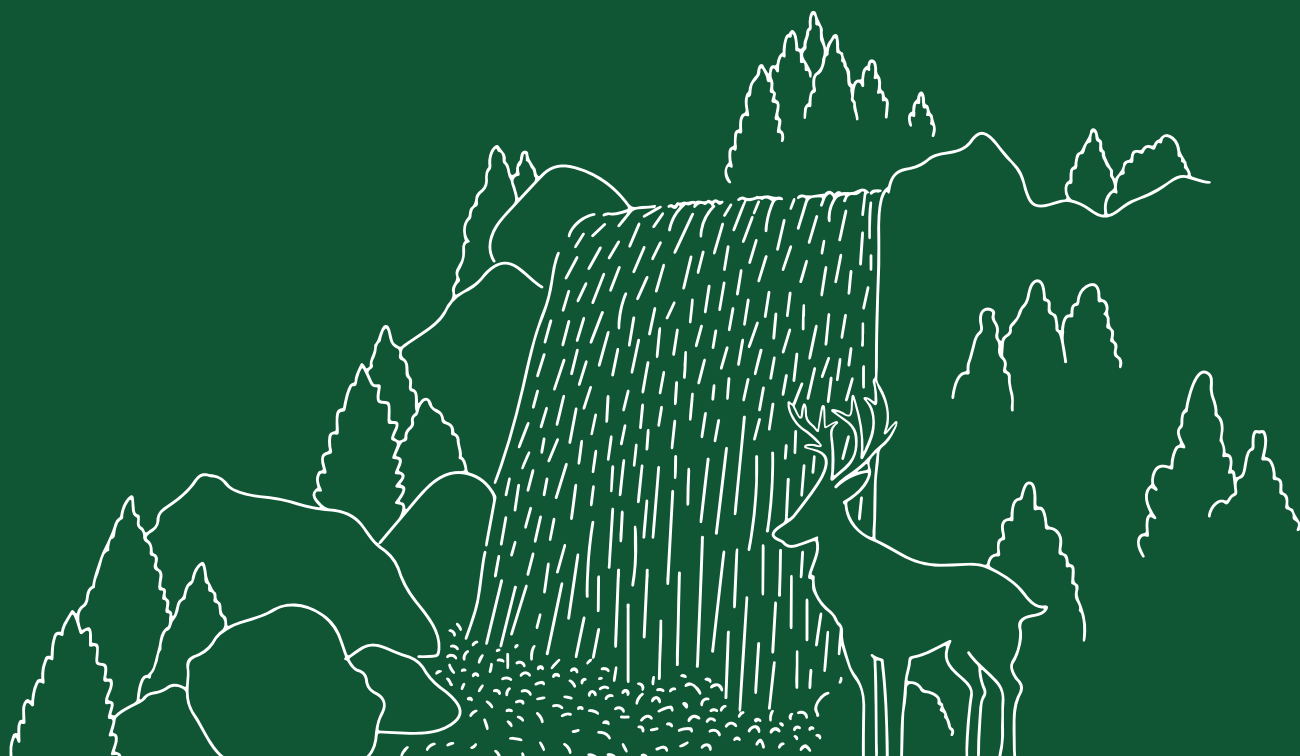


BRUELLAN PANORAMA

Q1/2024



PERSPECTIVES TRIMESTRIELLES / JANVIER / FÉVRIER / MARS 2024

2024: ENTRE DÉFIS GÉOPOLITIQUES ET OPPORTUNITÉS D'INVESTISSEMENT

SUISSE

DÉÇUS EN BIEN

EUROPE

NE PAS JOUER LA
PARTITION AVANT LE
CHEF D'ORCHESTRE

ETATS-UNIS

ATTERRISSAGE EN
DOUCEUR OU RÉCESSION,
TELLE EST LA QUESTION

ASIE

VERS UNE ÉCONOMIE
CHINOISE RÉÉQUILIBRÉE
PAR L'INDUSTRIE
MANUFACTURIÈRE?

TABLE DES MATIÈRES

04	Editorial	2024: Entre Défis Géopolitiques et Opportunités d'Investissement
06	Performances des marchés & grilles d'allocation	
10	Suisse	Décus en bien
12	Europe	Ne pas jouer la partition avant le chef d'orchestre
14	Etats-Unis	Atterrissage en douceur ou récession, telle est la question
16	Asie	Vers une économie chinoise rééquilibrée par l'industrie manufacturière?
18	Obligations	
22	Disclaimer	
23	Où nous trouver	

2024: ENTRE DÉFIS GÉOPOLITIQUES ET OPPORTUNITÉS

FLORIAN MARINI, CFA, CMT / CHIEF INVESTMENT OFFICE

Ces dernières années ont été marquées par une forte instabilité teintée d'incertitudes, tendance qui devrait perdurer en 2024. La Russie, qui prévoit d'accroître son budget militaire de 70%, semble se préparer à un conflit prolongé en Ukraine. Cette escalade, qui s'inscrit dans un contexte de fragmentation du soutien occidental, est préoccupante. Au Moyen-Orient, bien que la forte présence militaire américaine ait jusqu'ici empêché un élargissement de la guerre entre Israël et le Hamas, la stabilité de long terme reste précaire. Les États-Unis, pleinement occupés jusqu'à peu à lutter contre l'ascension économique et militaire de la Chine, voient aujourd'hui leurs ressources mises à rude épreuve, vu les multiples fronts qui se sont ouverts. Et l'élection potentielle de Donald Trump à la Maison Blanche pourrait encore intensifier cette dynamique géopolitique complexe.

Mais si cette instabilité est peut-être en passe de devenir la «nouvelle normalité», elle n'a pas modifié et ne va pas substantiellement modifier nos perspectives macroéconomiques, si ce n'est de suggérer une probable augmentation des dépenses publiques et une inflation de long terme durablement plus élevée.

Pour 2023, notre principe directeur consistait à anticiper une baisse marquée des pressions inflationnistes, ce qui, de notre point de vue, soutiendrait les marchés boursiers. À l'aube du premier semestre 2024, nos vues en matière d'inflation restent les mêmes. La majorité des impacts inflationnistes qui ont découlé des fermetures liées au COVID-19, en particulier les tensions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales, se sont largement normalisés. En outre, l'inflation provenant des matières premières est actuellement en phase d'atténuation. Et même dans les domaines où l'inflation s'avère la plus persistante – à savoir l'inflation des services, en particulier les coûts du logement et la croissance salariale – les indicateurs avancés signalent désormais une détente potentielle en 2024.

Le COVID-19 a entraîné une désynchronisation partielle des cycles de croissance de l'industrie manufacturière et des services. Le secteur manufacturier a commencé à décélérer au deuxième trimestre 2021, avant de tomber en profonde récession au troisième trimestre 2022, une tendance qui s'est maintenue depuis lors (en particulier en Europe). Ce ralentissement de l'activité manufacturière a toutefois été partiellement compensé par la résilience du secteur des services.

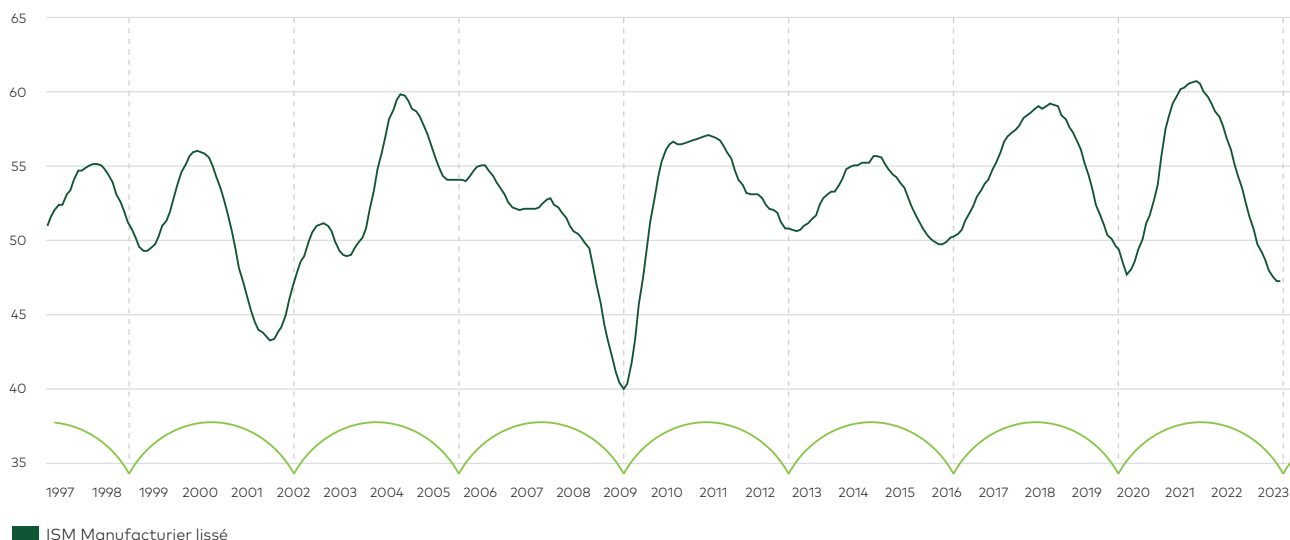
A l'heure de se tourner vers le premier semestre 2024, nos projections sont plus optimistes. Si nous anticipons une performance relativement modérée des services, le secteur manufacturier nous paraît mur pour un rebond significatif. Cette prévision s'appuie sur des tendances historiques, qui suggèrent que les directeurs d'achat font souvent preuve d'un pessimisme excessif lors des tournants cycliques. Leur niveau de pessimisme actuel est comparable à celui observé lors de chacune des récessions qui est survenue depuis les années 1980, à l'exception notable de la grande crise financière et de la pandémie de COVID-19.

En outre, les évolutions conjoncturelles tendent à afficher une cyclicité, en particulier dans le secteur manufacturier. En règle générale, un cycle complet s'étend sur environ 11 trimestres. Sur cette base, nous prévoyons le démarrage d'un nouveau cycle vers la fin 2023, conduisant à une résurgence potentielle de l'industrie manufacturière tout au long de l'année 2024.

En Chine, le rebond économique postpandémique s'est avéré plus modéré que prévu, avec d'importantes mesures de relance toujours en suspens malgré la désinflation observée du côté des consommateurs et des producteurs. Les autorités effectuent une pesée d'intérêts entre ces facteurs et la nécessité de contrer la dépréciation de la devise. L'évolution des exportations de Taïwan et de la Corée du Sud vers la Chine est un indicateur clé de la trajectoire économique du pays. Après avoir stagné en territoire négatif pendant 18 mois, elles ont retrouvé depuis peu une croissance positive, ce qui laisse présager une reprise de l'activité économique en Chine. Avec une croissance du PIB aujourd'hui estimée à environ 4,5%, cette évolution récente permet un optimisme prudent pour l'économie chinoise.

Alors que les principales banques centrales continuent de tracer le chemin vers la désinflation, leur stratégie semble s'orienter vers une période plus courte de «taux d'intérêt durablement élevés», avec des baisses de taux qui devraient être initiées au cours du deuxième ou du troisième trimestre 2024. Les investisseurs tablent actuellement sur une première baisse des taux par la Banque centrale européenne (BCE) en avril, suivie par la Réserve fédérale (Fed) en mai. Un tel revirement de la politique monétaire devrait être accueilli favorablement par les marchés financiers.

ISM manufacturier (indicateur lissé) et cycle économique Une reprise en début d'année 2024 est probable.



Sur le plan de la valorisation, les actions peuvent ne pas sembler particulièrement intéressantes. L'indice MSCI World se négocie actuellement à un ratio cours/bénéfices à terme de 17x, au-dessus de sa moyenne à long terme de 15x. Cela dit, des attentes de taux d'intérêt moindres renforcent l'attrait des actions, en augmentant la valeur actuelle des bénéfices futurs. Par ailleurs, comme déjà évoqué, nous anticipons un rebond à moyen terme de l'activité manufacturière qui, historiquement, est fortement corrélée à la croissance des bénéfices. Nous tablons donc sur une croissance bénéficiaire qui pourrait approcher les 10%. Et même dans l'hypothèse de bénéfices stables, la baisse des taux d'intérêt attendue devrait servir de catalyseur à une hausse des cours boursiers.

En conclusion, contrairement aux attentes largement répandues d'une récession en début d'année 2024, nous prévoyons une reprise du secteur manufacturier, en particulier en Europe. Ce rebond devrait soutenir l'économie dans son ensemble, en compensant les faiblesses potentielles du côté des services. Nous nous attendons à une poursuite du recul de l'inflation au cours des prochains mois, ce qui soutiendra des politiques plus accommodantes des banques centrales. Cette toile de fond, conjuguant croissance modeste des bénéfices par action (BPA) et taux d'intérêt plus bas, devrait être porteuse pour les marchés actions durant le premier semestre 2024.

À horizon plus long, nous resterons attentifs à l'éventualité d'une deuxième vague d'inflation, répercussion du choc mondial de l'offre survenu en 2020.

6

PERFORMANCE DES MARCHÉS

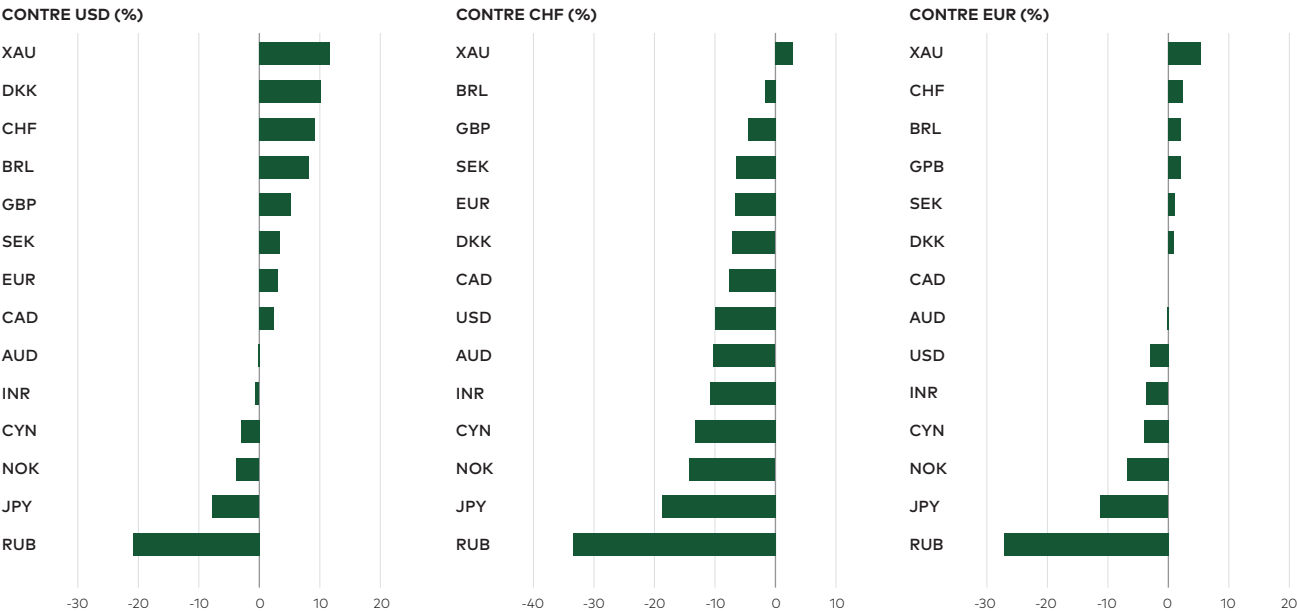
YTD AU 29.12.2023

Indicateurs économiques

	PIB réel %		Inflation %		PMI	Dette % PIB	Compte courant % PIB	Budget % PIB	Chômage %	Taux d'intérêt	
	2022	2023	2022	2023	Dernier	Dernier	Dernier	Dernier	Dernier	3 mois	10 ans
USA	2,1	2,4	8,0	4,1	49,4	79,2	-3,1	-6,3	3,7	5,3%	4.1%
Zone Euro	3,5	0,5	8,4	5,5	44,2	91,0	1,3	-3,8	6,5	3,5%	2.2%
Suisse	2,0	0,8	2,9	2,2	42,1	20,9	8,3	1,4	2,1	1,7%	0.9%
UK	4,0	0,5	9,1	7,4	47,2	101,0	-2,0	-5,6	4,0	5,2%	3.8%
Asie ex Japon	3,2	4,6	2,9	2,2	-	4,1	1,7	-6,9	3,7	4,5%	3.5%
Japon	1,1	2,0	2,5	3,2	48,3	216,3	2,9	-6,8	2,7	-	0.6%
Brésil	3,0	3,0	9,3	4,6	49,4	60,0	-1,9	-7,8	7,6	-	10.6%
Russie	-3,0	3,0	13,8	6,0	53,8	23,1	4,7	-3,1	3,0	11,7%	11.1%
Inde	8,7	7,0	5,4	6,6	56,0	46,5	-1,0	-6,4	8,5	7,3%	7.2%
Chine	3,0	5,2	2,0	0,4	50,7	360,3	1,8	-4,7	4,0	2,8%	2.5%
Monde	3,1	2,9	7,6	6,0	-	-	0,6	-	7,1	-	-

Performance des marchés

Taux de change



Marché actions / Rendement Total & Valorisation

	USD	EUR	CHF	GBP	Leading PE	
					Médiane LT	Dernier
S&P 500	26,3%	22,3%	15,0%	19,7%	17,9	21.8
Eurostoxx	26,3%	22,2%	14,9%	19,7%	14,4	12.6
Swiss Perf. Index	16,5%	12,8%	6,1%	10,5%	19,1	19.4
FTSE 100	13,9%	10,2%	3,7%	7,9%	15,2	11.3
MSCI Asia Ex-Jpn	7,4%	3,9%	-2,3%	1,8%	14,6	14.6
Nikkei 225	21,8%	17,9%	10,9%	15,5%	20,6	24.3
Brazil Bovespa	33,1%	28,4%	21,3%	26,1%	14,4	9.4
MSCI Russia	-	-	-	-	6,0	-
India SENSEX	20,8%	17,0%	10,0%	14,5%	20,4	24.1
China CSI 300	-11,9%	-14,8%	-19,8%	-16,5%	15,7	11.7
MSCI World	23,8%	19,8%	12,7%	17,3%	17,5	18.9

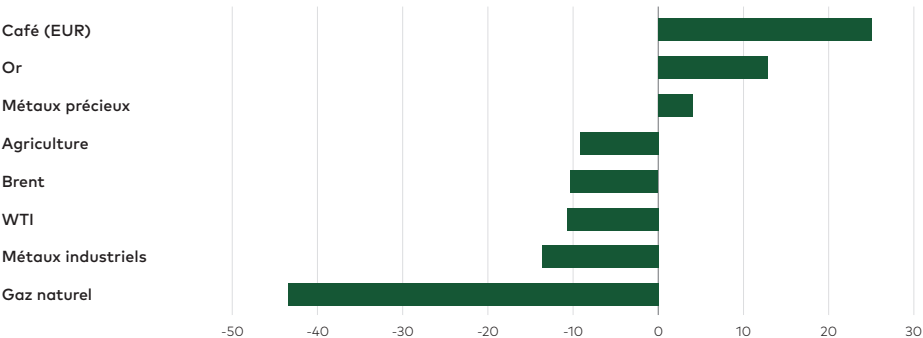
Marché obligataire



Secteurs / Performance & Valorisation (Leading PE)

	USA	Europe	Monde	USA		Europe		Monde	
				Médiane LT	Dernier	Médiane LT	Dernier	Médiane LT	Dernier
Cons. Discr.	41,0%	13,4%	33,6%	21,6	27.1	15.0	12.4	18.8	20.3
Cons. Non Cycl.	-1,6%	-1,0%	0,1%	19,4	20.2	18.7	17.4	19.2	19.1
Finance	12,2%	16,5%	13,1%	14,2	15.4	12.1	9.0	13.7	12.7
Energie	-4,8%	4,5%	-0,7%	14,6	9.8	11.2	7.8	13.8	9.6
Industrie	18,9%	24,7%	21,2%	18,4	22.4	18.9	19.7	18.4	20.2
Technologie	54,1%	33,1%	52,3%	22,4	32.7	25.7	25.1	23.1	31.9
Matériaux	10,4%	8,3%	11,7%	17,4	19.6	14.7	16.2	16.1	16.7
Services publics	-9,9%	9,5%	-2,5%	16,7	17.2	14.1	13.5	16.5	15.0
Santé	0,6%	6,4%	2,4%	19,4	21.9	20.3	18.7	20.2	21.3
Télécom.	53,4%	10,9%	44,0%	17,5	20.2	16.0	15.5	18.3	20.4
Immobilier	7.3%	6.8%	17.7%	44.3	37.2	30.8	13.9	28.3	26.9

Matières premières



8 GRILLES D'ALLOCATION

Classes d'actifs

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	Principaux moteurs	Risques
Actions				Nous anticipons une poursuite du repli de l'inflation et des taux d'intérêt au cours des prochains mois, ce qui soutiendra les marchés actions.	Seconde vague d'inflation ou erreurs que pourraient commettre les banques centrales.
Obligations				Les obligations mondiales affichent des rendements attrayants, à mesure que recule l'inflation. Cette classe d'actifs devrait retrouver ses vertus de diversification en cas de ralentissement économique plus sévère que prévu.	Inflation plus persistante que la normale et politiques fiscales très expansives.
Or				La baisse des taux réels soutient le prix de l'or.	Remontée des taux d'intérêt réels.
Cash					

Actions

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	Principaux moteurs	Risques
Etats-Unis				Les revenus et la demande privés demeurent solides, sur fond d'inflation en recul et d'assouplissement des conditions monétaires.	Optimisme excessif autour d'un atterrissage en douceur.
Europe				L'inflation sous-jacente devrait continuer à s'atténuer, et l'activité manufacturière atteint actuellement son point bas grâce à la résorption des stocks et à la cyclicité.	Attitude complaisante des marchés qui forcerait la BCE à durcir son ton et maintenir des taux trop durablement élevés. Résurgence des risques géopolitiques (passés récemment au second plan), vu notamment l'agenda électoral de 2024.
Suisse				Dans un contexte de ralentissement de l'inflation, la baisse des taux devrait permettre aux petites et moyennes capitalisations de rebondir. Si le pire de la récession manufacturière est passé, cela constituera un autre support.	Remontée plus forte que prévu de l'inflation en début d'année 2024, alimentée par des facteurs ponctuels (TVA, loyers et électricité), qui pourrait faire rechuter les marchés.
Asie Pacifique ex-Japon				Les pressions déflationnistes persistent, mais le revenu disponible et la consommation affichent un certain redressement.	Problèmes d'endettement et affaiblissement de la demande extérieure.
Japon				Une politique monétaire toujours accommodante et la faiblesse du yen soutiennent les exportations.	Poursuite de la baisse du revenu réel disponible et faiblesse de la consommation personnelle.

Obligations

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	Principaux moteurs	Risques
Etats développés				Les obligations d'état offrent aux investisseurs des flux de trésorerie stables, visibles et liquides, ainsi que des caractéristiques de valeur refuge renouvelées et des rendements nets d'inflation positifs. Les obligations indexées sur l'inflation peuvent amener une diversification intéressante.	Une inflation persistante, des banques centrales agressives ou des politiques fiscales indisciplinées pourraient pousser les rendements à la hausse.
Entreprises (IG)				Les obligations d'entreprises de haute qualité présentent une bonne combinaison de rendement et de spreads, avec un très faible risque de défaillance; privilégier les échéances de moyen terme.	En cas de récession, des pressions sur les fondamentaux du crédit et un stress financier entraîneraient un élargissement des spreads de crédit.
Haut rendement				La prudence est de mise, vu la probable augmentation probable des défaillances et les spreads peu attrayants. Préférer les obligations à haut rendement de courte échéance.	Les obligations à haut rendement pourraient souffrir davantage si les turbulences financières s'aggravent.
Emergents				Les valorisations relatives sont intéressantes, avec des fondamentaux économiques et de crédit résilients.	Les pays émergents pourraient être mis sous pression en cas de récession mondiale, d'appréciation du USD ou de fort repli des marchés des matières premières.

Taux de change

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	
EUR vs USD				Dans un contexte d'appétit pour le risque, un EUR sous-évalué devrait continuer à s'apprécier.
EUR vs CHF				Le CHF devrait progresser contre EUR, même si le potentiel est limité par le probable ralentissement du rythme auquel la BNS réduit son bilan.
USD vs CHF				Le CHF devrait continuer à s'apprécier contre USD, le différentiel de taux d'intérêt devenant moins favorable à l'USD.
EUR vs GBP				Le déficit de la balance courante et une banque centrale qui accuse du retard plaident en faveur d'une poursuite de la baisse de la GBP. Nous deviendrons neutres si la paire EURGBP franchit le niveau de 0,85.
EUR vs JPY				La correction de l'EUR au troisième trimestre a renforcé son attrait vis-à-vis du JPY, dans un contexte où le différentiel de taux d'intérêt demeure favorable à l'EUR.
USD vs GBP				Le déficit de la balance courante et une banque centrale qui accuse du retard plaident en faveur d'une poursuite de la baisse de la GBP.

SUISSE DÉÇUS EN BIEN

ANICK BAUD / SENIOR FUND MANAGER

Il y a trois mois, si nous pensions que la Suisse échapperait bien à la récession, nous ne nous attendions tout de même pas à une croissance qui demeure aussi soutenue, compte tenu de la faiblesse du secteur manufacturier. Et tout en reconnaissant que la décélération de l'inflation était bien en marche, nous anticipions un petit regain en fin d'année – qui ne s'est pas produit. A condition que l'Allemagne ne s'enfonce pas dans une profonde récession, nous pensons que les choses ne se présentent pas si mal pour la Suisse à l'entame de 2024.

Une petite lumière au bout du tunnel;

La Suisse vit depuis pratiquement un an ce que l'on appelle une récession manufacturière. En effet, l'indicateur des directeurs d'achat (PMI) a pointé pendant 11 mois consécutifs en-dessous du seuil de croissance de 50, frôlant même l'été dernier un niveau qui n'avait plus été expérimenté depuis la crise financière de 2008. Les récentes données ne peuvent pas encore être qualifiées de véritable retournement de tendance, mais il y a malgré tout quelques infimes motifs de réjouissance. On note par exemple une légère amélioration des composantes «carnets de commande» et «production», ce qui permet d'espérer que, pour les entreprises industrielles, le pire soit désormais derrière. Le «nettoyage» des inventaires trop élevés aura duré bien plus longtemps que prévu, mais il semble aujourd'hui, à l'exception de quelques activités bien spécifiques, que la situation se soit enfin normalisée et que la demande, certes timide, fasse son retour. Et puis, contrairement à ce que certains craignaient pendant l'été, le PMI des services affiche quant à lui toujours une belle résistance. Avec une valeur supérieure à 50 pour le quatrième mois consécutif, il témoigne de la résilience de l'économie domestique et de la vigueur du consommateur, réjouissante et surprenante dans ce contexte morose.

Tous les regards braqués sur l'Allemagne:

Depuis des mois maintenant, lorsqu'on parle d'économie mondiale (et plus particulièrement européenne), le mot récession est brandi comme une épée de Damoclès au-dessus de nos têtes. La menace ne s'est à ce jour pas encore matérialisée et est même constamment repoussée dans le temps. La conjoncture suisse continue de résister, et ce malgré sa grande ouverture sur l'extérieur et la faiblesse de la production manufacturière. La croissance du PIB au 3^e trimestre s'est d'ailleurs avérée plutôt une belle surprise, avec une progression, corrigée des effets positifs liés aux événements sportifs de 2022, de 0,9%. Une fois de plus, et cela n'étonnera personne, la consommation privée a joué le rôle d'amortisseur et largement compensé la faiblesse des investissements et de la production. Pour 2024, nous continuons de penser que la Suisse évitera la récession, mais sa vigueur conjoncturelle dépendra largement de la santé

économique de ses principaux partenaires commerciaux, et en particulier de l'Allemagne. Le plus grand pays de l'Union Européenne (UE) traverse en effet une crise sans précédent, avec des répercussions sur les entreprises helvétiques, plus spécifiquement celles liées à l'industrie et à la construction, qui pourraient in fine peser sur la croissance du pays et inverser l'amorce d'un retournement de tendance. Dire que le sort de l'Allemagne scellera celui de la Suisse l'an prochain serait exagéré car le pays peut s'appuyer sur les autres béquilles que sont notamment l'économie américaine, toujours vigoureuse, et une consommation intérieure qui ne fléchit pas. Mais force est d'admettre qu'une absence d'impulsion venant de l'autre côté du Rhin pourrait bien ternir le tableau helvétique.

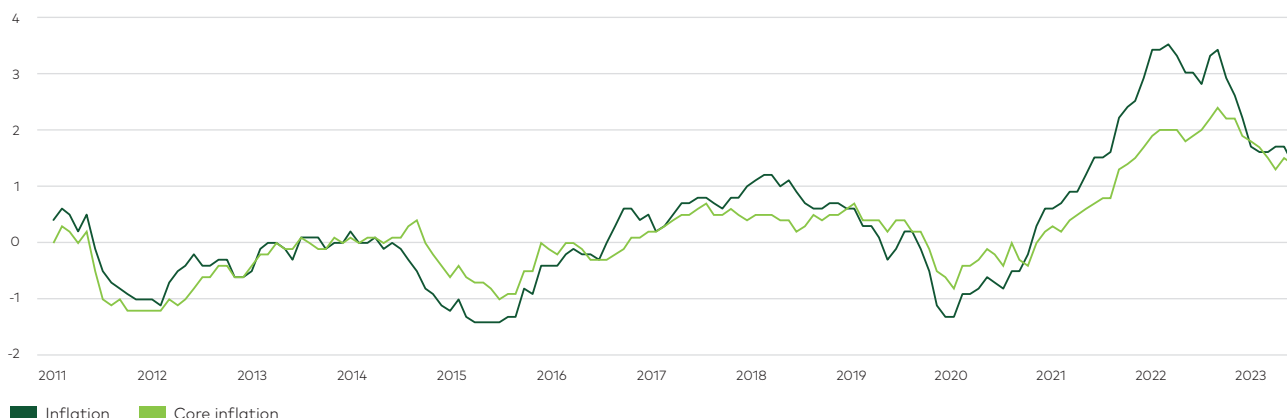
La composante «carnets de commande» du PMI s'est améliorée depuis le point bas de l'été 2023



Une inflation largement sous contrôle:

L'excellente nouvelle de la fin 2023 est la faiblesse de l'inflation. Depuis février dernier, les indices de prix reculent sans discontinuer et, durant l'été, sont même passés sous la barre des 2% (1,4% en novembre). La Banque nationale suisse (BNS) a ainsi réussi son combat contre l'inflation et peut se targuer d'être, à ce jour, la seule banque centrale d'importance à avoir rempli son contrat. Quelques petites embûches, à l'image de la hausse des tarifs d'électricité,

La BNS a réussi son combat contre la hausse des prix



de la TVA, des transports et des loyers, pourraient malgré tout alimenter l'inflation en début d'année 2024, mais ces phénomènes seront provisoires et de faible ampleur. Si nous craignons, il y a encore peu, que la hausse du taux hypothécaire de référence applicable aux contrats de bail ait un impact important sur les loyers, qui comptent pour près de 20% dans le calcul de l'inflation, cela n'a pas été le cas. De fait, la première hausse décidée en juin n'a eu que très peu d'incidence sur les loyers, moins de 2%, et quand bien même une deuxième hausse vient d'intervenir en décembre, elle ne devrait que très provisoirement et modestement impacter les indices de prix. Ainsi, nous pensons que la BNS en a bel et bien fini avec son resserrement monétaire, comme l'atteste sa réunion de décembre, et de premières baisses de taux, dans un contexte de croissance molle, sont même attendues pour 2024.

Un consommateur affaibli mais pas vaincu:

Depuis plus de deux ans, la consommation intérieure joue un rôle de locomotive dans la croissance suisse, sa vigueur permettant de compenser d'autres faiblesses. Cette bonne santé du consommateur est le fruit d'un marché de l'emploi particulièrement dynamique et du surplus d'épargne accumulé pendant la pandémie. Mais face à des entreprises qui, selon les dernières enquêtes, se disent prêtes à diminuer leurs effectifs dans les prochains mois, et à un pouvoir d'achat qui s'érode, l'économie peut-elle encore compter sur ce soutien? Ce que l'on peut dire, c'est que la politique restrictive de la BNS a eu moins d'effets négatifs qu'escomptés et que le tour de vis semble désormais bel et bien derrière nous. De plus, grâce à un renchérissement qui s'atténue, une très légère progression des salaires réels peut être attendue pour 2024 (+2,1% en termes nominaux selon le KOF, soit au-dessus de l'inflation estimée). Si les entreprises de manière générale sont plus nombreuses qu'auparavant à envisager des suppressions de postes, l'ampleur de ces coupes devrait être freinée par la difficulté à recruter qui est certes moins sévère qu'il y a quelques mois mais toujours présente. Ce phénomène pourrait être encore accentué par des vagues importantes de départs

à la retraite. A tous ces facteurs de soutien à la consommation, on peut encore ajouter celui d'une croissance démographique supérieure à la moyenne en Suisse grâce à l'immigration. Le tableau n'est pas complètement rose pour autant et la très conséquente augmentation des primes d'assurance maladie en 2024 (+9% contre +3% en moyenne pour les 20 dernières années) risque de peser sur la demande intérieure. Selon les estimations d'UBS, le revenu disponible des ménages pourrait être rogné de quelques 0,5%. Même affaibli, le consommateur devrait malgré tout continuer d'apporter une contribution positive à la croissance du pays.

La force du franc et les marges des entreprises:

On le sait, la force de la monnaie helvétique par rapport à celles de ses principes partenaires commerciaux est un phénomène quasi constant dans l'histoire économique. Pour autant, la rapidité avec laquelle le franc suisse a joué le rôle de valeur refuge depuis deux ans a constitué un véritable casse-tête pour les sociétés exportatrices suisses. S'il faut reconnaître que cette appréciation a aidé le pays à contenir la hausse des prix importés et que la valeur du franc mesurée en parité du pouvoir d'achat n'est pas aussi élevée qu'en termes nominaux, compte tenu du niveau d'inflation comparativement faible, l'effet sur les marges bénéficiaires n'est pas anodin. Surtout quand il s'agit des petites et moyennes entreprises, moins susceptibles d'avoir des «protections» naturelles et dont les coûts en francs suisses sont disproportionnés par rapport aux revenus. Si la grande force des entreprises helvétiques est leur capacité à contourner ce problème à terme par des gains de productivité et une innovation constante, permettant de justifier des prix plus élevés, cela a sans doute freiné la performance des actions suisses en 2023. Et quand bien même le franc suisse devrait rester structurellement fort, on peut imaginer que, dans un contexte d'inflation maîtrisée où la BNS n'aura plus besoin de procéder à des rachats massifs pour soutenir la devise, 2024 devrait amener un peu de soulagement aux bénéfices des sociétés suisses, ce qui ne manquera pas d'influencer positivement leur cours de bourse.

NE PAS JOUER LA PARTITION AVANT LE CHEF D'ORCHESTRE

MALEK DAHMANI / FUND MANAGER

Le rallye boursier de novembre et décembre a permis de sauver une année 2023 qui aura très bien commencé, très bien fini, mais connu entre deux un grand trou d'air. L'optimisme qui porte actuellement les marchés financiers pourrait se prolonger en 2024, mais il nous semble battre la mesure un peu trop vite.

Pour les amateurs de casse-têtes, voici une petite énigme: la fin d'année 2023 ressemblant, en apparence, à celle de 2022, le début d'année 2024 sera-t-il similaire à celui de 2023, sachant que les échéances politiques seront nombreuses de par le monde, avec des élections notamment aux Etats-Unis et à Taiwan, que la situation géopolitique demeure volatile et que nous entrerons dans l'année du Dragon dans le calendrier chinois, signe porteur de succès ? Insoluble ? Essayons d'y voir plus clair.

L'enthousiasme actuel, dopé par le changement de rhétorique évident de Jerome Powell au mitan du mois de décembre, permet à l'année 2023 de se conclure sur une performance des actions, notamment européennes, bien meilleure que ne l'anticipaient la plupart des investisseurs il y a 12 mois. Les principales raisons résident dans un exercice d'équilibre réussi: l'évitement de la récession tant attendue malgré une hausse des taux qui s'est poursuivie jusqu'en septembre, couplé à une décélération de l'inflation des deux côtés de l'Atlantique laissant espérer une baisse de ces mêmes taux. Ajoutez à cela une pincée d'intelligence artificielle pour relancer le segment des valeurs technologiques, et vous obtenez une très solide progression, plus de deux fois supérieure à la prime de risque actuelle sur ce marché. Les perdants, finalement, auront été les titres défensifs, notamment la santé et la consommation courante, délaissés par les investisseurs au fur et à mesure que le scénario se déroulait. Les stratégies «barbell» conjuguant titres de croissance et de valeur ont, au contraire, bénéficié de la bonne tenue de ces deux segments de marché, chacune ayant connu sa période de dynamique positive durant l'année.

Dans ce contexte, et à l'orée d'une nouvelle année, nous pensons toutefois qu'il faut savoir garder la mesure, et ne pas jouer la partition avant le chef d'orchestre, c'est-à-dire les banques centrales. Nous voyons notamment quelques raisons d'adopter une approche prudente à court terme, tout en maintenant une exposition constructive aux actions européennes sur le long terme. Il s'agira de tirer parti des opportunités d'investissement dès que l'enthousiasme du marché se rafraîchira.

Un certain nombre de bonnes nouvelles ne devraient pas se reproduire en 2024. Le rythme de décélération de l'inflation est, mécaniquement, appelé à diminuer. Dans le même temps, les effets des taux d'intérêt élevés devraient se faire ressentir de plus en plus fortement au niveau des ménages et des entreprises. La BCE est par ailleurs déterminée, avant d'anticiper une quelconque baisse des taux, à influencer deux derniers indicateurs directement liés aux ménages et à la marche des affaires: l'inflation des salaires et les marges opérationnelles des entreprises.

S'agissant des salaires, nous avons évoqué le sujet à plusieurs reprises dans nos dernières publications, arguant qu'il s'agit d'un facteur clé pour s'assurer de l'ancrage de l'inflation sous-jacente au niveau de 2% souhaité par notre système économique. Force est de constater, en reprenant les propos de Christine Lagarde, que le processus prend plus de temps que nous ne l'aurions escompté: «Lorsque nous examinons les données (salariales) actuelles, nous constatons qu'elles ne sont pas en baisse» (Christine Lagarde, 14 décembre 2023).

*« L'inflation pourrait également s'avérer plus élevée qu'anticipé (...) si les salaires ou les marges bénéficiaires augmentaient plus que prévu »
(Christine Lagarde, BCE, 14 décembre 2023).*

Dans le même temps, les marges opérationnelles des entreprises européennes ont atteint des pics qui n'avait plus été vus depuis 2008. Il est désormais établi qu'une partie de cette amélioration est due à l'inflation, les entreprises ayant capté une part non négligeable des hausses de prix dans leurs bénéfices. Un phénomène corroboré tant par des études macroéconomiques que dans nos discussions avec les dirigeants d'entreprises. Cette dynamique peut devenir vicieuse si elle entraîne une spirale des salaires, et in fine, des prix. Il apparaît donc évident que la BCE veut voir ces données s'orienter à la baisse avant de procéder à de véritables

Marge opérationnelle du Stoxx 600 et inflation sous-jacente



réductions des taux d'intérêts. En parallèle, une baisse des marges opérationnelles des entreprises, pouvant conduire à des mesures de restructurations, et impactant donc le chômage, est le moyen le plus efficace pour stabiliser la progression des salaires. La manière dont les membres de la BCE se sont relayés pour insister sur l'absence de certitude quant à des baisses de taux en première partie d'année 2024 semble confirmer ce scénario.

Cette volonté de la BCE, dont le ton est aujourd'hui définitivement plus ferme que celui de la Fed, ne paraît pas crédible pour le moment, tant elle est peu retranscrite dans les attentes du marché pour 2024, ni dans l'état d'esprit, plutôt euphorique, des investisseurs à l'approche des fêtes de fin d'année. En pareil contexte, réajuster l'exposition des portefeuilles à certains secteurs défensifs présente un intérêt. Ces derniers pourraient bénéficier de leurs caractéristiques pour apporter une contribution positive à la performance, si le scénario suggéré ci-dessus se déroule.

Le maintien d'une exposition aux segments de croissance ainsi qu'aux petites et moyennes capitalisations demeure par ailleurs judicieux de notre point de vue. Dès les premiers signes concrets de décélération des salaires et de repli des bénéfices, la BCE, comme sa consœur outre-Atlantique, devra réagir rapidement. Il s'agira pour les banquiers centraux de passer du rôle de chefs d'orchestre à celui de

funambules. Ceci dans le but de desserrer l'étau monétaire et éviter une récession trop profonde, sachant que certains pays, et non des moindres (on pense bien sûr à l'Allemagne), sont déjà dans une situation très compliquée. Les portefeuilles devront alors être bien investis dans les segments susmentionnés. Les mois d'octobre 2022 et de novembre 2023 l'ont bien démontré : quand la musique repart, elle n'attend personne !

Si la partition est correctement interprétée, la suite du concert devrait être harmonieuse. Les perspectives de croissance de long terme demeurent robustes, grâce aux tendances séculaires que sont la transition énergétique et durable, dans lesquels les entreprises européennes figurent au premier plan, et la digitalisation, qui soutient la productivité sur le long terme.

ATERRISSAGE EN DOUCEUR OU RÉCESSION, TELLE EST LA QUESTION

PETTERI PIHLAJA / CONSEILLER // ANTTI TILKANEN / CONSEILLER

L'attention reste focalisée sur la tendance désinflationniste, qui suit son cours. Le marché de l'emploi est toujours tendu, mais présente des signes encourageants de détente. Et les effets de la politique monétaire restrictive commencent à se manifester partout dans l'économie. Les valorisations des marchés actions intègrent pour leur part un scénario plutôt optimiste.

2023 aura été marquée par une progression continue des estimations conjoncturelles, dynamique qui s'est amorcée dans un contexte de prévisions moroses il y a un an, mais qui ne devrait pas persister tout au long de 2024. L'économie américaine dans son ensemble a bien résisté jusqu'ici, grâce à une demande des ménages – facteur primordial – saine, peu entravée par le niveau plus élevé des taux d'intérêt. Dans le même temps, d'autres pans de l'économie, notamment la production industrielle et le logement, ont été atones, l'impact des taux d'intérêt étant plus immédiat.

Pour ce qui est de 2024, une poursuite du recul de l'inflation, ainsi que des décalages et incertitudes significatifs en termes d'impact de la politique monétaire, implique que les banques centrales pourraient ajuster leur posture un peu tardivement (comme c'est souvent le cas). Savoir si le scénario de base sera celui d'un atterrissage en douceur ou d'une récession reste donc la question la plus intéressante.

Une réponse définitive à cette question a été repoussée dans le temps. Si la trajectoire de l'inflation a correspondu

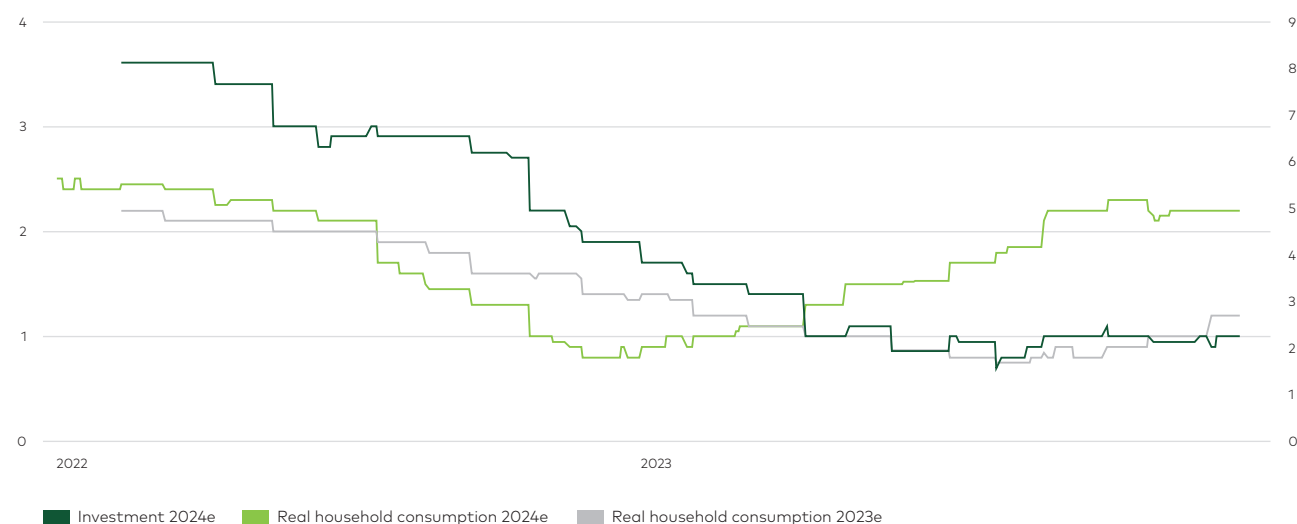
aux attentes, la demande de consommation a pour sa part surpris à la hausse. Malgré quelques signes précurseurs de ralentissement, un retournement rapide n'est – pour l'heure en tout cas – pas en cours.

Les indicateurs les plus importants à surveiller à cet égard sont ceux liés au marché de l'emploi, aux salaires et aux finances des ménages.

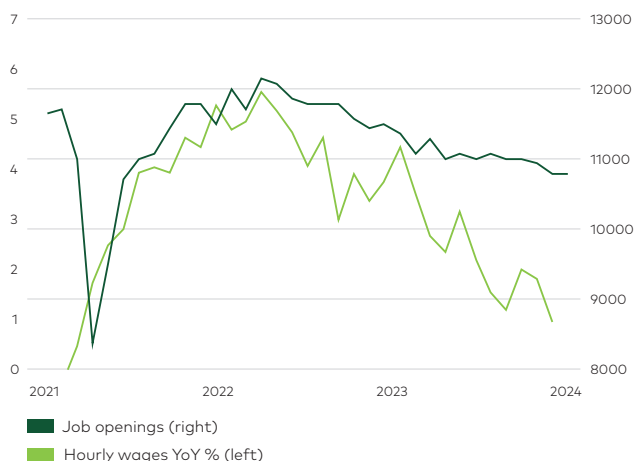
Le marché de l'emploi reste tendu. Le chômage a tendance à augmenter très légèrement, mais reste actuellement à 3,7%, ce qui équivaut pour ainsi dire au plein emploi. La croissance de la masse salariale est très faible en dehors des secteurs de la santé et de l'éducation, moins sensibles au cycle économique.

Les demandes d'allocations de chômage, les taux de démission et les offres d'emploi montrent quelques premiers signes d'affaiblissement. Les effets de la hausse des taux commencent à être visibles, mais le processus prendra encore du temps. Même dans le secteur industriel, la situation

Projections en matière de consommation et d'investissement



Salaires horaires et offres d'emploi



est plutôt stable. La production stagne et les PMI oscillent en deçà de 50, mais les offres d'emploi se sont stabilisées, voire commencent à s'améliorer légèrement.

La croissance des salaires continue de ralentir, atteignant désormais 4% en glissement annuel. Cela témoigne d'un relâchement de la demande de main-d'œuvre, condition sine qua non pour contenir les pressions inflationnistes à moyen terme. Tous les signaux indiquent que cette tendance perdurera en 2024, dans la mesure où le déséquilibre entre offre et demande de main-d'œuvre s'est atténué. Cela dit, il ne faut pas s'attendre à un recul significatif, le taux de participation étant remonté à des niveaux proches de ceux d'avant la pandémie, ce qui signifie qu'il n'y a plus de réserve abondante de travailleurs susceptibles de réintégrer la population active.

Soutenus par le solide marché de l'emploi et des bilans sains, les ménages continuent de dépenser, ce qui entretient pour l'heure le narratif du « durablement plus élevé ». Il convient toutefois d'ajouter que la consommation n'est pas complètement portée par la croissance du revenu disponible, ce qui rend la situation quelque peu précaire. Les consommateurs ont puisé dans l'épargne « excédentaire » accumulée durant la pandémie, laquelle a permis d'ajouter environ USD 2'000 milliards à la demande de consommation au cours des deux dernières années et qui est désormais largement épuisée. En d'autres termes, le taux d'épargne a été quelque peu inférieur à ses niveaux habituels des 10 ou 20 dernières années, les revenus tardant à rattraper l'inflation.

Si le taux d'épargne actuel d'environ 4% n'est pas insoutenable du point de vue fondamental, les ménages pourraient commencer à vouloir épargner davantage à mesure que les perspectives deviennent plus incertaines et l'épargne plus lucrative. Partant, cela pourrait entraîner un léger ralentissement de la demande des consommateurs. Mais dans

Taux d'épargne



la mesure où la progression des revenus maintiendra la croissance de la consommation en territoire positif, un certain tassement ne serait pas alarmant en soi, tant que des fissures n'apparaissent dans le marché de l'emploi. Quoi qu'il en soit, l'évolution de la situation sur ce front méritera d'être suivie de près. Après tout, la consommation des ménages américains est le principal moteur de la demande dans l'économie américaine, et mondiale.

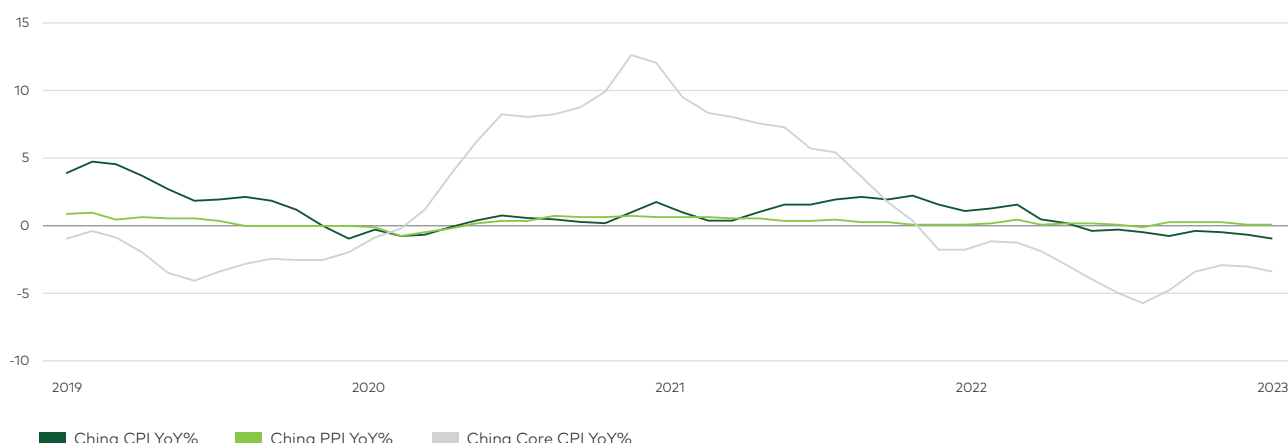
La rentabilité des entreprises reste solide. La légère récession des bénéfices des neuf derniers mois s'est déployée sans trop de dégâts et les estimations bénéficiaires se rapprochent de leur précédent pic. La faible croissance du chiffre d'affaires en 2023 devrait se redresser quelque peu début 2024, pour avoisiner 5%. En bref, les fondamentaux ne sont pas en cause actuellement. Ce sont plutôt les niveaux de valorisation qui semblent exigeants. Si un rendement des bénéfices à terme de 4,5% n'est pas exceptionnel au regard de l'histoire récente, il paraît tout de même assez tendu par rapport au rendement de 4,2% des bons du Trésor à 10 ans. Une réaccélération qui pousserait les perspectives bénéficiaires à la hausse de manière significative par rapport aux taux d'intérêt semble peu probable. Dans un scénario d'atterrissage en douceur, avec une croissance qui perdure et un assouplissement de la politique monétaire, les niveaux de valorisation actuels se justifient, mais la prime de risque est clairement faible.

VERS UNE ÉCONOMIE CHINOISE RÉÉQUILIBRÉE PAR L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE ?

PETTERI PIHLAJA / CONSEILLER // ANTTI TILKANEN / CONSEILLER

L'économie chinoise continue de subir des pressions déflationnistes, avec une demande finale faible et un secteur immobilier défaillant. Le gouvernement a récemment opéré une réorientation des investissements vers le secteur manufacturier de haute technologie, mais cela pourrait créer plus de problèmes que cela n'en résoudra.

IPC, IPC sous-jacent et IPP chinois en glissement annuel



L'année écoulée s'est conclue à peu près comme prévu en termes de performance économique, bien que la trajectoire ait été plus contenue qu'anticipé. En début d'année 2023, nous pensions que la levée des mesures de confinement liées au Covid entraînerait un rebond très marqué des dépenses de consommation, suivi d'un ralentissement dans la seconde moitié de l'année. Dans les faits, la faiblesse du rebond nous a surpris. Cela ne contribue qu'à renforcer notre opinion selon laquelle l'économie chinoise est confrontée à un grave problème structurel, dû au manque de consommation privée.

Cette faiblesse de la consommation est soulignée par les récentes pressions déflationnistes que connaît l'économie chinoise. Contrairement au reste du monde, la Chine n'a pas eu à batailler contre une montée rapide des anticipations inflationnistes. Un mouvement qui trouve évidemment son origine dans les mesures de relance massives prises durant la période du Covid (politiques budgétaire et monétaire accommodantes) partout dans le monde occidental. La Chine, quant à elle, ne s'est pas appuyée sur des transferts directs au secteur privé. De fait, les autorités du pays ont étonnamment peu agi pour soutenir les entreprises privées en difficulté.

L'indice officiel des prix à la consommation (IPC) reste en territoire négatif, tandis que l'IPC sous-jacent (hors alimentation et énergie) est tout juste positif. Les prix des denrées alimentaires affichent un recul de 4% en glissement annuel et constituent actuellement le principal facteur déflationniste. Les prix à la production sont en baisse depuis plus d'un an, ce qui n'est pas surprenant compte tenu de la faiblesse de la demande finale de produits manufacturés.

Le secteur immobilier, avec son endettement massif, continue de peser sur la croissance chinoise. Le gouvernement opère actuellement un transfert de crédit, des promoteurs immobiliers en grande difficulté financière vers le secteur manufacturier. Ce faisant, il vise à soutenir les nouvelles technologies, censées également stimuler l'emploi et la consommation à long terme. Cela est vrai dans certains secteurs tels que les semi-conducteurs, où les sanctions américaines ont coupé l'accès aux équipements de fabrication de pointe. Pour couvrir ses besoins nationaux en puces, la Chine doit réinventer la quasi-totalité de la chaîne d'approvisionnement en équipements de fabrication de semi-conducteurs. Le pays a fait de solides progrès sur ce front, et nous jugeons ces investissements contrôlés par le gouvernement comme utiles et rentables.

Investissements chinois dans l'immobilier, les infrastructures et l'industrie manufacturière



Malheureusement, les programmes d'investissement massifs décidés de manière centralisée conduisent presque toujours à des inefficacités. Le marché des véhicules électriques est en une illustration: la production de véhicules électriques a progressé rapidement en Chine au cours des dernières années, et le marché est aujourd'hui confronté à une baisse de la rentabilité. Il s'agit là d'un schéma habituel pour de nombreux segments de produits dans lesquels la Chine a pénétré par le biais d'incitations massives à l'investissement: une part de marché mondiale plus élevée, associée à une offre excédentaire et à une rentabilité moindre.

Les entreprises industrielles privées ont été réticentes à investir, sur fond de très faible demande intérieure.

La question de l'absorption de nouvelles capacités se pose également. Les entreprises industrielles privées ont été réticentes à investir, sur fond de très faible demande intérieure. On estime que la base manufacturière chinoise représente actuellement plus de 30% de la capacité mondiale, alors que la consommation ne compte que pour 15%. Cela met en évidence le problème fondamental que pose l'accroissement des prêts (ou des subventions directes) au secteur manufacturier pour stimuler la croissance du PIB: les consommateurs chinois ne seront pas en mesure d'absorber la production supplémentaire.

L'excédent peut bien sûr être absorbé par les marchés d'exportation, mais dans une mesure discutable compte tenu du ralentissement en cours dans de nombreuses régions. La zone euro, par exemple, est à peine en croissance, tandis que les attentes en matière d'inflation s'atténuent

Exportations chinoises et exportations vers les États-Unis en glissement annuel

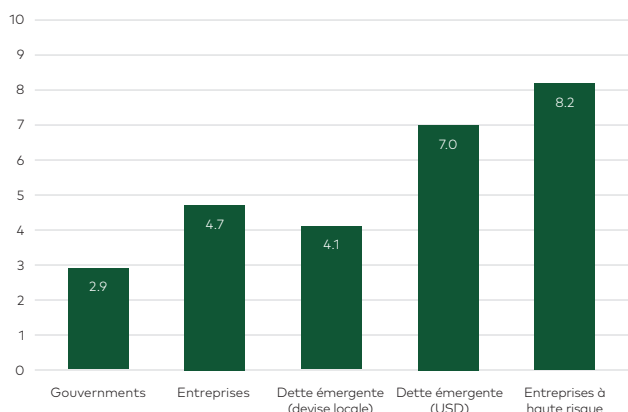


rapidement. Il n'est pas exagéré de prévoir que l'Europe puisse commencer à subir des pressions déflationnistes en 2024. Le consommateur américain a très bien résisté pendant la phase inflationniste, grâce à des bilans des ménages en bien meilleur état que pendant la crise de 2008. Quand bien même un atterrissage en douceur constitue pour l'heure l'hypothèse centrale, toute remontée du chômage changerait radicalement ces perspectives pour le pire. Dans l'ensemble, les exportations chinoises sont plutôt faibles depuis un certain temps déjà, tandis que celles destinées aux États-Unis ont fléchi après une flambée de court terme provoquée par les plans de relance. La question est donc de savoir si les États-Unis seront en mesure d'absorber l'excès de production chinoise dans son entièreté, sachant que les investissements sont susceptibles de ne pas tous concerner des segments de produits sous-utilisés.

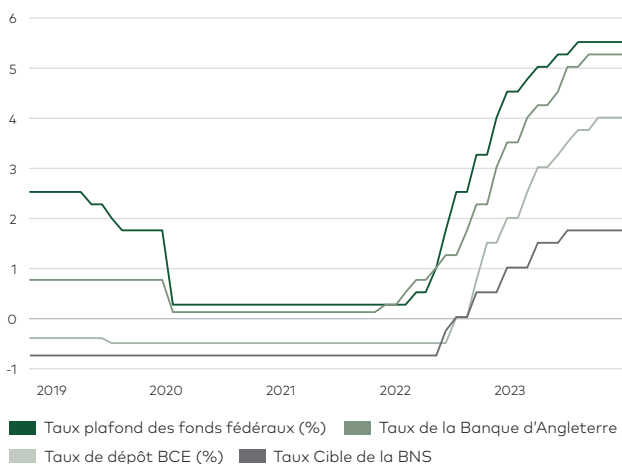
De manière générale, l'approche chinoise en matière de restructuration de son économie semble au mieux passive. Même les économistes basés en Chine continentale sont tous d'accord pour dire où se situent les problèmes – et ont mis en avant de vraies solutions. Mais le gouvernement continue à micro-gérer l'économie par le biais d'investissements. Vu ce contexte, l'économie chinoise s'est en fait bien comportée, avec une récente reprise de la croissance de la consommation et du revenu disponible. En mars, nous obtiendrons de plus amples informations quant aux objectifs officiels de croissance du PIB. D'ici là, il est à espérer que le gouvernement aura également accepté de prendre des mesures qui soutiennent plus directement la part des ménages dans les revenus totaux.

Les derniers mois de 2023 ont vu un changement notable dans le ton des banques centrales. Les responsables politiques ont cessé de resserrer les conditions monétaires pour freiner la demande et l'inflation, et ont commencé à signaler que les taux d'intérêt seraient assouplis courant 2024. Après un solide troisième trimestre, la croissance économique a ralenti en fin d'année. Aux États-Unis, la Fed a fait part de son optimisme quant au fait que l'inflation a pu être jugulée sans récession. En Europe, les indices de prix ont chuté précipitamment, permettant à la BCE de mettre un terme à son cycle de relèvement des taux.

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



Évolution des taux d'intérêt des banques centrales



OBLIGATIONS D'ÉTATS DÉVELOPPÉS

Fin octobre, les marchés obligataires ont entamé l'un de leurs plus importants rallyes depuis qu'est survenue la pandémie de Covid, en début d'année 2020. Les rendements des obligations souveraines américaines et européennes ont reculé de plus de 1%, les investisseurs anticipant une accélération du rythme de baisse des taux au cours des prochaines années. A fin décembre, les investisseurs tablaient sur plus de 1,5% de réduction des taux en 2024, soit près du double de ce que la Fed a indiqué dans son résumé des projections économiques (« dot plot »).

Aux États-Unis, le Trésor a renforcé la tendance accommodante de la Fed en modérant son signal d'émissions de nouvelles obligations. Les obligations européennes ont quant à elles bénéficié de la baisse des prix de l'énergie, annulant une partie du choc énergétique lié à l'invasion de l'Ukraine par la Russie et aux sanctions qui s'en sont ensuivies. Les obligations d'État italiennes et d'autres pays européens ont surperformé leurs homologues allemandes.

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



Les obligations japonaises ont dégagé une performance moindre, la Banque du Japon préparant progressivement le marché à l'abandon de sa politique monétaire ultra-accommodante.

Au sein d'un portefeuille obligataire bien équilibré, les obligations indexées sur l'inflation restent intéressantes. Le rendement réel élevé et la décote relativement faible par rapport aux obligations nominales offrent aux investisseurs une protection raisonnablement bon marché contre un éventuel choc inflationniste.

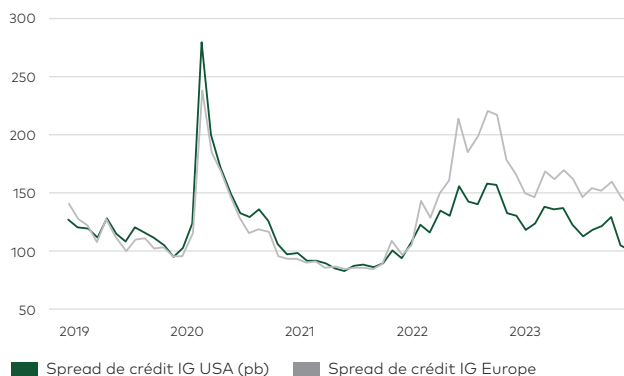
OBLIGATIONS D'ENTREPRISES DES MARCHÉS DÉVELOPPÉS

Les obligations d'entreprises des marchés développés sont très sensibles aux rendements des obligations d'État et ont donc fortement bénéficié du rallye sur ce marché. Les écarts de crédit se sont également resserrés, les investisseurs ayant revu à la baisse leurs anticipations de récession.

Les obligations hybrides demeurent attrayantes. Compte tenu des spreads de crédit déjà serrés, les obligations d'entreprise de plus longue échéance sont moins intéressantes que les obligations d'État si le risque de récession venait à s'accroître.

Cela dit, la dette à haut rendement de courte durée émise par des entreprises dont le profil de financement est gérable reste attrayante. Si les spreads se sont resserrés, la partie très courte de la courbe des taux américains offre toujours des rendements élevés.

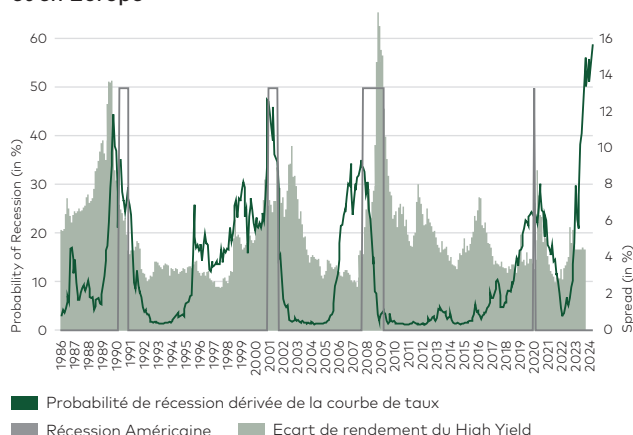
Spreads de crédit aux États-Unis et en Europe



DETTE EMERGENTE EN MONNAIE FORTE

La dette émergente a bénéficié de l'attitude plus constructive des investisseurs à l'égard du risque. L'affaiblissement du dollar américain diminue le risque de crédit lié à ces obligations, car il implique une charge de la dette moindre, mesurée dans la monnaie locale de l'émetteur.

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

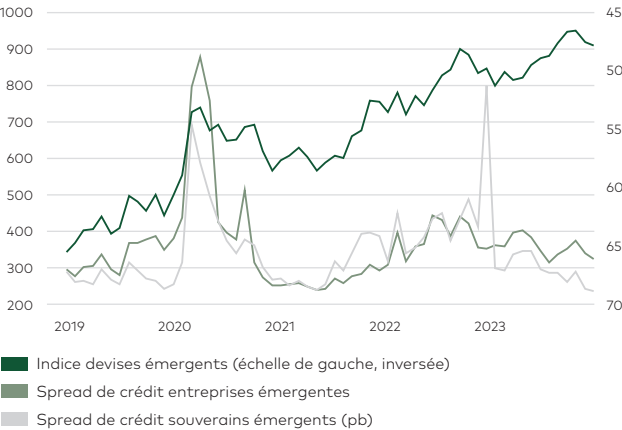


DETTE EMERGENTE EN MONNAIE LOCALE

Une Fed plus accommodante profite aux obligations libellées en monnaie locale de deux manières. Un dollar américain plus faible renforce les devises et diminue l'inflation importée, ce qui permet aux banques centrales des marchés émergents d'abaisser leurs taux d'intérêt. Par ailleurs, le recul des rendements aux États-Unis et dans d'autres économies développées encourage les flux de portefeuille sortants, en quête de rendements plus élevés.

Dans ce segment, les obligations de pays à rendements réels (corrigés de l'inflation) élevés sont particulièrement attrayantes. La dette locale brésilienne, par exemple, offre des rendements élevés à la fois en termes absolus et par rapport aux rendements américains. La stabilité, voire même appréciation, de la devise renforce encore le potentiel de gain en capital sur de tels investissements. Les obligations chinoises sont moins intéressantes, car leurs rendements absolus sont très bas et le renforcement conséquent des émissions gouvernementales récemment annoncé exercera une pression baissière sur les prix.

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	5,37	3,43	1,51	↘
Court-terme à rendement élevé	6,14	4,55	2,04	↗
Obligations souveraines (10 ans)	3,93	2,07	0,70	↗
Obligations souveraines indexées sur l'inflation (10 ans)	1,72	0,08	n.a.	↗

Segments	Ecart par rapport au rendement souverain (pb)	Vue sur le rendement total (horizon 12m)
Obligations d'entreprises	116	↗
Obligations hybrides	225	↗
Obligations à haut rendement	428	→
Souverain émergents	365	↗
Entreprises émergentes	277	↗
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 Tilkkanen, 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

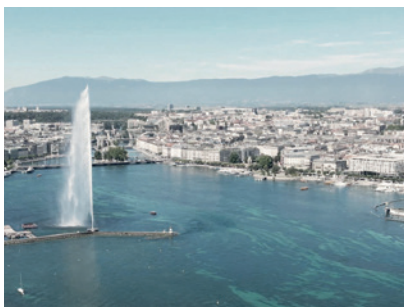
Bloomberg et Bruellan SA.

Bruellan SA est réglementée par la FINMA.

© 2024 Bruellan SA – Tous droits réservés

CONTACTS

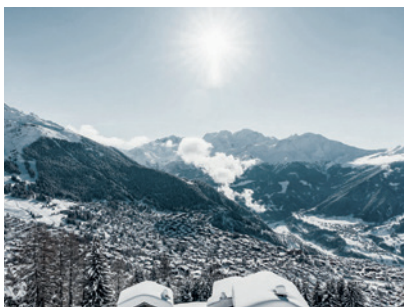
OÙ NOUS TROUVER



GENÈVE

Bruellan S.A.
Rue Pecolat 1
CH-1201 Genève

Tél +41 22 817 18 55
www.bruellan.ch



VERBIER

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

Tél +41 27 775 56 56
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

www.bruellan.ch



GSTAAD

Bruellan S.A.
Gstaadstrasse 8
CH-3792 Saanen

www.bruellan.ch



MARTIGNY

Bruellan S.A.
7, Place du Bourg
CH-1920 Martigny

www.bruellan.ch



PANORAMA EST ÉGALEMENT DISPONIBLE EN LIGNE
WWW.BRUELLAN.CH