

# Quand l'offre mondiale reprend la main

Bienvenue  
Chez Vous



**BCVS**

GESTION DE FORTUNE

# Éditorial



C. Raffner

Par **Clara Raffner**  
Stratège BCVS d'investissement

## Le retour de l'offre : un nouveau régime économique

Depuis la crise financière de 2008, les banques centrales vivaient dans un monde obsédé par une seule question : comment soutenir une demande durablement trop faible ? Taux proches de zéro, inflation sous la cible pendant toute la décennie 2010, rendements allemands passés en négatif en 2019... l'offre suivait sans effort la moindre reprise de la demande.

Ce monde a disparu. Depuis la pandémie, les chocs qui dictent la conjoncture viennent d'un manque d'offre, pas de demande : engorgements post-Covid, guerre en Ukraine, attaques en mer Rouge, sécheresses sur le Rhin, droits de douane américains. Et désormais le blocus du détroit d'Ormuz prive le marché d'une voie représentant environ 25 % du commerce maritime mondial de pétrole. À chaque fois, le même mécanisme est à l'œuvre : une diminution de la capacité de production alimente la pression sur les prix.

Ce basculement change les règles du jeu. Les pics d'inflation deviennent plus fréquents, faute de capacités excédentaires pour absorber un choc sans faire monter les prix. La politique monétaire perd en efficacité : baisser les taux stimule la demande, mais ne fait pas revenir les pétroliers par le détroit d'Ormuz. Et la relance budgétaire devient plus inflationniste, avec un effet d'éviction sur l'investissement privé. On en voit déjà un écho avec l'endettement massif des géants technologiques pour l'IA, qui concurrence directement les États sur le marché obligataire.

L'histoire offre un précédent : les deux chocs pétroliers des années 1970. L'embargo de l'OAPC (Organisation des pays arabes exportateurs de pétrole) puis la révolution iranienne avaient fait plus que doubler le baril, à deux reprises, plongeant l'économie mondiale dans la stagflation. Quelle leçon en tirer ? Ce n'est pas un choc isolé qui fait dérailler l'économie, mais la répétition des chocs. À la fin des années 1970, leur accumulation avait fini par désancrer les anticipations d'inflation. Avec Ormuz qui s'ajoute à une série de perturbations déjà longue depuis 2020, la question n'est plus de savoir si l'économie peut encaisser un choc d'offre, mais combien elle peut en encaisser.

Ces épisodes provoquent aussi leurs propres remèdes. Les chocs des années 1970 avaient poussé les États-Unis à devenir exportateurs nets d'énergie ; le blocus actuel pousse déjà plusieurs pays à sécuriser des routes alternatives. Dans un monde piloté par l'offre, la vraie question n'est plus de relancer la demande, mais d'élargir la capacité productive de l'économie.

Le monde a changé de  
moteur : ce n'est plus  
la demande qu'il faut  
soigner, c'est l'offre  
qu'il faut reconstruire.

## Le graphique du mois

Indice mondial de pression sur la chaîne d'approvisionnement



# Investissements

## Positionnement actuel

L'allocation d'actifs tactique est une stratégie d'investissement qui consiste à ajuster temporairement la répartition d'un portefeuille entre différentes classes d'actifs - y compris Obligations, Actions, Alternatifs, en fonction de l'environnement économique et des opportunités de marché.



Évolutions indiquées par les flèches par rapport au mois précédent

## Commentaire d’investissement

Maintien d'un niveau de risque et d'allocation d'actions neutre, selon la décision du mois de septembre et conformément à notre allocation stratégique (SAA).

### Nos dernières décisions incluent les points suivants :

- Nous réduisons notre exposition à l'indice mondial d'obligations gouvernementales, au profit d'obligations étrangères en francs suisses de qualité (investment grade). Cette décision reflète la fragilité budgétaire croissante en zone euro. La France en particulier affiche aujourd'hui un coût de la dette supérieur à sa croissance économique, dans un contexte politique qui ne laisse entrevoir aucune consolidation à court terme. Le marché obligataire suisse, lui, démontre une résistance nettement supérieure face à ces tensions.

# Obligations

Les rendements obligataires à long terme se tendent à travers le monde, alors que les prix d'énergie restent élevés.

La vulnérabilité des finances publiques pèse sur toute la courbe des taux.

L'émission massive de dette liée à l'intelligence artificielle amplifie la pression sur les taux longs.

## Données

|                    | Rendement | Depuis 1 mois<br>(chang. absolu) | 2026<br>(chang. absolu) |
|--------------------|-----------|----------------------------------|-------------------------|
| 10 ans - Suisse    | 0,65 %    | 0.25                             | 0.38                    |
| 10 ans - Allemagne | 3,62 %    | 0.35                             | 1.26                    |
| 10 ans - USA       | 5,16 %    | 0.43                             | 0.59                    |
| 10 ans - UK        | 5,37 %    | 0.22                             | 0.79                    |

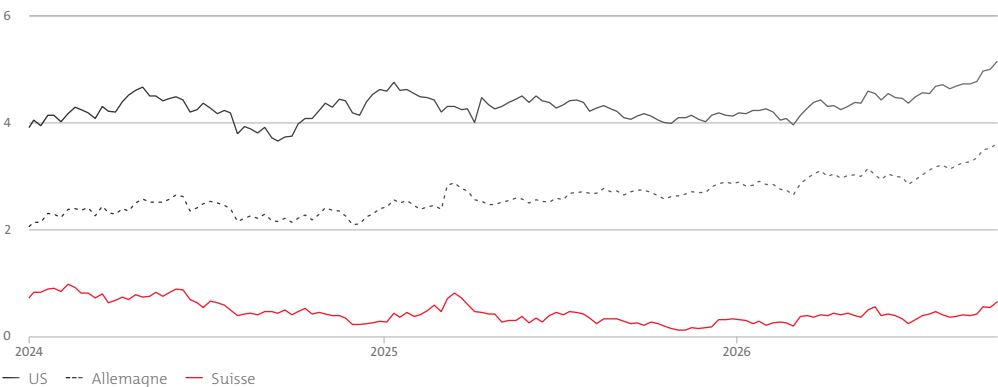
## Dettes publiques : la France sous surveillance des marchés

Les inquiétudes budgétaires alimentent la remontée des taux longs un peu partout dans le monde. En Europe, ces inquiétudes ont une origine précise. Dix-neuf pays partagent la même monnaie, donc le même taux d'intérêt fixé par la Banque centrale européenne (BCE). Un pays en difficulté ne peut plus dévaluer sa monnaie pour retrouver de la compétitivité, comme il aurait pu le faire avant l'euro. Il ne lui reste que deux leviers : réduire ses dépenses ou s'endetter davantage.

La France illustre bien ce piège aujourd'hui. Sa croissance est tombée sous celle de l'Allemagne, et l'Insee (Institut national de la statistique et des études économiques) vient d'abaisser sa prévision pour 2026 de 0,7 % à 0,4 %, après un premier semestre très faible. Pour la première fois depuis la crise de 2008, la dette française coûte désormais plus cher que ce que l'économie ne rapporte : le taux moyen payé sur la dette dépasse la croissance du pays. La France emprunte déjà en bonne partie pour payer les intérêts de sa dette existante, et plus de la moitié de celle-ci est détenue par des investisseurs étrangers. Or, dans un contexte politique qui ne laisse entrevoir aucune consolidation à court terme, les investisseurs demandent logiquement un taux d'intérêt plus élevé pour continuer à prêter à l'État français. L'écart de taux avec l'Allemagne n'a d'ailleurs cessé de se creuser depuis 2020. Le piège se referme ici : plus ce taux exigé par les marchés augmente, plus la dette coûte cher à financer, ce qui aggrave encore le problème de départ. Les marchés obligataires surveillent de très près cet engrenage, où chaque facteur nourrit le suivant.

Aux États-Unis, la logique est différente. La dette y est tout aussi considérable, mais la croissance reste solide, portée par l'investissement dans l'intelligence artificielle et un marché du travail robuste.

## Taux des emprunts étatiques 10 ans, en %



Source : Refinitiv Datastream, BCVS



# Actions

Un environnement toujours résilient, mais fragilisé par le choc pétrolier, qui remet en question la désinflation et ravive les risques de tendance stagflationniste.

Aux États-Unis, une économie solide, mais confrontée à un arbitrage plus complexe pour la Fed entre inflation et ralentissement de la croissance.

## Données

|            | Depuis 1 mois<br>(en monnaie locale) | 2026<br>(en monnaie locale) | 2026<br>(en CHF) |
|------------|--------------------------------------|-----------------------------|------------------|
| Monde      | -0,2 %                               | 13,3 %                      | 18,5 %           |
| Suisse     | -3,2 %                               | 8,5 %                       | 8,5 %            |
| Zone euro  | -2,1 %                               | 12,1 %                      | 13,8 %           |
| États-Unis | 1 %                                  | 14 %                        | 19,2 %           |

## La technologie, fer de lance du nouveau cycle d'investissement

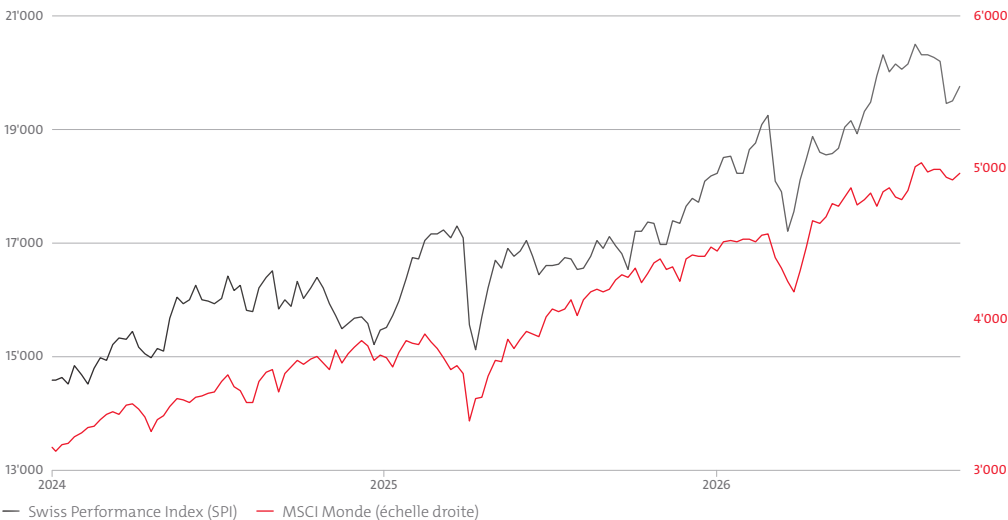
Les valeurs technologiques, portées par l'intelligence artificielle, continuent de tirer les marchés actions. Une part croissante de cette performance ne repose plus seulement sur la promesse de bénéfices futurs, mais elle reflète des investissements bien réels et déjà engagés.

Les grands groupes technologiques dépensent en effet des sommes considérables pour construire des centres de données, sécuriser de la capacité électrique et financer l'extension des usines de semi-conducteurs. Nvidia a par exemple publié un chiffre d'affaires trimestriel record, confirmant que la demande sous-jacente pour ces infrastructures reste bien réelle. Autrement dit, une bonne partie de ce qui alimente le rallye tech relève désormais de la construction concrète de capacités de production, plutôt que de simples anticipations.

Ce mouvement ne profite pas qu'à la tech. Les valeurs industrielles et les producteurs de matières premières tirent également parti, car ces investissements se traduisent par des commandes bien tangibles : câbles, turbines, acier, cuivre, systèmes de refroidissement. Plusieurs études notent d'ailleurs un regain d'intérêt pour ces secteurs cycliques depuis le début de l'année, en parallèle du rallye technologique plutôt qu'à ses dépens.

Ce cycle d'investissement reste toutefois sous surveillance. Le marché commence à s'interroger sur la capacité des grands groupes technologiques à financer ces dépenses colossales dans la durée, notamment via un recours croissant à la dette, et certains observateurs y voient les prémices d'un excès de valorisation. Tant que les résultats trimestriels continuent de confirmer la demande pour l'IA, ce doute reste secondaire. Mais c'est certainement le point à surveiller pour les prochains mois.

## Actions Suisse et Monde (Indice de prix)



# Alternatifs

Placements alternatifs : diversifier au-delà du traditionnel.

Les alternatifs offrent une diversification attrayante.

Nous restons investis dans l'or et l'immobilier suisse.

L'immobilier reste une vedette discrète du rendement.

| Données                  | Prix  | Depuis 1 mois | 2026   |
|--------------------------|-------|---------------|--------|
| Immobilier ind. Suisse   | 215   | -1,2 %        | -3 %   |
| Cours en dollar par once | 4'280 | -7,6 %        | -1 %   |
| Pétrole (WTI)            | 85    | 1,6 %         | 48,9 % |

## Le pétrole retrouve des couleurs, avant de redescendre

Le baril s'est retrouvé au-dessus de 100 dollars ces dernières semaines, porté par la résurgence des tensions autour du détroit d'Ormuz, avant de redescendre un peu sans revenir à ses niveaux de début d'année. Le risque d'une hausse des prix reste bien réel. La situation peut encore s'aggraver à tout moment. En témoignent les attaques qui perturbent désormais aussi le trafic maritime au large du Yémen, une autre route clé pour le transport du pétrole, et des frappes visant des raffineries russes parfois très loin du front. De plus, aucune des parties engagées dans le conflit ne montre de volonté claire d'apaiser les tensions.

Une envolée plus forte des prix est limitée pour l'instant par les pays consommateurs qui ont surtout réduit leur propre consommation plutôt que de puiser massivement dans leurs réserves stratégiques. Un tel ajustement a permis d'absorber une bonne partie du choc sans épuiser les stocks disponibles. Mais cette marge de sécurité n'est pas illimitée. Un pétrole durablement plus cher continue de se voir très concrètement à la pompe, les prix de l'essence sont proches de leurs records aux États-Unis. Il s'agit de l'une des raisons qui alimentent les craintes d'inflation et qui ont poussé plusieurs banques centrales, dont la Fed (Réserve fédérale), à reprendre leurs hausses de taux.

La Suisse se distingue toutefois nettement dans ce contexte. Le pays reste l'un des moins exposés d'Europe aux matières premières énergétiques, aussi bien du côté de sa consommation que de sa production. Certes, le prix du mazout ou du diesel a lui aussi fortement augmenté cette année, jusqu'à plus de 50 % sur un an pour le mazout. Mais le poids de ces postes dans le panier de consommation suisse reste si faible que leur contribution à l'inflation globale demeure marginale. C'est l'une des raisons structurelles pour lesquelles l'inflation suisse reste sous contrôle, à l'inverse de ce qu'on observe ailleurs en Europe ou aux États-Unis.

Évolution des prix de l'or



Évolution des prix des fonds de l'immobilier



Source : Refinitiv Datastream, BCVS



# Devises

🔗 Dans un contexte économique mondial instable, le franc suisse demeure un pilier de stabilité.

🔗 Le yen : une des devises qui a le plus bougé cet été

## Données

|           | Taux de change | Depuis 1 mois | 2026  |
|-----------|----------------|---------------|-------|
| EUR / CHF | 0.945          | 0,7 %         | 0,6 % |
| USD / CHF | 0.828          | -1,8 %        | 1,3 % |

## Le franc, nouvelle devise de financement du carry trade ?

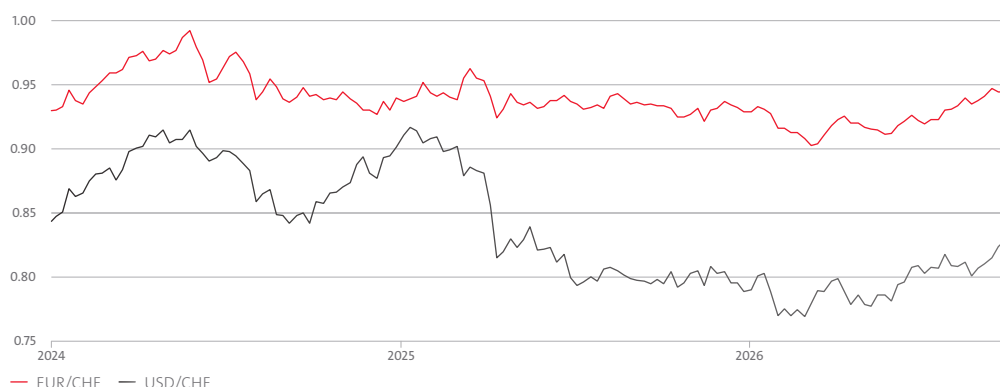
Le franc s'est affaibli face au dollar ce mois-ci, retombant à ses niveaux les plus bas depuis plus d'un an. Face à l'euro, le mouvement est plus nuancé : après avoir atteint un plus haut annuel mi-septembre, il a depuis regagné un peu de terrain, la baisse des prix du pétrole ayant tempéré les attentes de hausse de taux de la BCE.

La cause principale reste l'écart de taux qui se creuse avec les États-Unis. Le marché attend désormais une probabilité nettement plus élevée d'une nouvelle hausse de la Fed en octobre, tandis que la BNS (Banque nationale suisse) vient de maintenir son taux à 0 %.

Un taux aussi bas pèse sur une devise de deux façons : directement, en la rendant peu rémunératrice à détenir ; et indirectement via le carry trade, où un investisseur emprunte des francs à taux quasi nuls, puis les vend pour investir dans une devise mieux rémunérée - une vente qui pèse à son tour sur le franc. Cette combinaison a longtemps maintenu le yen dans une position structurellement faible. Le franc commence justement à être évoqué comme un possible substitut, la Banque du Japon ayant récemment resserré sa politique monétaire et rendu le yen moins intéressant pour ce type de stratégie.

Le franc reste toutefois une valeur refuge par nature : tout regain de tensions, au Moyen-Orient ou sur le plan politique en Europe, pourrait déclencher un retour d'achats tout aussi brutal que le repli actuel face au dollar.

## Taux de change



# En Suisse

## Banque nationale suisse : le luxe de la patience

La BNS a maintenu son taux à 0 % en septembre, mais laisse entendre qu'un taux modérément positif pourrait être envisagé l'an prochain, sans s'y engager. L'inflation a accéléré à 0,8 % en août, principalement sous l'effet de l'énergie, et la BNS l'attend autour de 0,7 % pour 2026 et 0,8 % pour 2027 et 2028 - donc toujours dans sa fourchette cible. Un choc énergétique isolé ne justifierait pas à lui seul une hausse ; la BNS surveille surtout un possible effet de second tour sur les salaires, qu'elle juge pour l'instant limité.

Le franc s'est par ailleurs affaibli ces derniers mois, ce qui semble réduire la pression sur la BNS pour intervenir sur le marché des changes. Côté croissance, le PIB suisse a nettement accéléré au deuxième trimestre, porté notamment par la chimie-pharma, et la BNS table désormais sur 1,5 % à 2 % pour 2026. Avec un écart de taux toujours marqué face à la zone euro, une certaine marge de manœuvre pourrait se dessiner en 2027 pour sortir progressivement de la politique de taux zéro.

**Données**

28 septembre 2026

**Rédaction**

**Gero Jung**  
Responsable BCVS de  
la stratégie d'investissement

**Clara Raffner**  
Stratège BCVS d'investissement

Banque Cantonale du Valais  
Place des Cèdres 8, 1950 Sion

**Bienvenue  
Chez Vous**



**BCVS**

**GESTION DE FORTUNE**



**Besoin de conseils  
de nos spécialistes ?**

[www.bcv.s.ch/produits-investissement](http://www.bcv.s.ch/produits-investissement)