

# BRUELLAN PANORAMA

Q2/2023



PERSPECTIVES TRIMESTRIELLES / AVRIL / MAI / JUIN 2023

GARDER LE CAP: NAVIGUER À TRAVERS LE CYCLE DE RESSERREMENT  
MONÉTAIRE ET LES TURBULENCES BOURSIÈRES

## SUISSE

UN ENSEMBLE BIEN  
FRAGILE, MAIS...

## EUROPE

EN ÉQUILIBRE SUR  
UNE ÉTROITE LIGNE  
DE CRÊTE

## ETATS-UNIS

RETOURNEMENT DE  
CYCLE EN VUE?

## ASIE

COMMENT SE PASSE  
LA RÉOUVERTURE DE  
L'ÉCONOMIE CHINOISE?



# TABLE DES MATIÈRES

- 04 Editorial**  
Garder le cap: Naviguer à travers le cycle de resserrement monétaire et les turbulences boursières
- 06 Performances des marchés & grilles d'allocation**
- 10 Suisse**  
Un ensemble bien fragile, mais...
- 12 Europe**  
En équilibre sur une étroite ligne de crête
- 14 Etats-Unis**  
Retournement de cycle en vue?
- 16 Asie**  
Comment se passe la réouverture de l'économie chinoise?
- 18 Obligations**
- 22 Disclaimer**
- 23 Où nous trouver**

## ÉDITORIAL

# GARDER LE CAP: NAVIGUER À TRAVERS LE CYCLE DE RESSERREMENT MONÉTAIRE ET LES TURBULENCES BOURSIÈRES

FLORIAN MARINI, CFA, CMT / CHIEF INVESTMENT OFFICER

En 2023, l'inflation – et son impact sur les taux d'intérêt – est la variable déterminante à surveiller. Le souci étant que des nouvelles économiques positives pourraient ne pas être considérées comme telles, si elles impliquent que l'inflation ne faiblit pas et que les banques centrales devront maintenir les taux d'intérêt à un niveau durablement plus élevé. Heureusement, les risques importants que constituaient la crise énergétique en Europe, les confinements en Chine et la spirale inflationniste sont désormais écartés.

Après un fort ralentissement en 2022, la Chine devrait enregistrer un solide rebond cette année sur fond de réouverture post-Covid. Depuis janvier, les estimations de croissance de son PIB pour 2023 ont déjà été revues à la hausse, de 4,8% à 5,3%. Contrairement à de nombreuses autres grandes économies, la Chine est parvenue à maîtriser son taux d'inflation, laissant à ses dirigeants une plus grande marge de manœuvre en matière de relance budgétaire et monétaire, des mesures qui ont dopé les dépenses de consommation et les investissements.

Une économie mondiale qui donne en effet des signes encourageants de reprise. En octobre 2022, seuls 24% des pays affichaient des indices PMI manufacturiers en territoire expansionniste. Fin février, ce ratio était passé à 45%. Le secteur des services, dont la contribution à l'économie s'est avérée cruciale dans la phase d'après-pandémie, a connu une légère décélération l'an dernier mais rebondit fortement depuis début 2023, 88% des pays faisant désormais état d'un PMI des services en territoire expansionniste. Pourtant, après cinq mois de contraction, les indices PMI mondiaux, le manufacturier comme celui des services, sont de nouveau en territoire expansionniste, réduisant le risque de récession mondiale en 2023.

Les pressions inflationnistes ont atteint un pic en juin 2022 et, malgré quelques facteurs atténuants, leur décélération nous semble appelée à se poursuivre. La crise énergétique en Europe s'est quelque peu atténuée, avec un approvisionnement constant en gaz naturel liquéfié (GNL), entraînant un recul significatif des prix du gaz. En outre, la baisse de prix du pétrole brut a contribué à faire descendre le prix de l'essence. Nous prévoyons une offre plus importante de céréales en 2023, ce qui devrait amener à un repli de l'inflation des denrées alimentaires au cours des prochains mois. L'inflation des services, principalement imputable à l'inflation des logements et aux salaires, continue certes d'augmenter, mais nous anticipons un renversement de cette tendance.

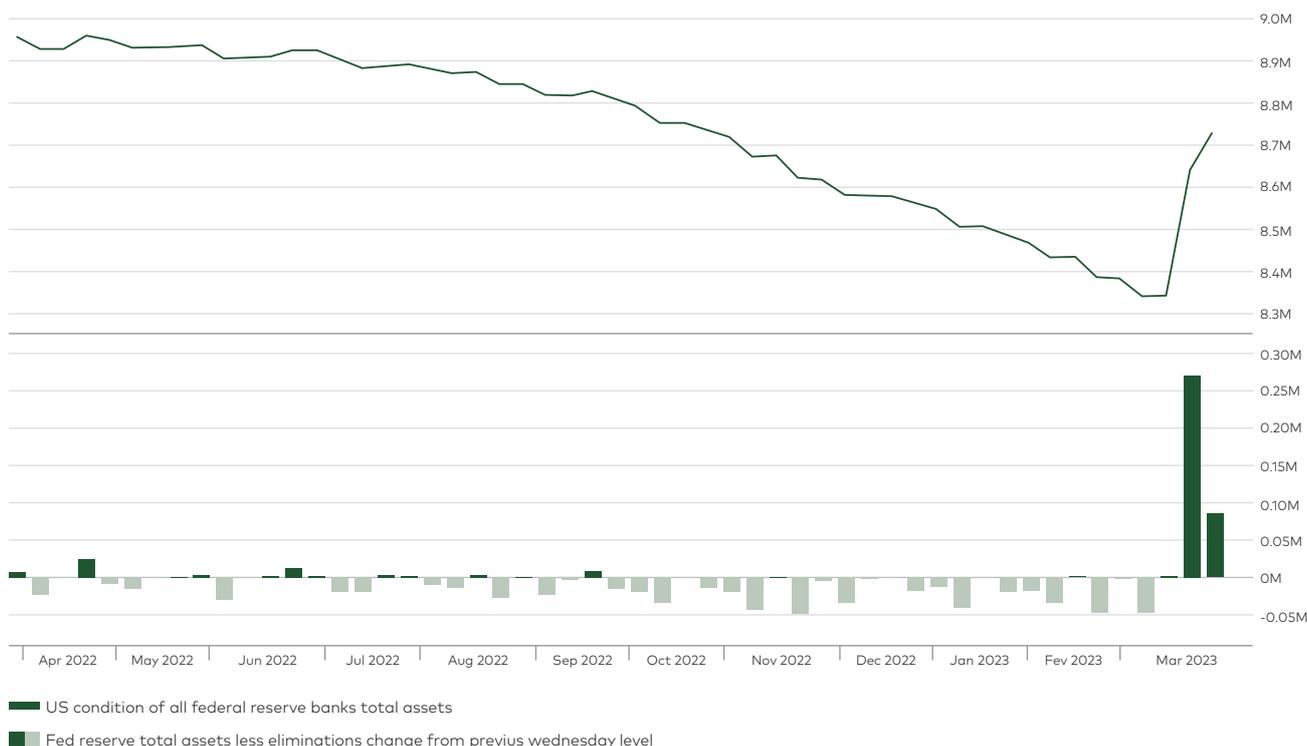
L'inflation tendant à s'atténuer, il est probable que la Réserve fédérale (FED) adopte un ton plus accommodant. La Banque centrale européenne (BCE), qui a été relativement lente à répondre aux pressions inflationnistes sur le vieux continent, devrait suivre mais avec quelques mois de retard. En revanche, les banques centrales des marchés émergents, comme la Banque populaire de Chine (PBoC), ne sont pas confrontées à des pressions inflationnistes prononcées et pourraient prendre des mesures pour stimuler leurs économies.

S'agissant des récentes faillites bancaires, notre analyse est la suivante: bien que le cycle de resserrement monétaire puisse maintenir les banques sous pression, la situation actuelle n'est pas comparable à celle de 2008. Tout d'abord, il est important de noter que l'enjeu aujourd'hui n'est pas lié à l'endettement et aux investissements risqués comme en 2008. Dans le cas présent, le problème réside dans les retraits de dépôts par des clients, contraignant les banques à vendre à perte leurs obligations de haute qualité avant échéance – et transformant un manque de liquidités en un problème de solvabilité. Deuxièmement, force est de reconnaître que les régulateurs et la Réserve fédérale ont pris des mesures rapides pour adresser le problème de liquidité et rétablir la confiance dans le système financier. Troisièmement, depuis la crise financière mondiale, de nouvelles réglementations ont été imposées pour renforcer la capitalisation des banques, réduire l'endettement et accroître la transparence des transactions financières. Le ratio des fonds propres et des réserves publiées par rapport au total des actifs pondérés en fonction des risques (ratio Tier one) des banques européennes est ainsi passé de 8% en 2008 à 16,8% aujourd'hui.

La croissance bénéficiaire des entreprises devrait pour sa part, après le bon cru de 2022, subir une certaine pression cette année, du fait de l'érosion des marges. Les attentes bénéficiaires ont déjà reculé de 5% depuis le pic atteint au 4<sup>e</sup> trimestre 2022 et les révisions à la baisse sont appelées à se poursuivre. Il s'ensuit que les valorisations, à partir de leurs niveaux actuels plus attractifs, devraient se tendre – sous l'effet conjugué de la hausse des cours boursiers et de la faible croissance bénéficiaire.

En conclusion, bien que les cycles de resserrement monétaire causent toujours un certain stress financier, nous ne croyons pas être au début d'une nouvelle crise financière. La plupart des économies se remettent de leur ralentissement

**Du resserrement quantitatif à l'assouplissement quantitatif:  
L'impact sur le bilan de la Fed de la nouvelle facilité de liquidité, permettant aux banques d'emprunter  
sur leur portefeuille obligataire**



de 2022 et se renforcent. Notre scénario de pressions inflationnistes allant diminuant se réalise, ce qui devrait conduire à un changement de ton des banques centrales et à des baisses des taux d'intérêt (d'autant plus vu le récent stress dans le système bancaire). Les actifs risqués comme les actions devraient donc rester intéressants cette année. À plus long terme (2024-2025), cependant, une deuxième vague d'inflation et de resserrement des banques centrales pourrait se produire. De fait, quand bien même la première vague d'inflation a peut-être atteint son apogée, le choc de la pandémie de 2020 est susceptible d'engendrer des répercussions pendant plusieurs années avant que le système ne se stabilise complètement, ce qui expose les banques centrales à un risque d'erreurs.

En matière d'allocation régionale, nous maintenons une position neutre, même si les valorisations des actions européennes paraissent plus intéressantes que celles de leurs homologues américaines. A ce stade, nous ne disposons pas d'une visibilité suffisante quant à la sévérité et la durée de la récession pour surpondérer la région.

Quant à l'allocation sectorielle, nous continuons à adopter une approche de type «barbell». Cela dit, nous avons réduit

notre exposition à l'énergie de surpondérée à neutre, compte tenu des conditions actuelles du marché. Et nous maintenons notre sous-pondération de la consommation courante, qui semble trop richement valorisée. Nous restons optimistes quant aux opportunités offertes par les segments plus cycliques de l'économie, en particulier les secteurs de l'industrie, de la consommation discrétionnaire et des technologies de l'information, et ce d'autant plus après la correction subie en février-mars.

Enfin, d'un point de vue thématique, nous estimons que le secteur de l'aérospatiale et de la défense est intéressant, vu les importants investissements prévus au cours de la prochaine décennie. En outre, nous jugeons les secteurs associés à la transition énergétique «verte» très attractifs.

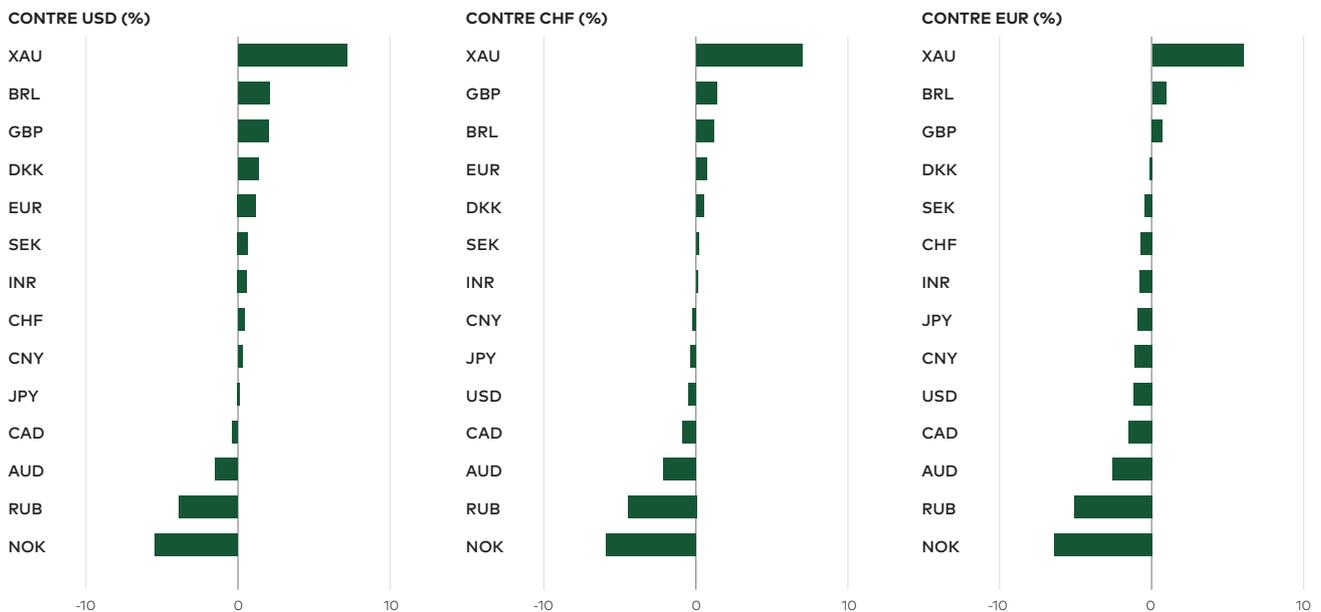
## 6 PERFORMANCE DES MARCHÉS

Indicateurs économiques (du 31.12.2022 au 28.03.2023)

	PIB réel %		Inflation %		PMI	Dette % PIB	Compte courant % PIB	Budget % PIB	Chômage %	Taux d'intérêt	
	2021	2022	2021	2022	Dernier					Dernier	Dernier
USA	5,7	2,1	4,7	8,0	47,3	79,2	-3,6	-5,5	3,6	4,6%	3,6%
Zone Euro	5,2	3,5	2,6	8,4	48,5	95,6	-0,7	-2,6	6,7	2,6%	2,3%
Suisse	3,6	2,0	0,6	2,8	48,9	42,8	10,1	0,3	2,0	1,4%	1,2%
UK	7,2	4,0	2,6	9,1	49,3	101,0	-4,2	-5,0	3,7	4,2%	3,5%
Asie ex Japon	7,0	3,2	1,1	2,7	-	4,1	2,4	-4,8	3,8	4,4%	3,5%
Japon	1,7	1,1	-0,2	2,3	47,7	236,4	2,1	-8,5	2,5	-0,3%	0,3%
Brésil	4,7	2,9	8,3	9,3	49,2	57,0	-2,9	-5,0	8,4	-	12,9%
Russie	4,2	-2,4	6,7	13,7	53,6	17,4	10,1	-0,6	3,8	7,8%	9,7%
Inde	-7,5	8,7	6,2	5,4	55,3	70,2	-2,7	-6,9	8,5	7,4%	7,3%
Chine	8,1	3,0	0,9	2,0	51,6	308,0	2,5	-4,7	4,0	1,8%	2,9%
Monde	5,8	3,1	4,0	7,6	-	-	0,6	-	7,1	-	-

Performance des marchés (du 31.12.2022 au 28.03.2023)

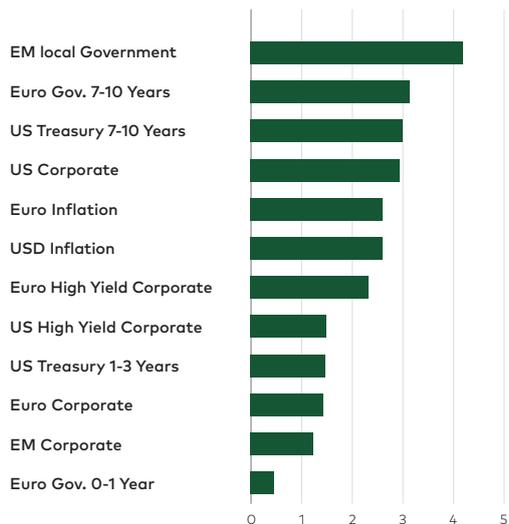
Taux de change



## Marché actions / Rendement Total & Valorisation

	USD	EUR	CHF	GPB	Forward PE	
					Médiane LT	Dernier
S&P 500	3,9%	2,6%	3,6%	1,8%	17,9	18,1
Eurostoxx	11,6%	10,3%	11,3%	9,4%	14,5	12,4
Swiss Perf. Index	3,5%	2,2%	3,2%	1,4%	17,4	18,2
FTSE100	3,5%	2,3%	3,3%	1,5%	15,2	10,3
MSCI Asian Ex-Jpn	2,0%	0,8%	1,7%	0,0%	14,6	13,3
Nikkei225	5,6%	4,3%	5,3%	3,5%	20,5	16,9
Brazil Bovespa	-5,5%	-6,9%	-5,8%	-7,6%	14,9	6,9
MSCI Russia	-	-	-	-	6,2	-
India SENSEX	-8,6%	-9,7%	-8,8%	-10,4%	20,0	19,0
China CSI 300	3,7%	2,4%	3,4%	1,6%	15,8	13,8
MSCI World	4,3%	3,0%	4,0%	2,2%	17,4	16,2

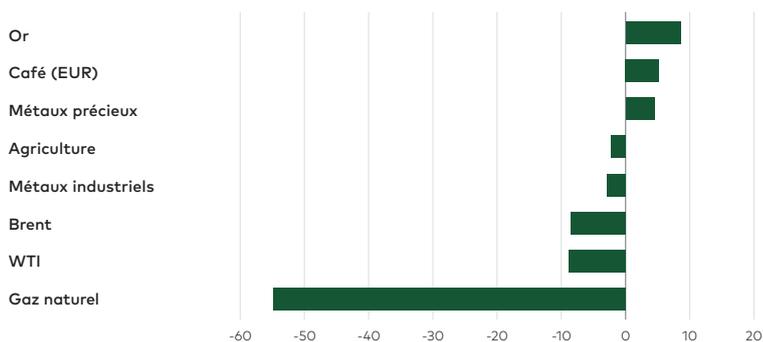
## Marché obligataire



## Secteurs / Performance & Valorisation (Forward PE)

	Performance			USA		Europe		Monde	
	USA	Europe	Monde	Médiane LT	Dernier	Médiane LT	Dernier	Médiane LT	Dernier
Cons discr.	10,0%	15,0%	10,8%	21,6	23,8	15,1	14,0	18,8	19,2
Cons non cycl.	-1,4%	4,2%	1,3%	19,2	20,6	18,8	18,2	19,2	19,6
Finance	-7,6%	0,7%	-4,5%	14,3	11,6	12,4	8,1	13,8	10,2
Energie	-8,0%	-3,9%	-6,4%	14,9	7,1	11,6	6,0	14,0	8,4
Industrie	0,5%	8,8%	3,8%	18,4	19,6	19,1	17,7	18,4	17,6
Technologie	15,6%	13,7%	15,5%	22,4	25,0	26,0	22,6	23,1	24,7
Matériaux	0,1%	-0,2%	1,9%	17,5	16,5	15,0	12,2	16,5	13,6
Services publics	-6,6%	4,1%	-2,8%	16,5	17,5	14,4	13,7	16,5	15,8
Santé	-6,2%	1,6%	-3,9%	19,5	17,5	20,3	17,0	20,3	17,6
Télécom	15,8%	12,7%	14,1%	17,3	16,4	16,3	14,3	18,0	16,2
Immobilier	-4,4%	-13,7%	-4,4%	43,1	33,3	23,3	10,4	27,4	23,0

## Matières premières



## 8 GRILLES D'ALLOCATION

### Classes d'actifs

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	Principaux moteurs	Risques
Actions	●			Les relèvements de taux ne sont pas terminés, mais une politique monétaire moins agressive durant le second semestre devrait former une toile de fond porteuse pour les marchés actions.	Atterrissage brutal de l'économie mondiale. Débordement mondial de la crise de confiance dans le secteur bancaire.
Obligations	●			Les obligations mondiales bénéficieront probablement du repli de l'inflation, du ralentissement de la croissance économique et de meilleures caractéristiques de couverture.	Inflation anormalement persistante et resserrement excessif des banques centrales.
Or	●			La réévaluation à la baisse des taux d'intérêt réels rend l'or intéressant comme option d'investissement.	Hausse des taux d'intérêt réels.
Cash			●		

### Actions

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	Principaux moteurs	Risques
Etats-Unis		●		Les bilans des ménages sont solides et le marché de l'emploi demeure tendu pour l'heure.	Resserrement monétaire qui freine excessivement l'activité ou entraîne des problèmes de stabilité.
Europe		●		L'inflation sous-jacente recule grâce à la stabilité de l'inflation des salaires et de l'énergie. La conjoncture est mitigée mais toujours en expansion, et pourrait se voir soutenue par la reprise chinoise.	Débordement mondial de la crise de confiance dans le secteur bancaire. Faux-pas dans la politique monétaire de la BCE.
Suisse		●		Après plusieurs mois de hausse, la volatilité est de retour sur le marché des actions suisses. Des opportunités existent mais dans cet environnement difficile, il convient d'être exigeant sur le type d'entreprises sélectionnées.	Le marché continue d'être rivé sur les décisions des banques centrales et espère une fin prochaine du cycle de resserrement. Si l'inflation suisse ne s'essouffle pas, le risque est grand de voir les actifs risqués baisser fortement.
Asie Pacifique ex-Japon		●		Les valorisations sont basses et la croissance se redresse après la stagnation de l'an dernier.	Problèmes structurels persistants, isolement technologique.
Japon		●		La politique de relance doit être maintenue à ce stade.	Reprise lente, du fait de la baisse des dépenses d'investissement et d'une faible consommation des ménages.

## Obligations

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	Principaux moteurs	Risques
Etats développés	●			Les récentes turbulences sur les marchés financiers ont illustré l'attrait retrouvé des obligations d'Etat.	Poursuite du resserrement monétaire en raison d'une inflation persistante.
Entreprises (IG)	●			Le crédit de haute qualité offre un bon mix entre rendement et spreads.	Elargissement des spreads, du fait d'un durcissement de la politique monétaire sur fond de fragilités financières.
Haut rendement			●	La prudence est de mise, vu le probable ralentissement économique. Privilégier les obligations de haut rendement à échéance courte.	Aggravation des turbulences financières, les obligations à haut rendement étant à plus grand risque.
Emergents		●		Les valorisations relatives sont intéressantes, au vu des fondamentaux économiques résilients, de la reprise chinoise et de la dépréciation du USD.	Récession mondiale, appréciation du USD ou recul marqué des prix des matières premières.

## Taux de change

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	
EUR vs USD	●			Appréciation à venir de l'EUR contre USD, au vu de la valorisation tendue de ce dernier et du décalage de politique monétaire entre la Fed et la BCE.
EUR vs CHF			●	Le potentiel d'appréciation du CHF est limité en raison de l'important différentiel de taux d'intérêt en faveur de l'EUR.
USD vs CHF			●	Opinion neutre.
EUR vs GBP	●			Le déficit de la balance courant et une banque centrale qui a pris du retard devraient encore pousser le GBP à la baisse.
EUR vs JPY			●	Bien que le JPY soit actuellement sous-évalué par rapport à l'EUR, son potentiel haussier est compensé par le différentiel de taux d'intérêt en faveur de l'EUR.
USD vs GBP	●			Le déficit de la balance courant et une banque centrale qui a pris du retard devraient encore pousser le GBP à la baisse.

## SUISSE

# UN ENSEMBLE BIEN FRAGILE, MAIS...

ANICK BAUD / SENIOR FUND MANAGER

*Covid, guerre en Ukraine, instabilités géopolitiques, retour de l'inflation, hausse des taux, craintes de récession et maintenant tempête bancaire: le marché aura décidément été bien secoué ces trois dernières années. Malgré tous ces vents contraires dont les conséquences se font encore fortement sentir, nous gardons une vue constructive pour la Suisse.*

### **Pas de récession à l'horizon:**

Bien que l'activité économique ait ralenti au cours de l'hiver, comme en atteste la stagnation du PIB au 4<sup>e</sup> trimestre 2022 et le recul de l'indice PMI manufacturier en-dessous du seuil de croissance en janvier et février, la Suisse ne devrait néanmoins pas connaître de récession cette année. L'amélioration du contexte international, avec des pays européens moins impactés par la crise énergétique que craint, une réouverture de la Chine, ainsi qu'une économie américaine toujours vigoureuse, en est la principale raison. De plus, le chômage étant au plus bas depuis 20 ans, la

consommation devrait continuer à stimuler l'économie helvétique comme elle le fait déjà depuis plusieurs trimestres. A cela on peut ajouter que la construction, après avoir pesé négativement sur la croissance pendant plusieurs années, commence à montrer les prémices d'une lente reprise. Selon la dernière enquête du KOF, la majorité des entreprises de ce secteur s'attend à une amélioration de la situation de ses affaires au premier semestre 2023. La probabilité d'une récession en Suisse se situe désormais autour de 20%, contre plus de 30% il y a quelques mois seulement.

La probabilité d'une récession en Suisse se situe désormais autour de 20%



### **Une consommation privée encore et toujours dynamique:**

si le PMI manufacturier montre des signes de faiblesse, tel n'est pas le cas de celui des services, tant le consommateur paraît en forme et ce malgré une inflation persistante et le pessimisme ambiant. La raison principale de la bonne tenue de la consommation est la vigueur du marché de l'emploi et un taux de chômage au plus bas. Le léger fléchissement de la croissance ne devrait pas impacter trop fortement ce taux de chômage puisque seules 6% des entreprises font aujourd'hui état d'une intention de réduire leurs effectifs – alors qu'elles sont plus d'un quart à chercher à les augmenter. Le nombre de postes vacants et non pourvus est quant à lui réparti à la hausse, témoignant

également de cette vigueur et de la difficulté toujours réelle des entreprises à trouver des salariés qualifiés. Ceci devrait ainsi continuer de permettre à la consommation privée de soutenir la demande, en préservant les revenus des ménages et le moral des consommateurs. Pour autant, il ne faudrait pas que la récente reprise de Credit Suisse par UBS ne conduise à une vague de licenciements trop importante dans le secteur bancaire. Selon l'institut de recherche BAK Economics, le processus de rationalisation des deux grandes banques entraînera une perte d'environ 10'000 – 12'000 emplois, soit 0,3% du nombre total d'emplois en Suisse, mais répartie sur une période de plusieurs années.

## Le nombre de postes vacants est réparti à la hausse



### **Une inflation plus durable mais maîtrisable:**

Le dernier chiffre de l'inflation des prix à la consommation (IPC) en Suisse a clairement surpris tout le monde. Si une plus forte progression était attendue en janvier (+3,3%), en raison du renchérissement de l'électricité (+25%) qui fait l'objet d'un ajustement annuel et a ajouté 0,5% à l'IPC, personne ne s'attendait par contre à un chiffre aussi élevé pour février (+3,4%). Les principaux contributeurs à cette hausse ont été les prix alimentaires, les voyages (dont les billets d'avion) et les loyers, mais l'inflation semble bien s'être généralisée puisque plus de 40% des biens compris dans le panier du consommateur ont vu leur prix progresser de plus de 2%. Pour l'instant, le taux d'intérêt de référence pour les contrats de bail n'a toujours pas bougé (1,25%). Mais s'il devait venir à augmenter au trimestre prochain, ce qui est très probable, alors une hausse des loyers s'ensuivrait, impliquant un fort effet négatif dans la mesure où les loyers comptent pour 20% dans le calcul de l'IPC. Partant, le processus de décélération de la hausse de prix risque de prendre plus de temps qu'initialement prévu et les attentes pour 2023 sont désormais clairement au-dessus de la fourchette cible de la Banque nationale suisse (BNS). Le cycle de relèvement de taux, engagé il y a presque un an, devrait néanmoins progressivement déployer ses effets et ainsi permettre à l'inflation de céder du terrain dès la deuxième partie de l'année, appuyé par une forte baisse du coût de l'énergie.

### **LA BNS à la manœuvre:**

Les autorités monétaires suisses ont eu fort à faire en ce début de printemps. En plus de sa mission de stabilisation des prix, la BNS a dû voler au secours d'un système bancaire aux abois en devenant le prêteur de dernier recours. Mission délicate qui aura été la sienne, afin de trouver le bon équilibre entre lutte contre l'inflation et maintien d'une confiance fragile. La dernière hausse de taux de 50 points de base confirme que la lutte contre une inflation plus persistante et plus durable est bien au centre de ses préoccupations et qu'elle fera tout, y compris accélérer la vente des devises pour renforcer le franc suisse, pour y parvenir.

### **Des entreprises touchées mais pas coulées:**

«prudemment optimistes», tel a été le message délivré par les entreprises suisses au moment de publier leurs résultats 2022 et les perspectives pour l'année en cours. Car si celles-ci ont été naturellement impactées par une normalisation, voire une décélération, de la demande, après la période d'euphorie post-Covid, aucune n'estime pour autant être face à une récession. Selon la dernière enquête auprès des directeurs d'achat (PMI), seule une entreprise sur 5 fait état de volumes de production en berne, et le nombre signalant une évolution négative du carnet de commande a même reculé. La majorité des entreprises s'attendent en outre à un deuxième semestre plus dynamique. Alors oui bien sûr, l'augmentation des coûts et les problèmes d'approvisionnement ont laissé leurs marques sur les marges bénéficiaires, mais c'est une situation provisoire qui devrait se résorber avec le temps et les différentes mesures mises en place. Il faut également rappeler que la plupart des sociétés suisses sont peu ou pas endettées, certaines parmi les petites et moyennes capitalisations ayant en effet réalisé un très gros travail d'assainissement de leur bilan depuis 2008, ce qui les préserve des effets dévastateurs liés à la hausse des taux.

Dans cet environnement qui demeure malgré tout incertain et où l'équilibre fragile est susceptible d'être remis en cause à tout moment, comme en atteste la récente crise du secteur bancaire, il est plus que jamais nécessaire d'investir dans des sociétés qui ont une vision cohérente, une stratégie stable et une direction qui pense long terme plutôt que profit à courte échéance. Les entreprises familiales constituent à cet égard un investissement particulièrement intéressant, offrant un alignement des intérêts entre les différentes parties prenantes, seul garant de la stabilité d'une entreprise.

## EN ÉQUILIBRE SUR UNE ÉTROITE LIGNE DE CRÊTE

MALEK DAHMANI / FUND MANAGER

*Après quasiment six mois de surperformance relative, les actions européennes sont arrivées à un tournant – sur fond d'inquiétudes concernant l'un des secteurs les plus performants récemment, l'industrie financière. Le prochain trimestre sera riche en rebondissements, entre espoir d'un recul de l'inflation, risques croissants de défaillance du système financier et tensions géopolitiques. Dans ce contexte, les investisseurs courageux doivent s'équiper, s'assurer d'une préparation adéquate et croire en leur projet de poursuite de l'ascension.*

Imaginez que vous vous trouvez à plus de 3'000 mètres d'altitude, en train d'escalader une fine ligne de crête. En levant les yeux, vous voyez clairement la voie menant au sommet, votre potentiel nouveau record. L'air est vif, le ciel bleu, le silence presque mélodieux. Sur votre gauche se trouve une pente glissante et dangereuse. Quiconque trébuche se retrouvera au fond de la vallée, 2'000 mètres plus bas. A droite, le vide absolu. Celui qui tombe ne sera certainement... jamais retrouvé. Et à quelques pas devant vous, votre guide, le premier de cordée, en qui il vous faut placer toute votre confiance. Pour certains, le défi n'en vaut pas la peine. Pour d'autres, c'est la seule raison d'être.

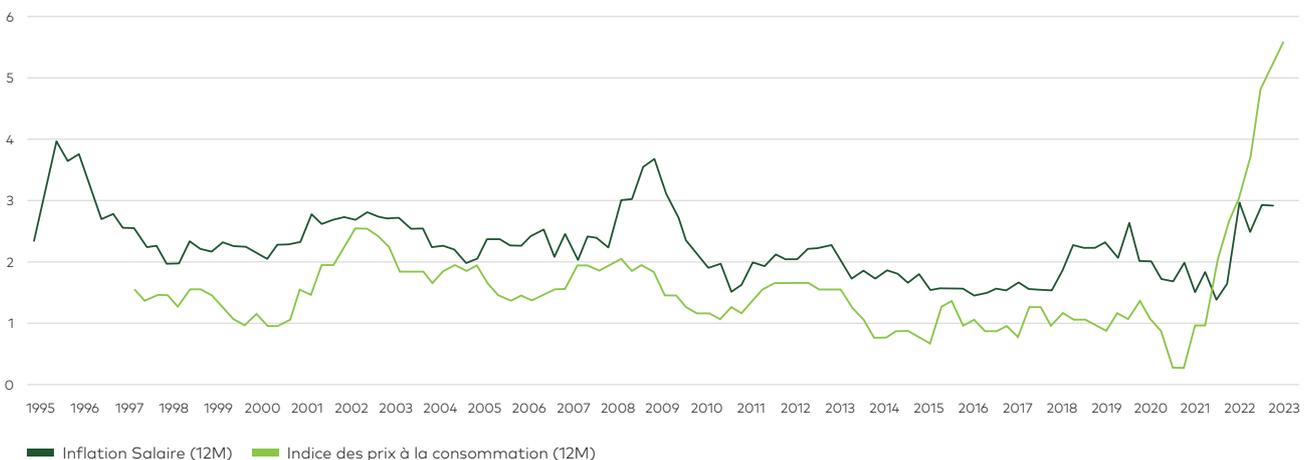
En tant qu'investisseur en actions européennes, à l'entame du deuxième trimestre 2023, tel est peut-être le scénario que vous vivez. Il existe une voie vers de nouveaux sommets, mais pour y parvenir, chaque marche doit être à la fois soigneusement réfléchie et courageusement franchie – afin d'éviter soit de glisser dans une pente économique descendante, induite par la spirale inflationniste, soit de tomber dans l'inconnu d'une défaillance du système financier. Qui est le premier de cordée, demandez-vous? La BCE, bien sûr!

La voie de la réussite implique (a) un recul de l'inflation grâce à une baisse des prix liés à l'énergie et à des augmentations de salaires plus gérables; (b) une poursuite de la croissance économique, même à un rythme plus lent; et (c) aucun faux pas de la part de la BCE, que ce soit en prolongeant la hausse trop longtemps ou en oubliant de faire une pause. Bien qu'il s'agisse d'une liste très (trop?) exigeante, il convient de creuser un peu plus l'argumentaire, afin d'orienter toute décision.

### Enfin un recul de l'inflation sous-jacente?

Le sujet clé de ce trimestre pour l'Europe reste, selon nous, l'inflation sous-jacente. Quand bien même l'indice des prix à la consommation a marqué le pas par rapport à son pic de fin 2022, l'inflation de base continue de grimper. Pourquoi? Principalement en raison de deux facteurs essentiels: l'inflation salariale d'une part, et les biens et services indirectement exposés à l'énergie d'autre part. Pour rappel, la baisse des prix de l'énergie n'a pas encore eu d'impact sur l'IPC sous-jacent, ne faisant pas partie de ses composantes. Des postes tels que les transports et les services publics, qui ont des liens évidents avec les prix de l'énergie, y sont toutefois inclus – d'où un impact habituellement décalé de 6 à 9 mois

### L'inflation des salaires, en Euro zone, reste stable, et inférieur à l'inflation sous-jacente



## L'Europe est encore loin du plein emploi, contrairement aux États-Unis



des fluctuations des prix de l'énergie sur l'IPC sous-jacent. On peut donc s'attendre à ce que la baisse des prix de l'énergie des derniers mois se reflète dans l'IPC sous-jacent au cours de ce trimestre et du prochain. Quant aux augmentations de salaires, la composante la plus importante de l'inflation du fait de son poids dans les coûts de production, elles restent pour l'heure stables en-deçà de 3%, et bien inférieures à l'IPC sous-jacent.

L'inflation est généralement alimentée par la croissance des salaires, en raison d'un marché de l'emploi très tendu qui confère aux travailleurs un puissant pouvoir de négociation. C'est effectivement ce que les États-Unis connaissent actuellement. En Europe, certains secteurs spécifiques (par exemple les technologies de l'information) ou certaines zones géographiques (comme l'Allemagne) vivent également de telles tensions. Le reste de la région est toutefois loin du plein emploi, avec un taux de chômage qui dépasse les 6,6%.

Pour ces raisons, nous sommes convaincus que l'inflation sous-jacente ira en s'atténuant au cours du prochain trimestre.

### Ralentissement de la croissance, mais sans récession ?

Le scénario de croissance est le prochain élément figurant sur notre « checklist » d'avant ascension. À ce stade, tant le marché que la BCE tablent sur une croissance en 2023. Les indicateurs PMI, qu'il s'agisse de l'industrie manufacturière ou des services, se redressent par rapport à leurs plus bas de l'automne dernier. Alors que les marges d'exploitation devraient être pénalisées par l'inflation, elles se sont jusqu'ici révélées incroyablement résilientes pour les sociétés européennes. Une tendance confirmée par certains commentaires de la part de confrères dans le secteur du capital-investissement en comparaison de leur équivalentes américaines. Voir les bénéfices croître cette année, bien que modérément, semble donc moins irréaliste qu'il y a quelques mois. Il convient toutefois de noter que le secteur bancaire était perçu comme un contributeur important de la croissance bénéficiaire en

2023, du moins pendant la première partie de l'année, grâce à la progression des revenus nets d'intérêts. Vu la rapidité avec laquelle le secteur est passé du statut de moteur de la récente surperformance des actions européennes à celui de secteur en grande difficulté, le prochain trimestre sera déterminant pour valider le scénario de croissance des bénéfices pour 2023.

### Un faux-pas de la BCE ?

Pour reprendre notre analogie montagnarde, courage et prudence des investisseurs ne serviront à rien si le premier de cordée échoue dans sa tâche. D'une certaine manière, les déboires du Credit Suisse ont considérablement réduit le risque que la BCE fasse un pas de trop dans le resserrement de sa politique monétaire. Si le dernier relèvement a été marqué, de 50 points de base, la BCE a abandonné ses projections de hausses futures, se fiant désormais aux « données » pour guider sa prochaine décision. Le marché a presque immédiatement changé de perspective et considère désormais que le taux d'intérêt terminal (3%) a été atteint. Ironiquement, les premiers signes d'une crise bancaire pourraient être positifs pour les marchés boursiers. Il en sera ainsi uniquement si ces signes en restent là. C'est-à-dire qu'ils ne se transforment pas en véritable catastrophe financière telle qu'il s'en produit une fois par siècle. La BCE a donc la tâche incroyablement difficile de contenir l'inflation tout en évitant de provoquer de nouvelles fissures dans le système financier. Plus facile à dire qu'à faire.

Pour les plus audacieux, nous pensons donc qu'il existe une voie ascendante pour les actions européennes. Mais cela nécessite un positionnement adéquat des portefeuilles : une stratégie de type « barbell », un équilibre constant entre capitalisations boursières, secteurs, styles et profils de risque, afin d'avoir à la fois l'endurance nécessaire pour grimper, mais aussi les protections nécessaires pour amortir les chutes. Sans oublier, bien sûr, les balises d'avalanche.

## RETOURNEMENT DE CYCLE EN VUE ?

PETTERI PIHLAJA / CONSEILLER // ANTTI TILKANEN / CONSEILLER

*Les turbulences du secteur bancaire ont fait la une, la remontée rapide des taux d'intérêt ayant révélé certaines fissures. L'accent reste mis sur la tendance désinflationniste qui se matérialise, comme en témoignent les premiers signes de ralentissement dans le marché de l'emploi et la demande d'investissement. Nous verrons en fin d'année comment le cycle commence à se retourner, et la politique monétaire lui emboîtera probablement le pas – avec un décalage. Cela dit, rien ne laisse présager une récession très profonde.*

L'effondrement de la Silicon Valley Bank à la mi-mars a été la plus importante faillite d'un prêteur depuis celle de Washington Mutual en 2008. Il est compréhensible qu'elle ait suscité de nombreuses questions s'agissant non seulement du financement des startups, mais aussi de la stabilité du secteur bancaire plus généralement. Il serait simple de prendre 2008 comme point de comparaison, de noter que les bilans des banques et la réglementation sont aujourd'hui en bien meilleure posture, et de conclure que rien de grave sur le plan systémique n'est susceptible de se produire. La situation est en effet bien meilleure aujourd'hui, mais le changement rapide des conditions monétaires a tout de même provoqué des pertes importantes liées à l'évaluation aux prix du marché («mark to market»). La Fed se trouve dans une position délicate, ses actions ayant été à la fois trop lentes et trop rapides: le rythme du resserrement monétaire a été trop lent pour réprimer l'inflation, mais suffisamment rapide pour révéler des fissures dans la stabilité du système financier. Il faudra continuer à marcher sur cette corde raide pendant un certain temps encore.

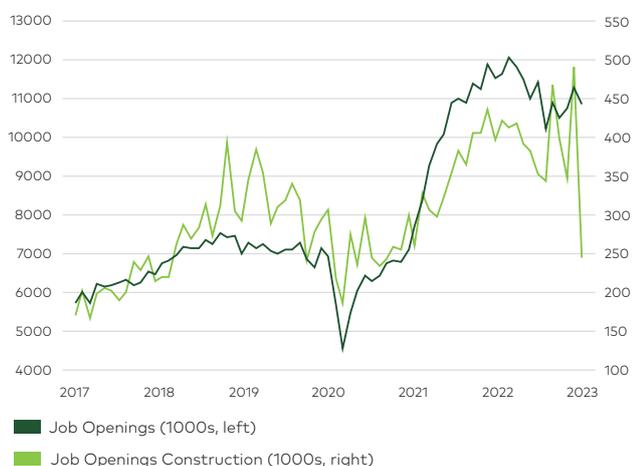
À d'autres égards, la politique monétaire restrictive fonctionne comme prévu, bien que l'économie se montre très résiliente et l'inflation ne fléchisse que progressivement. Depuis que l'indice PCE d'inflation sous-jacente a atteint son pic il y a un an, il est retombé à 4,7%, ce qui reste loin de l'objectif de 2%. Le coût du logement, qui a tendance à être assez persistant, représente aujourd'hui la majeure partie de l'inflation, les autres catégories s'étant déjà stabilisées à des niveaux moindres. Les perturbations de court terme dans les chaînes d'approvisionnement sont en grande partie, mais pas complètement, résorbées.

Les tensions historiquement extrêmes dans le marché de l'emploi s'atténuent, mais très légèrement seulement. Le marché du logement est très lent, entraînant des premiers signes de faiblesse des emplois dans le secteur de la construction. Selon les indicateurs avancés tels que les plans d'embauche des employeurs, la croissance de la masse salariale devrait ralentir durant les mois printaniers, pour revenir sur des niveaux plus pérennes. Depuis

## Croissance des salaires horaires et taux de participation



## Postes vacants



des niveaux très élevés, les postes vacants s'orientent également à la baisse. Et le taux de participation continue de grimper. Ces trois facteurs sont prometteurs en ce qui concerne la croissance des salaires, qui continue de ralentir – et doit le faire pour que l'inflation puisse être maîtrisée dans une perspective de plus long terme. Au cours des trois derniers mois, la croissance des salaires en glissement annuel a été inférieure à 4%, un niveau déjà très acceptable.

L'assouplissement du marché du travail est très progressif et, dans le même temps, les finances des ménages se portent bien. Cela conforte la thèse des taux «durablement plus élevés», laquelle repose en grande partie sur la bonne santé des ménages et sur un marché de l'emploi qui n'a jamais été aussi tendu. Pour autant, les changements monétaires ayant été anormalement rapides, le risque existe que ces trajectoires changent anormalement vite. L'économie est clairement bridée par la politique monétaire, et l'histoire montre combien il est difficile de savoir quand relâcher la pédale de frein. La Fed s'en remet aux données conjoncturelles. Celles-ci étant toujours quelque peu décalées, une action quelque peu excessive est probable.

*Les programmes d'investissement des entreprises marquent nettement le pas, et les commandes de biens d'équipement ralentissent, sans pour autant être au point mort.*

Pour voir si ce scénario commence à se matérialiser, les indicateurs concernant les ménages et les entreprises seront intéressants à surveiller dans les prochains mois. Les ménages ont puisé dans leur épargne pour compenser la baisse de leur pouvoir d'achat, une tendance qui ne sera pas éternelle. L'investissement des entreprises est un autre indicateur important s'agissant du retournement du cycle: les programmes d'investissement des entreprises marquent

## Bénéfices à terme et ratio cours/bénéfices du S&P500



nettement le pas, et les commandes de biens d'équipement ralentissent, sans pour autant être au point mort.

Les turbulences du secteur bancaire n'ont pas trop ébranlé les marchés boursiers, les grandes entreprises non financières américaines étant généralement peu sensibles aux taux d'intérêt. Les attentes en matière de bénéfices ont toutefois continué à diminuer.

L'indice S&P500 se négocie aujourd'hui à 17x les bénéfices attendus pour les 12 prochains mois. Le rendement des bénéfices dépasse légèrement sa médiane de 5,6% sur 20 ans, tandis que le rendement des bons du Trésor à 10 ans (3,6%) excède d'environ un point de pourcentage sa médiane historique. En termes relatifs, les valorisations des actions sont quelque peu tendues, mais pas de manière significative.

Il est tout à fait possible, mais loin d'être certain, que de nouveaux signes de ralentissement économique apparaissent vers la fin de l'année. Pour l'heure, la perspective de taux d'actualisation plus bas a éclipsé les craintes de récession – lesquelles sont, il est vrai, encore un peu lointaines.

## COMMENT SE PASSE LA RÉOUVERTURE DE L'ÉCONOMIE CHINOISE ?

PETTERI PIHLAJA / CONSEILLER // ANTTI TILKANEN / CONSEILLER

*Après nombre de confinements brutaux liés au Covid, la Chine est de retour aux affaires. Les données conjoncturelles ont été mitigées, au mieux, jusqu'ici mais l'horizon s'éclaircit.*

CPI et PPI chinois



Le 4<sup>e</sup> trimestre 2022 a marqué la fin des confinements liés au Covid, induisant des données économiques au mieux mitigées. Les confinements «à la chinoise» étaient absolus et la plupart des entreprises ont eu du mal à fonctionner à des niveaux normaux. Les secteurs liés à la consommation ont été particulièrement touchés, tandis que les entreprises d'État s'en sortaient mieux. L'attention se porte désormais sur la manière dont l'économie chinoise rebondira au cours du 1<sup>er</sup> trimestre 2023 et au-delà.

Contrairement au monde occidental, la Chine n'a pas de problème d'inflation. L'indice officiel des prix à la consommation (IPC) affichait une hausse de 1% seulement en glissement annuel en février, tandis que celui des prix à la production reculait de 1,4%. La faiblesse des prix en Chine est généralisée et aucun sous-ensemble spécifique ne se distingue. L'inflation sous-jacente, hors alimentation et énergie, est à peine plus élevée (+0,6%) que l'an dernier. Les prix des denrées alimentaires stagnent également, en hausse de seulement 2,6% en glissement annuel.

Les perspectives deviennent positives, avec un net redressement des indices PMI de l'industrie manufacturière et des

services. Selon les chiffres officiels, l'indice PMI manufacturier atteignait 52,6 en février, en territoire expansionniste. Les attentes se sont nettement améliorées au cours des deux derniers mois, à partir du niveau de 47,0 en décembre (qui signalait une contraction). Le rebond de l'indice PMI non manufacturier a été encore plus marqué, s'affichant à 56,3 en février contre 41,6 en décembre dernier. Le secteur des services réagit très rapidement aux restrictions de circulation des personnes. Aucun confinement ne se profilant désormais, les perspectives sont devenues positives. Il faut s'attendre à ce que les données relatives à l'inflation se renforcent au moins modérément au cours des prochains trimestres.

À l'instar des chiffres de l'inflation, les ventes au détail totales et celles effectuées en ligne ont été faibles durant les derniers mois de 2022. La croissance des ventes en ligne se maintient à un rythme proche de 5% depuis près d'un an maintenant, ce qui est très faible par rapport à l'ère d'hypercroissance qui a précédé. Ces données sont assez fiables, car elles correspondent à ce que les géants chinois du commerce électronique ont publié. Les ventes au détail totales en Chine ont été plus faibles et ont même reculé pendant les derniers

### Ventes au détail en Chine et ventes en ligne



### Revenu disponible et consommation personnelle des ménages chinois



mois de 2022. Sur une note positive, elles semblent avoir déjà atteint leur point bas déjà en novembre et une croissance positive est probable en janvier ou en février. Les données montrent très clairement l'impact immédiat des restrictions imposées par les autorités durant les dernières années. Chaque fois que la situation s'est normalisée, un fort rebond a été observé. Ce sera encore le cas cette fois-ci. L'idéal serait de voir un retour à des taux de croissance proches de 10% vers la fin 2023, ce qui correspondrait à la tendance de long terme.

*Les perspectives deviennent positives, avec un net redressement des indices PMI de l'industrie manufacturière et des services*

Les données trimestrielles relatives au revenu disponible et à la consommation personnelle se sont également montrées très volatiles durant la période du Covid. Sur ce plan aussi, nous nous attendons à un rebond et à une stabilisation des taux de croissance dans le courant de l'année. Les données du dernier trimestre de 2022 ont été particulièrement faibles: le revenu disponible n'a augmenté que de 2,9% en glissement annuel, tandis que la consommation personnelle reculait légèrement (-0,2%). Une stabilisation du taux de croissance autour de 5% semble probable, mais un rythme nettement plus élevé que la croissance du PIB ou celle des investissements est peu probable. La croissance du PIB postpandémie repose sur les habituels moteurs, à savoir les investissements dans les infrastructures et l'industrie manufacturière. Et rien n'indique jusqu'ici que les politiques gouvernementales modifieront sensiblement cette trajectoire.

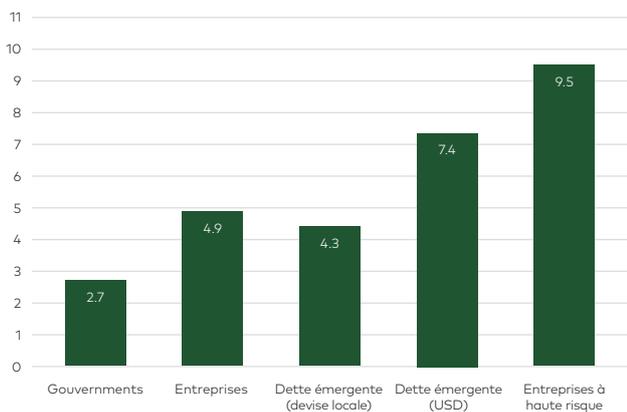
En résumé, l'économie chinoise se stabilise comme on pouvait s'y attendre, mais les problèmes structurels habituels perdurent. Les relations avec les États-Unis ne s'améliorent pas non plus, de nouvelles restrictions sur les transferts de technologie se profilant. Ce qui compliquera d'autant la transformation économique chinoise. Les États-Unis font pression sur l'industrie des semi-conducteurs pour qu'elle exclue complètement la Chine. Les autorités chinoises n'ont que très peu d'options à cet égard et doivent développer leurs propres capacités de fabrication de semi-conducteurs. Si rien de dramatique ne se produit dans les relations sino-américaines, cette même voie isolationniste peut être extrapolée à d'autres industries. Ce qui limiterait bien entendu considérablement la croissance potentielle du PIB chinois.

## OBLIGATIONS

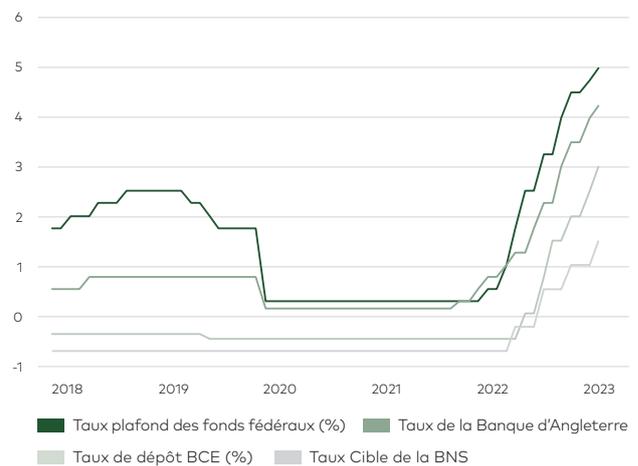
MANUEL STREIFF / CONSEILLER

*Les banques centrales ont atteint un point critique dans leur cycle de resserrement. La persistance d'une inflation élevée les a forcées à continuer de relever les taux directeurs et à signaler de nouvelles hausses. Ce rythme rapide de resserrement monétaire a entraîné des tensions financières dans différentes parties du système: plateformes de crypto-monnaies, banques régionales américaines et établissement bancaire majeur en Suisse. Les principales banques centrales ont été contraintes de tempérer leur agressivité, attendant de voir la pleine transmission de leurs actions récentes. Le rallye obligataire devrait se poursuivre tout au long de l'année 2023.*

Rendement global par segment: gouvernements, entreprises («investment grade» & haut rendement) et pays émergents (USD & monnaie locale)



Bilan de la Réserve fédérale et taux cible des fonds fédéraux



## OBLIGATIONS D'ÉTATS DÉVELOPPÉS

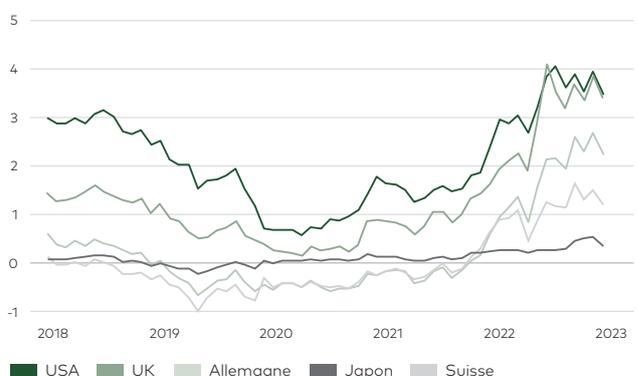
**L'inflation est persistante, mais le stress financier a déclenché le rallye obligataire**

L'économie mondiale résiste bien, soutenue par la réouverture de la Chine, la vigueur des consommateurs de par le monde et le recul des prix de l'énergie. La Fed a modéré le rythme de ses hausses de taux et indiqué que le sommet de ce cycle est désormais proche. Bien qu'elle se soit efforcée de communiquer son intention de maintenir les taux directeurs à un niveau élevé au moins jusqu'en 2024, les secousses bancaires du mois de mars ont conduit les investisseurs à remettre en question cette perspective et à tabler sur des baisses de taux dès le second semestre 2023.

Ayant été plus lente à resserrer sa politique monétaire, la BCE a maintenu un rythme rapide de hausses de taux jusqu'en mars, tout en retirant ses prévisions pour les prochains mois.

Les tensions bancaires récentes aux États-Unis et en Europe résultent de la hausse rapide des taux directeurs. Les banques centrales entendaient ralentir la demande afin de

**Rendements nominaux d'une sélection d'obligations d'État à 10 ans**



modérer l'inflation. Les banques vont maintenant resserrer leurs normes de crédit et contraindre le secteur des entreprises. Les investissements et l'emploi risquent d'en pâtir, ce qui justifie une stabilisation des rendements obligataires.

Nous privilégions les obligations de moyenne échéance aux États-Unis et en Europe, les banques centrales approchant de la fin des hausses de taux. Les obligations protégées contre l'inflation sont également intéressantes, le niveau plus élevé des rendements réels étant en contradiction avec

un ralentissement conjoncturel et la fin prochaine du cycle de resserrement. Notre analyse suggère par ailleurs que les attentes en matière d'inflation reflétées par ces instruments sont basses.

## OBLIGATIONS D'ENTREPRISES DES MARCHÉS DÉVELOPPÉS

**Vers un positionnement plus constructif, même si la volatilité des spreads devrait rester élevée au vu des risques marqués de récession**

Les obligations d'entreprise de haute qualité restent attractives, du fait de l'élargissement des spreads de crédit. La trajectoire vers une récession modérée mettra les entreprises sous pression. Les investisseurs exigeront des spreads plus importants pour les émetteurs de moindre qualité, afin de compenser la probable augmentation des défaillances.

L'assèchement des liquidités rendra le refinancement de la dette existante plus difficile. Des opportunités intéressantes finiront par apparaître dans l'univers du haut rendement, mais nous préférons attendre d'en savoir plus sur le profil de la récession.

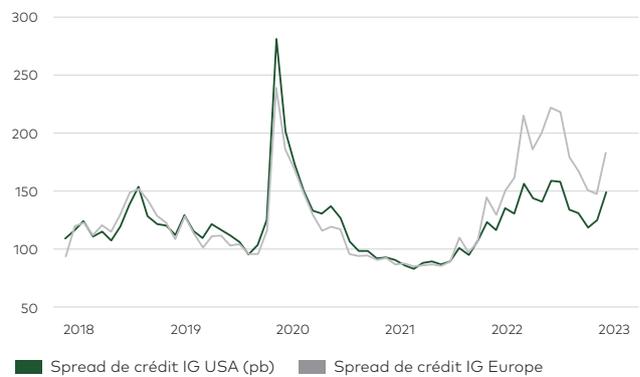
Les obligations de court terme à haut rendement émises par des sociétés dont le profil de financement est gérable sont intéressantes. Compte tenu du niveau élevé du taux directeur américain, les investisseurs bénéficient d'un rendement total élevé. Ces obligations devraient bien résister, même durant les phases de contraction de l'activité.

## DETTE EMERGENTE EN MONNAIE FORTE

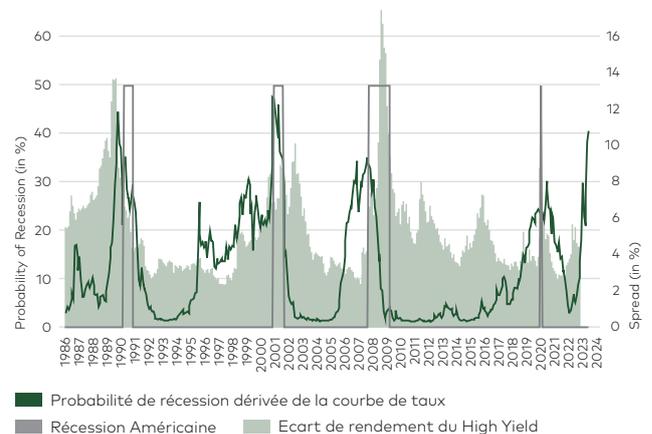
**L'élargissement des spreads offre des points d'entrée intéressants.**

Le récent élargissement des spreads sur la dette des marchés émergents (ME) offre aux investisseurs de bons niveaux d'entrée. Les tensions bancaires du mois de mars ont creusé les spreads des obligations des ME en devises fortes, même si nous nous attendons à ce que les fondamentaux positifs liés à la réouverture de la Chine, à l'affaiblissement du dollar américain et à une modération de l'inflation se réaffirment. Une récession modérée ne nuira pas au crédit des ME.

Spreads de crédit aux États-Unis et en Europe



Spreads de crédit à haut rendement aux États-Unis et en Europe

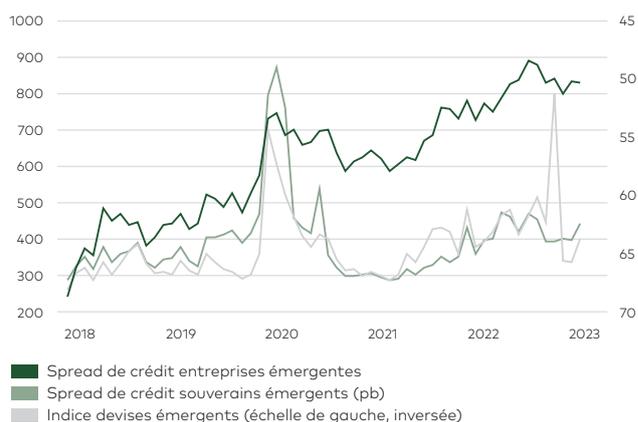


## DETTE EMERGENTE EN MONNAIE LOCALE

### Les monnaies et les obligations émergentes offrent de bons rendements potentiels.

L'affaiblissement du dollar américain est bénéfique pour les ME dont les conditions financières sont étroitement liées à la politique monétaire américaine et à sa transmission par le biais des devises. La plupart des banques centrales des ME ont atteint ou sont proches du pic de leurs taux directeurs, ce qui a déjà contribué à la performance obligataire. Nous restons prudents à l'égard des obligations locales chinoises car le pays en est aux premiers stades de la réouverture, ce qui pourrait entraîner un rebond important de la croissance, et les rendements restent bas. Nous continuons à apprécier les Bonos mexicains et la dette locale brésilienne, y compris les obligations protégées contre l'inflation.

### Spreads de crédit sur les obligations émergentes et rendement local (Barclays)



## PROJECTION DES RENDEMENTS OBLIGATAIRES DE BRUELLAN

Segments	Rendement (%)			Vue sur le rendement total (horizon 12m)
	USD	EUR	CHF	
Cash	5.10	3.00	1.26	↘
Court-terme à rendement élevé	6.36	5.00	3.90	↗
Obligations souveraines (10 ans)	3.55	2.27	1.11	↗
Obligations souveraines indexées sur l'inflation (10 ans)	1.27	-0.04	n.a.	↗

Segments	Ecart par rapport au rendement souverain (pb)	Vue sur le rendement total (horizon 12m)
Obligations d'entreprises	273	↗
Obligations hybrides	501	↗
Obligations à haut rendement	515	→
Souverain émergents	360	↗
Entreprises émergentes	563	↗
Dette émergente en monnaie locale	n.s.	↗

Source: indices Bloomberg avec risque de devise couvert



## CREDITS

### CONTRIBUTEURS

#### REDACTION

**Florian Marini**, Chief Investment Officer

**Anick Baud**, Senior Fund Manager

**Malek Dahmani**, Fund Manager

**Petteri Pihlaja**, Conseiller

**Antti Tilkanen**, Conseiller

**Manuel Streiff**, Conseiller

#### EDITION ET MISE EN PAGE

**Yves Ninghetto**, LaFabrique Genève

#### RELECTURE

**Karen Guinand**

#### AVERTISSEMENT

La présente publication est destinée à une diffusion privée et à des fins d'information uniquement. Elle ne constitue ni une recommandation personnelle, ni un conseil en investissement, ni une offre ou une invitation à acheter ou à vendre un titre ou un instrument financier.

Les informations sont basées sur des sources jugées fiables et Bruellan met tout en œuvre pour en assurer l'exactitude. Cependant, les informations et les prix peuvent varier en tout temps.

Bruellan n'encourt aucune responsabilité pour d'éventuels dommages qui découleraient de l'utilisation d'informations contenues dans la présente publication.

Cette dernière n'est pas destinée à être distribuée, publiée ou utilisée dans une juridiction dans laquelle un tel acte serait illégal, ni destinée aux personnes ou entités auxquelles il est prohibé de s'adresser. En particulier, ce document ou toute copie de celui-ci ne peut être envoyé ou distribué aux États-Unis d'Amérique ou à une personne américaine.

Le présent document ne peut être reproduit (en tout ou en partie), transmis, modifié ou utilisé à des fins publiques ou commerciales.

**Bruellan SA dispose d'une autorisation délivrée par la FINMA.**

#### SOURCE DES GRAPHIQUES

Bloomberg et Bruellan SA.

Bruellan SA est réglementée par la FINMA.

© 2023 Bruellan SA – Tous droits réservés

## CONTACTS OÙ NOUS TROUVER



### GENEVE

Bruellan S.A.  
Rue Pedro-Meylan 5  
CH-1208 Genève

Tél +41 22 817 18 55  
[www.bruellan.ch](http://www.bruellan.ch)



### LAUSANNE

Bruellan S.A.  
Rue du Petit-Chêne 18  
CH-1003 Lausanne

Tél +41 21 345 80 20  
[www.bruellan.ch](http://www.bruellan.ch)



### VERBIER

Bruellan S.A.  
Rue de Médran 16  
CH-1936 Verbier

Tél +41 27 775 56 56  
[www.bruellan.ch](http://www.bruellan.ch)

[www.bruellan.ch](http://www.bruellan.ch)



### CRANS-MONTANA

Bruellan S.A.  
Rue du Pas-de-l'Ours 6  
CH-3963 Crans VS

Tél +41 27 486 24 24  
[www.bruellan.ch](http://www.bruellan.ch)



### GSTAAD

Bruellan S.A.  
Gstaadstrasse 8  
CH-3792 Saanen

[www.bruellan.ch](http://www.bruellan.ch)



PANORAMA EST ÉGALEMENT DISPONIBLE EN LIGNE  
[WWW.BRUELLAN.CH](http://WWW.BRUELLAN.CH)