité à faire émerger des valorisations autour d'1 milliard de dollars illustre une liquidité sélective mais toujours présente pour les dossiers de qualité.

FX Bias

Notre biais directionnel s'infléchit progressivement vers une normalisation du dollar à mesure que la thématique « taux hauts plus longtemps » devient entièrement intégrée et que le momentum macro mondial se stabilise hors des États-Unis. Tactiquement, nous privilégions des achats de risques relatifs sur EUR et GBP contre USD sur repli, la compression des primes de risque et l'amélioration graduelle des balances de paiements offrant un support, tout en reconnaissant que la faiblesse de l'activité en zone euro limite l'ampleur du mouvement. Le yen mérite une approche optionnelle: aux niveaux actuels, la convexité d'un reflux de USD/JPY est attractive, que ce soit via un risque d'intervention ou via une détente graduelle des rendements réels américains si les données se normalisent. Les devises scandinaves restent sous pression relative, NOK et SEK souffrant d'un mix croissance-inflation peu porteur et d'une sensibilité élevée au cycle industriel européen, ce qui nous conduit à préférer l'euro en face. Les antiopodes demeurent divergents, NZD pénalisé par la perspective d'un assouplissement RBNZ et AUD capé par la prudence de la RBA et par un cycle des biens atone. Le CAD manque de catalyseur haussier net tant que le pétrole reste contenu, ce qui plaide pour une approche opportuniste plutôt que directionnelle.

Scénarios Binaires

Le scénario central demeure celui d'un atterrissage nominal ordonné aux États-Unis, avec une croissance qui se modère, une inflation qui se fige autour de 3 % à court terme avant de converger lentement vers 2 %, et une Fed qui temporise jusqu'à ce que le marché du travail confirme sa détente après des prints tels que les 119 000 créations et un chômage à 4,4 %. Dans ce cadre, les rendements américains perdent un

peu de portance au fil des semaines, le dollar rend une partie de ses gains, EUR/USD reste porté par un repositionnement graduel, GBP consolide ses reprises, USD/JPY reflue par à-coups et l'or s'ancre davantage en range autour de ses récents niveaux après l'épisode de -0,38 %. Le scénario alternatif, de probabilité non négligeable, est celui d'une réaccélération cyclique ponctuelle via des surprises haussières sur l'emploi et les PMI qui retardent la désinflation, rehaussent la prime de terme et prolongent le portage dollar. Dans cette configuration, USD/JPY franchit durablement 158 avec un risque d'alerte politique, EUR et GBP butent sous résistance, les devises cycliques restent contenues, l'or demeure vulnérable aux taux réels et le WTI reste cantonné près de 59,70 dollars avec un potentiel haussier limité tant que la demande reste contrainte.

Conclusion

Les catalyseurs immédiats plaident pour une volatilité directionnelle modérée, gouvernée par la granularité des données plutôt que par des chocs de politique. La Fed s'inscrit dans un régime de patience restrictive, le dollar a intégré une bonne part de bonnes nouvelles relatives, et les poches de valeur se déplacent vers des paires où le portage, le momentum macro et le régime de risque/taux deviennent plus symétriques. L'énergie et les métaux précieux devraient évoluer en range tant que l'axe croissance-inflation n'offre pas de signal fort, tandis que la microéconomie de l'énergie — qu'il s'agisse d'un retour de 11,5 milliards de dollars aux actionnaires ou d'investissements ciblés à 40 % dans des infrastructures de flux — conforte une thèse de rendement plutôt que de bêta. La cryptosphère, avec une probabilité accrue d'un prix de fin d'année sous 90 000 dollars, renvoie le même message de sélection.

Implication du desk (en recherche de positions)

Nous privilégions une construction progressive de longues EUR/USD et GBP/USD sur replis, ancrée dans une dissipation graduelle de la prime dollar au fil de la stabilisation des données, avec une gestion stricte du risque autour des publications emploi et PMI. Sur JPY, l'expression via options asymétriques demeure notre vecteur privilégié afin de capter un reflux de USD/JPY induit par une détente des taux réels américains ou par une réaction des autorités si les niveaux s'étirent; la convexité est attractive aux seuils actuels. En croix européennes, nous maintenons une préférence pour EUR contre NOK et SEK en raison d'un mix macro défavorable aux scandinaves, en ciblant des entrées lors de phases de soulagement du risque. Les antiopodes appellent à la patience: NZD reste vendeur sur rebond en amont de la RBNZ, tandis que l'AUD s'envisage davantage en trading tactique que directionnel. Dans les matières premières, nous conservons une approche neutre à légèrement vendeuse sur les rallies de l'or tant que les taux réels ne se détendent pas et une stratégie de range sur WTI autour de 59,70 dollars avec un potentiel haussier estimé limité à environ 2 %. Enfin, la sélectivité demeure de mise côté risque périphérique, l'environnement de financement suggérant de privilégier la qualité, même lorsque des valorisations proches d'1 milliard de dollars réapparaissent dans certains segments.