

# POINT FORT

## Intelligence artificielle, Fed, BNS, immobilier, les prévisions 2026 des stratégistes de l'Isag

**MACROÉCONOMIE.** Pérennisation des droits de douane, relance budgétaire européenne et changement des politiques monétaires, les attentes de trois spécialistes genevois.

Frédéric Lelièvre,  
Alexandre Roch et Laure Wagner

La perspective des élections de mi-mandat, en novembre 2026, fait entrer l'économie américaine dans une zone de fortes turbulences politiques, budgétaires et monétaires. Les choix du président Donald Trump pèsent bien au-delà des frontières américaines. Telle est l'analyse de Valérie Lemaigre, économiste en chef de la Banque cantonale de Genève (BCGE), Adrien Pichoud, responsable de la gestion obligataire de la banque Syz, et John Plassard, responsable des stratégies d'investissement et associé de la banque Cité Gestion. Les trois membres de l'Association des stratégistes d'investissement de Genève (Isag) s'interrogent sur les prochaines actions de la Banque nationale suisse (BNS) et les perspectives du marché actions américain. Deuxième partie du débat trimestriel avec L'Agefi.

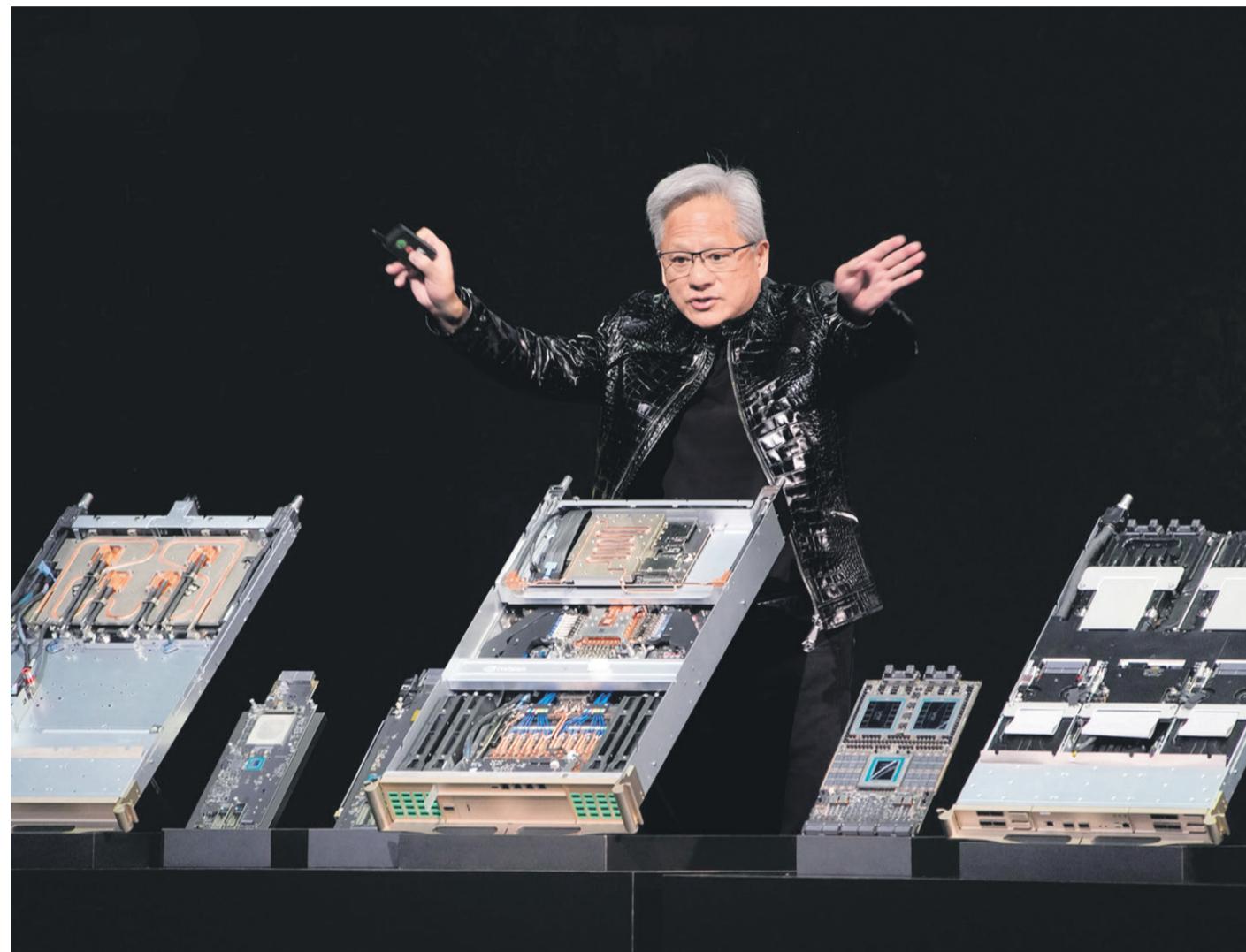
### L'enjeu des «midterms» aux Etats-Unis

■ La Cour suprême américaine examine la légalité des tarifs douaniers imposés par Donald Trump, au nom de l'International Emergency Economic Powers Act (IEEPA), qui a déjà été remis en question par des tribunaux inférieurs. Le président américain peut-il être débouté au niveau fédéral?

**Adrien Pichoud (AP):** Il est difficile d'avoir une opinion juridique. Même si le recours à la loi IEEPA était rejeté, l'esprit des mesures resterait. Si la décision est défavorable, un autre moyen sera trouvé pour maintenir la même logique. Le point essentiel est que le message a déjà été envoyé aux entreprises étrangères: pour vendre aux Etats-Unis, il faut produire aux Etats-Unis.

**John Plassard (JP):** C'est un faux débat. Les droits de douane sur les produits chinois instaurés lors du premier mandat de Donald Trump ont été conservés, voire augmentés, par l'administration suivante, celle de Joe Biden. Je ne vois pas de retour en arrière. Une rétroactivité serait ingérable: il faudrait rembourser les entreprises taxées. Dans les faits, nous vivrons avec un plancher de 15% sur les importations européennes et suisses, sous une forme ou une autre.

**Valérie Lemaigre (VL):** Donald Trump a besoin de



**Jensen Huang.** Lundi, le directeur général de Nvidia, plus grand fournisseur de l'industrie de l'intelligence artificielle, a présenté de nouvelles puces plus rapides et moins gourmandes en énergie. Malgré sa forte valorisation, ce secteur est considéré comme incontournable par John Plassard.

«Donald Trump fera tout pour gagner les élections [de mi-mandat].

Nous pourrions assister à une relance budgétaire massive, créant un surplus de croissance en 2026.»

**Adrien Pichoud**  
Responsable de la gestion obligataire de la banque Syz



recettes fiscales et il cherche à les dégager auprès de ses partenaires commerciaux. Il doit obtenir des résultats avant les élections de mi-mandat. Par ailleurs, l'enjeu de ces «midterms» est le suivant: rendre l'immobilier accessible. La moyenne d'âge des nouveaux acquéreurs est de 59 ans et plus de 30% du patrimoine américain est détenu par les plus de 70 ans. En 2026, la question centrale ne sera pas uniquement le marché de l'emploi mais la manière de gérer le patrimoine et la solvabilité immobilière des ménages. La dynamique pourrait même

■ Ces élections parlementaires auront lieu en novembre 2026.

Quel changement pourraient-elles marquer?

**VL:** Sans entrer dans les trajectoires politiques, rien n'indique clairement qu'une victoire ou une défaite serait positive ou négative pour l'économie américaine.

**JP:** Historiquement, les électeurs challengent presque toujours le pouvoir en place lors des «midterms». Dans

20 des 22 derniers scrutins, au moins une des deux chambres du Congrès a basculé dans l'opposition. Une des deux exceptions concerne l'après-11 septembre 2001, lorsque George W. Bush avait été entièrement soutenu. Les interprétations trop rapides peuvent toutefois avoir des effets sur les marchés, le dollar ou même la politique monétaire, surtout si une majorité change de camp. C'est une véritable boîte noire.

**AP:** Un autre scénario est possible: Donald Trump fera tout pour gagner ces élections. Nous pourrions assister à une relance budgétaire massive, créant un surplus de croissance en 2026. Dans un tel contexte, la Réserve fédérale (Fed) aurait moins de raisons de baisser les taux. La dynamique pourrait même

devenir explosive, au sens économique, pour satisfaire le plus grand nombre d'électeurs jusqu'à novembre. Si le président américain parvient à obtenir une majorité après les «midterms», les deux dernières années de son mandat pourraient ensuite être marquées par un agenda plus idéologique qu'économique, notamment sur l'immigration ou les questions sociétales.

■ Quittons les Etats-Unis pour l'Union européenne. Dans votre synthèse, vous êtes un peu plus pessimistes que la Commission européenne sur la croissance. Pourquoi cette prudence?

**AP:** Le problème de l'Europe, c'est son manque d'efficacité et de coordination, y compris pour soutenir l'activité. L'Allemagne a annoncé un tournant budgétaire majeur, avec des montants de 600 à 1000 milliards d'euros en faveur de la défense ou de la transition énergétique. Mais les discussions au Bundestag s'enlisent et la coalition chancelle. Pendant que les Etats-Unis, la Chine ou le Japon utilisent pleinement la relance pour soutenir leur croissance nominale, l'Europe peine à transformer ses programmes en actions concrètes.

**VL:** Le fonctionnement des programmes européens explique une partie du retard.

Pour débloquer les fonds, un pays doit présenter un projet financé par son propre budget. La France ne dispose ni d'un budget ni de projets. Elle n'a donc toujours pas dépensé ce qui lui était alloué. L'Allemagne avance très lentement pour les mêmes raisons. A l'inverse, l'Italie, l'Espagne ou le Portugal ont enclenché des investissements. Ces pays périphériques deviennent moteurs, tandis que les grandes économies sont ralenties par leur rigidité budgétaire.

**AP:** Les causes de l'immobilisme en France et en Allemagne sont différentes, mais le résultat est le même. Les investissements productifs manquent et pèsent sur la croissance actuelle et future de l'Europe, quand les autres grandes économies utilisent activement la politique budgétaire pour soutenir les perspectives de croissance.

■ Les pays occidentaux continueront-ils à creuser leur dette et faut-il s'en inquiéter?

**JP:** Dire qu'il faut dépenser est une chose; comprendre pourquoi et comment on dépense en est une autre. Donc la question centrale n'est pas

de réduire artificiellement le déficit, mais d'investir pour générer un retour. Par exemple, le président français Emmanuel Macron a annoncé 105 milliards d'euros d'investissement dans l'intelligence artificielle: mais on ne sait pas s'il s'agit de fonds publics ou privés. On ne connaît pas non plus le calendrier.

En Europe, les moteurs actuels de la croissance sont la défense, les énergies renouvelables et l'industrie de pointe. Le débat que nous avons aujourd'hui est le même que celui d'il y a un an: l'Union européenne n'a pas assez investi après la crise du début des années 2010 et s'est retrouvée dépendante du gaz russe.

**AP:** La dynamique de dette publique est mauvaise, mais l'endettement privé est faible. Certaines entreprises françaises empruntent même moins cher que l'Etat. Le problème est donc concentré sur les finances publiques.

Ensuite, le niveau de dette n'a de sens que s'il est rapporté à la croissance nominale. Un déficit inférieur ou équivalent à la croissance nominale n'est pas immédiatement problématique. Le risque apparaît seulement en cas de choc exogène, comme une crise financière. Sans choc de ce type, je ne vois pas de crise liée à la dette publique en 2026 ou en 2027.

### Vers un renversement monétaire

■ Quelles sont les attentes en matière de politique monétaire en 2026 aux Etats-Unis et en Europe?

**JP:** Aux Etats-Unis, si le consensus actuel évoque deux baisses de taux pour l'année 2026, les «dot plots», ou nuage de points en français (*ndlr: référence au graphique des votes des gouverneurs de la Fed*), parient sur seulement une baisse si l'emploi reste bien orienté et que l'inflation se stabilise sans dépasser nettement 3,5%-4%. L'idée est que la Fed reste relativement prudente pour garder des marges de manœuvre en cas de choc potentiel. Dans ce scénario, marchés et économie pourraient continuer à bien se comporter malgré une banque centrale plus attentiste. Il est cependant probable que Donald Trump ait une politique plus électoraliste en 2026 dans la perspective des élections de mi-mandat, distribuant des aides à large échelle, ce qui pourrait influer sur la consommation domestique.

**VL:** Une baisse de taux de la Fed me semble tout à fait

cohérente avec le scénario central. En revanche, si l'on devait aller vers trois baisses ou davantage, cela poserait question et indiquerait que l'environnement se dégrade plus qu'attendu. Dit autrement, avec deux baisses, la politique monétaire américaine se rapprocherait d'un niveau «neutre», un terrain sur lequel la Banque centrale européenne (BCE) se trouve déjà. Aux Etats-Unis, le point clé à surveiller est moins le nombre mensuel de créations d'emplois que le taux de chômage, parce que plusieurs analyses montrent qu'il faut désormais bien moins de créations nettes pour le stabiliser.

**« Ce n'est pas qu'un sujet européen, après le cycle mondial de baisses des deux dernières années. L'année 2026 marquerait la fin de la tendance baissière pour beaucoup de banques centrales. »**

**Valérie Lemaigre**  
Economiste en chef  
de la BCGE



Du côté de la BCE, un ajustement ne deviendrait probable qu'en cas de choc dû à une dégradation de l'emploi susceptible de raviver des pressions déflationnistes. A l'inverse, un choc inflationniste majeur, par exemple via les matières premières ou un cycle d'investissement repartant plus vite que prévu, pourrait interrompre la stabilité des taux. Isabel Schnabel, membre de son directoire, souligne d'ailleurs que le prochain mouvement sera plutôt une hausse, sans pour autant en fixer l'horizon, afin d'ancre le message que la phase de baisse est terminée. Plus largement, ce n'est pas qu'un sujet européen, après le cycle mondial de baisses des deux dernières années. L'année 2026 marquerait la fin de la tendance baissière pour beaucoup de banques centrales, comme celle de l'Australie, du Canada ou du Japon, basculant vers une stabilisation ou une possible hausse, si croissance et inflation résistent.

**■ Et qu'en sera-t-il de la BNS qui a laissé son taux directeur à 0% lors de sa réunion de décembre?**

**VL:** Je pense que la BNS va temporiser, car elle n'a pas vocation à donner un signal auprès de ses homologues. Les conditions de déflation ne sont pas remplies. Le franc

est fort, mais actuellement c'est la seule devise de réserve avec des taux d'intérêt aussi faibles. Certains prétendent que le franc pourrait même servir de devise de financement des «carry trade», source de dépréciation. Le risque est probablement limité. Et si la BCE n'abaisse plus ses taux, voire les remonte à terme, cela réduit aussi la pression sur la BNS. A court terme, le franc est dans une position plutôt confortable.

## L'immobilier suisse comparé aux actions américaines

**■ Les taux hypothécaires de long terme sont de 1% à 5 ans et de 1,4% à 10 ans. Pensez-vous qu'ils vont suivre la baisse des taux directeurs comme c'est souvent le cas?**

**VL:** Je ne m'attends pas forcément à une baisse. Les taux hypothécaires fixes ne suivent pas mécaniquement le taux directeur mais se construisent par tranche avec le rendement de la Confédération à 10 ans, les taux swap (ndlr: les taux de marché utilisés par les banques pour couvrir le risque de taux sur la durée des crédits) et la marge retenue par chaque banque. Or même si le taux auquel emprunte la Confédération a beaucoup baissé, les taux swap et la prime de risque bancaire se sont normalisés après la reprise de Credit Suisse par UBS, ce qui a compensé une partie de la baisse des taux. Au total, les taux hypothécaires actuels sont plutôt «normaux». L'anomalie se situe davantage sur le rendement de la Confédération, exceptionnellement bas.

**■ Les prix de l'immobilier résidentiel suisse continuent d'augmenter. La BNS a averti qu'un risque de correction de 20% à 40% est à prendre en considération.**

**Etes-vous de son avis?**  
**VL:** Je ne vois pas un tel risque se profiler. La BNS a relancé la hausse des prix en adoptant une politique monétaire trop accommodante. Ainsi, le crédit repart, les prix accélèrent plus vite que les revenus et les loyers, ce qui constitue un risque de stabilité financière. Mais cela ne signifie pas une correction imminente. Pour voir une baisse de cet ordre-là, il faudrait soit un choc sur l'emploi, soit un excès d'offre, or les taux de vacance sont historiquement bas dans notre pays et les prix continuent même de progresser à Genève. Seules une forte hausse des taux ou une montée du chômage provoquent une vraie correction.

**JP:** Il ne faut pas oublier non plus que l'immobilier suisse est aussi considéré comme un actif refuge, notamment depuis le Covid, ce qui a encore poussé les prix à la hausse.

**VL:** A long terme, les facteurs démographiques seront déterminants. Que feront les nouvelles générations et les personnes qui partent à la retraite de leurs logements et de leur patrimoine? Ce sont ces tendances-là qui façonnent la structure des prix, mais elles ne sont pas encore visibles.

**cette année. L'Isag continue de surpondérer les actions américaines. Est-ce le signe que vous ne voyez pas de correction à venir?**

**JP:** Je ne crois pas du tout à l'existence d'une bulle. Pour moi, nous sommes dans une révolution technologique et industrielle liée au développement de l'IA avec des réajustements, mais la surpondération du marché américain est une quasi-obligation quand on considère le marché des actions.

## ■ Quel est le potentiel de la classe obligataire?

**AP:** L'environnement est plutôt neutre pour la classe obligataire. Avec une inflation supérieure à 2% (ndlr: aux Etats-Unis et dans l'UE), les obligations gouvernementales de long terme n'offrent plus une vraie diversification face aux actions. Dans un scénario de croissance solide sans récession, nous privilégions les maturités courtes à moyennes, sur les obligations d'entreprise et la dette émergente, où la sélection des émetteurs permet encore de créer de la valeur. On peut descendre en qualité de crédit pour améliorer le rendement des portefeuilles, en restant très attentif aux fondamentaux. ■

**« Je ne crois pas du tout à l'existence d'une bulle. Pour moi, nous sommes dans une révolution technologique et industrielle liée au développement de l'IA. »**

**John Plassard**

Responsable des stratégies d'investissement et associé de la banque Cité Gestion



**■ Le débat sur l'existence d'une bulle dans l'intelligence artificielle (IA) connaît peut-être son épilogue**

## ÉTATS-UNIS EN TÊTE POUR LA CROISSANCE ET L'INFLATION

### CROISSANCE DU PIB 2026

	Minimum	Médiane	Maximum
Etats-Unis	1,70%	2,00%	2,80%
Suisse	1,00%	1,20%	1,30%
Zone euro	0,50%	1,20%	1,30%

### INFLATION 2026

	Minimum	Médiane	Maximum
Etats-Unis	2,70%	2,90%	3,00%
Suisse	0,40%	0,50%	0,60%
Zone euro	1,70%	1,80%	1,90%

### OBJECTIFS OCTOBRE 2026

	Minimum	Médiane	Maximum	Tendance à court terme
EUR/USD	1,12	1,20	1,30	stable
EUR/CHF	0,90	0,91	0,92	pas de majorité
BNS taux directeurs, %	-0,25	0,00	0,25	stable
Taux Fed Funds, %	0,03	3,25	3,50	baissière
ECB Refi, %	0,02	1,75	2,00	stable
Oblig. Trésor US 10a, %	0,05	4,00	4,40	stable
Confédération 10a, %	0,00	0,30	1,50	hausse
German Bund 10a, %	0,03	2,60	3,00	stable
S&P500	7000	7300	7800	hausse
SMI	13.000	13.400	14.200	hausse
Or, USD/once	4200	4500	5000	hausse

### PORTEFEUILLE

	Moyenne	Majorité
Liquidités	0 1 2	sous-pondéré
Obligations publiques	6 16 31	sous-pondéré
Obligations privées	10 19 28	sur-pondéré
Actions	42 49 55	sur-pondéré
dont Europe*		sur-pondéré
dont Etats-Unis*		sur-pondéré
dont Japon*		neutre
dont émergents*		sur-pondéré
Matières premières	3 5 7	sur-pondéré
Alternatifs	5 10 19	sur-pondéré
Total	100	

\*Pondération relative au 'benchmark' du répondant

Prévisions des membres de l'Association des stratégistes de Genève (Isag)