

BRUELLAN PANORAMA

Q2/2024



PERSPECTIVES TRIMESTRIELLES / AVRIL / MAI / JUIN 2024

L'OPTIMISME ÉCONOMIQUE L'EMPORTE SUR LES ATTENTES
DE BAISSÉ DES TAUX D'INTÉRÊT

SUISSE

LA BNS OUVRE
LA VOIE

EUROPE

QUAND LES NOUVELLES
PEUVENT ÊTRE À LA FOIS
BONNES ET MAUVAISES

ÉTATS-UNIS

TOUJOURS SOLIDE,
À CE STADE

ASIE

LES CONSOMMATEURS
CHINOIS SONT-ILS DE
RETOUR AUX AFFAIRES?

TABLE DES MATIÈRES

- 04 Editorial**
L'optimisme économique l'emporte sur les attentes de baisse des taux d'intérêt
- 06 Performances des marchés & grilles d'allocation**
- 10 Suisse**
La BNS ouvre la voie
- 12 Europe**
Quand les nouvelles peuvent être à la fois bonnes et mauvaises
- 14 Etats-Unis**
Toujours solide, à ce stade
- 16 Asie**
Les consommateurs chinois sont-ils de retour aux affaires?
- 18 Obligations**
- 22 Disclaimer**
- 23 Où nous trouver**

L'OPTIMISME ÉCONOMIQUE L'EMPORTE SUR LES ATTENTES DE BAISSSE DES TAUX D'INTÉRÊT

FLORIAN MARINI, CFA, CMT / CHIEF INVESTMENT OFFICE

Un important risque en début d'année, outre les tensions géopolitiques, était le décalage qui prévalait entre les attentes de baisses des taux d'intérêt du marché et la posture plus prudente exprimée par les banquiers centraux. Le marché des futures prévoyait en effet près de sept baisses sur l'ensemble de l'année 2024, soit une réduction cumulée de 1,8%. Ces perspectives ont subi depuis lors un ajustement conséquent, les attentes ayant été ramenées à près de trois réductions, pour un total de 1%. Partant, le taux de dépôt américain projeté pour la fin de l'année est remonté de 3,7% à 4,5%. Dans la zone euro, les projections ont évolué de manière similaire, tant en matière d'ampleur que de fréquence des baisses de taux prévues.

On peut donc légitimement se demander pourquoi un tel recalibrage des attentes n'a pas ébranlé les marchés financiers. La réponse réside dans le sentiment que les baisses de taux sont retardées non pas en raison de prévisions inflationnistes exacerbées, mais du fait de l'amélioration conjoncturelle.

Dans notre dernière édition des perspectives trimestrielles, nous avons mis en évidence le sévère ralentissement de l'activité manufacturière, particulièrement en Europe, en suggérant qu'il touchait à sa fin et ouvrirait la voie à un nouveau cycle économique de quatre ans. De plus en plus d'éléments viennent étayer l'hypothèse qu'un point d'inflexion a effectivement été atteint. L'indice de la Fed de Philadelphie, un indicateur conjoncturel avancé, a été l'un des premiers à signaler le retour à la croissance, suivi de près par les améliorations des indices ISM des nouvelles commandes et de l'industrie manufacturière. Bien qu'ils ne soient pas encore tout à fait en territoire expansionniste, ces indicateurs attestent d'une nette amélioration.

A l'échelle mondiale, l'indice PMI des services est resté en territoire expansionniste depuis début 2023, le secteur manufacturier ayant rejoint cette tendance positive en février. Une analyse plus fine révèle un doublement du ratio des pays affichant une expansion manufacturière, passé de 22% aux deuxième et troisième trimestres 2023 à 50% aujourd'hui. La plus grande économie au monde, les États-Unis, a même vu un relèvement de ses prévisions de croissance du PIB pour 2024 de 0,6% à 2,1% au cours des trois derniers trimestres. Si les projections pour la zone euro restent plus modérées, à 0,5% pour 2024, nous anticipons des révisions à la hausse, compte tenu des habituels décalages économiques vis-à-vis des États-Unis.

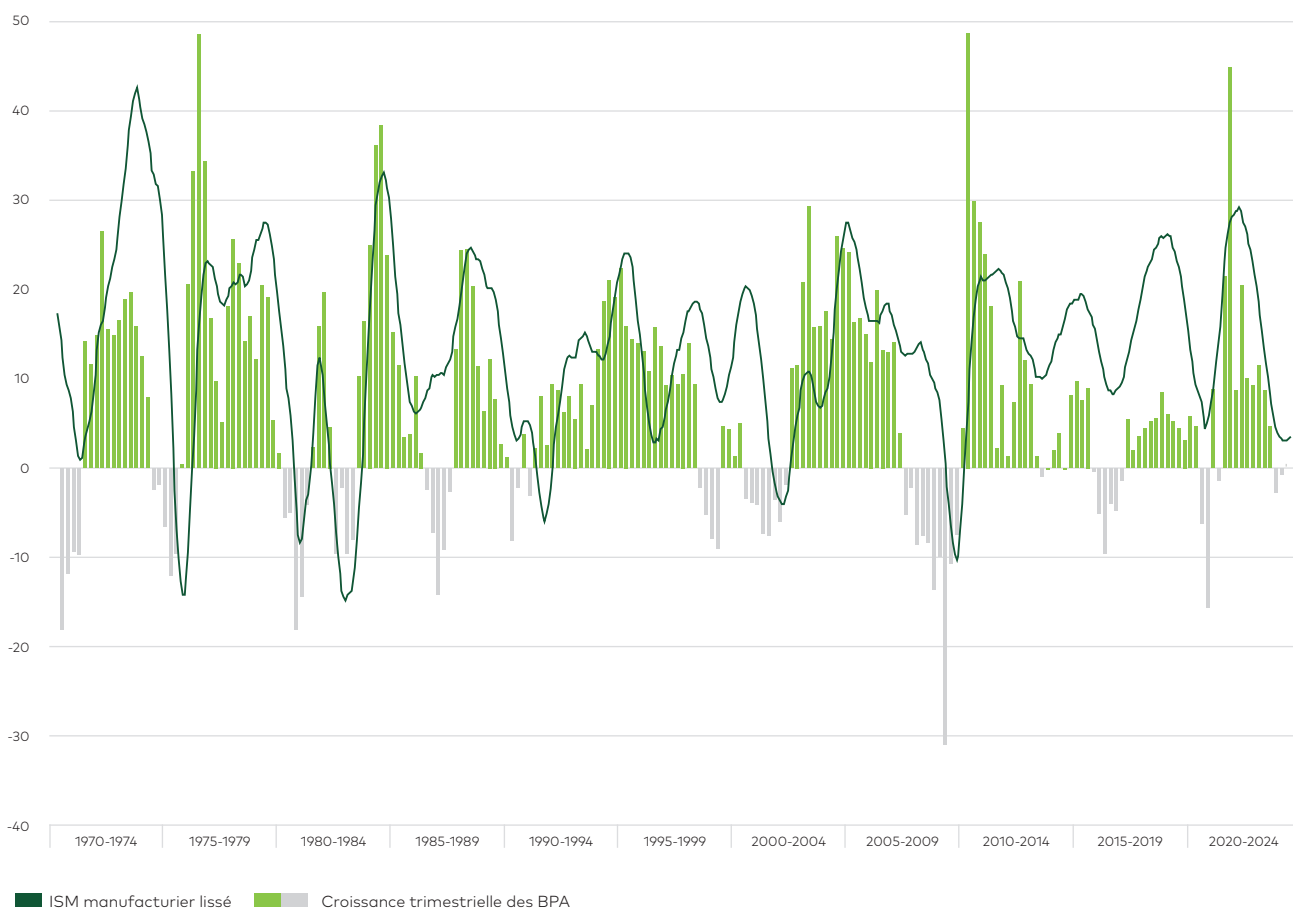
En Chine, la réponse mesurée à la crise immobilière et les efforts déployés par les autorités pour revitaliser l'économie, en évitant les mesures de relance à grande échelle qui auraient pu entraîner une nouvelle dépréciation de la devise, commencent à générer des signes de stabilisation. Le récent passage à une croissance positive des exportations de la Corée du Sud et de Taïwan vers la Chine, après 18 mois de contraction, en est une illustration. Nous adoptons une position prudemment optimiste sur les perspectives de la région. La prochaine réunion du Politburo en avril devrait constituer un moment charnière pour la Chine, car des stratégies politiques importantes pour l'avenir du pays y seront définies.

Sur le front de l'inflation, les pressions se sont considérablement atténuées au cours des 20 derniers mois, que ce soit au niveau des matières premières, des producteurs et des consommateurs. La composante la plus tenace du renchérissement des prix à la consommation, en particulier l'indice des services comprenant des coûts tels que le logement et la croissance salariale, montre également des signes de ralentissement, bien que la situation en Europe soit moins nette sur le plan des salaires. Ramener l'inflation de 9% à près de 3% aux États-Unis (et de 10,6% à 2,8% dans la zone euro) a été la phase la plus simple. Parcourir le «dernier kilomètre» menant aux objectifs d'inflation s'avèrera probablement plus difficile, sur fond de prévisions de croissance économique en hausse et de tensions accrues dans les chaînes d'approvisionnement mondiales.

Conscientes de cette situation, les banques centrales choisissent de retarder les baisses de taux d'intérêt prévues et d'en modérer l'ampleur. Leur approche prudente, motivée par une croissance économique plus solide, est de loin préférable au double défi d'une récession et de pressions inflationnistes persistantes. Les investisseurs se sont déjà adaptés à cette perspective, les attentes des marchés étant désormais tout à fait alignées avec la rhétorique des banques centrales.

Le ratio cours/bénéfices à terme (P/E) mondial de 18,5x tendrait à suggérer que les bourses sont quelque peu surévaluées. Cela dit, l'anticipation d'une croissance économique plus forte signifie une amélioration potentielle de la croissance bénéficiaire au cours des prochains trimestres, ce qui soutient les marchés actions. Historiquement, le début d'un cycle économique va de pair avec une forte croissance des BPA (Graphique).

**Croissance des bénéfices des entreprises américaines (par trimestre, an/an)
par rapport au cycle économique (ISM manufacturier lissé)**



D'un point de vue régional, le marché américain se négocie à un P/E élevé de 21x, contrastant avec le ratio plus attractif de 14x pour l'Europe. Cette surévaluation américaine est toutefois en grande partie imputable à quelques très grandes capitalisations, comme les «Magnificent Seven». En se fondant sur une version équipondérée du S&P 500, le P/E paraît bien plus raisonnable à 17x. Autrement dit, la valorisation du marché américain dans son ensemble n'est pas aussi tendue que ne le laisserait supposer la perspective biaisée due à la domination des méga-capitalisations. Nous maintenons donc une allocation régionale neutre.

Pour conclure, si les décisions des banques centrales de retarder les baisses de taux sont habituellement mal perçues des marchés, en particulier lorsque motivées par une inflation devenue incontrôlable, la situation actuelle est différente et bien plus constructive. La prudence des banques centrales s'explique par une conjoncture meilleure

que prévu, reconnaissant aussi que la dernière phase du combat contre l'inflation est toujours la plus difficile. Bien que les marchés actions ne soient pas bon marché, la perspective d'une amélioration de la croissance bénéficiaire devrait les soutenir. Il sera donc primordial de considérer toute correction boursière (dont la probabilité augmente vu l'ampleur du rallye depuis les creux d'octobre 2023) comme une facette normale d'un marché haussier sain, plutôt que comme le signe précurseur d'un marché baissier. Et donc l'opportunité aussi de procéder à des investissements stratégiques.

6 PERFORMANCE DES MARCHÉS

YTD AU 29.03.2024

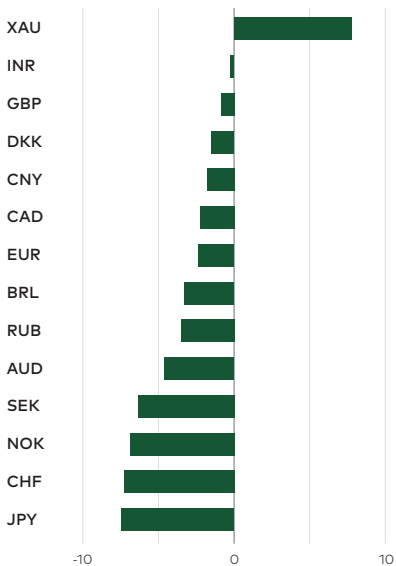
Indicateurs économiques

	PIB réel %		Inflation %		PMI	Dette % PIB	Compte courant % PIB	Budget % PIB	Chômage %	Taux d'intérêt	
	2023	2024	2023	2024	Dernier					Dernier	Dernier
USA	2,5	2,2	4,1	2,9	52,2	97,3	-2,9	-5,9	3,8	5,4%	4,6%
Zone Euro	0,4	0,5	5,4	2,4	46,5	91,0	1,9	-3,5	6,5	3,7%	2,5%
Suisse	0,7	1,2	2,1	1,5	44,0	20,9	7,6	1,4	2,2	1,4%	0,8%
UK	4,5	0,3	7,3	2,5	47,5	101,0	-3,3	-5,0	3,9	5,2%	4,2%
Asie ex Japon	5,1	4,8	1,8	2,3	-	4,1	1,3	-5,8	3,7	4,5%	3,5%
Japon	1,9	0,7	3,3	2,3	47,2	216,3	3,6	-5,3	2,5	-	0,9%
Brésil	2,9	1,7	4,6	3,9	54,1	60,9	-1,3	-9,2	7,7	-	11,4%
Russie	3,6	2,0	6,0	6,7	54,7	23,1	2,7	-3,1	2,9	15,0%	12,7%
Inde	7,0	7,5	6,6	5,4	56,9	46,5	-0,9	-6,0	8,5	7,5%	7,1%
Chine	5,2	4,6	0,2	0,8	50,9	354,6	1,5	-4,6	4,0	3,6%	2,3%
Monde	3,2	2,8	6,0	4,0	-	-	0,6	-	7,1	-	-

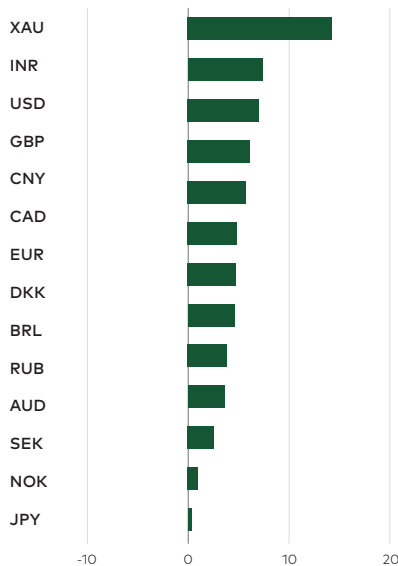
Performance des marchés

Taux de change

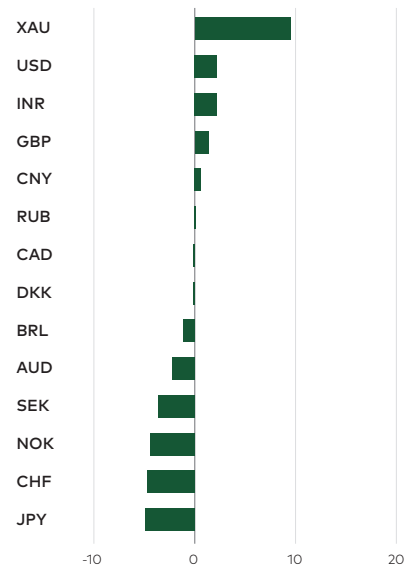
CONTRE USD (%)



CONTRE CHF (%)



CONTRE EUR (%)



Marché actions / Rendement Total & Valorisation

	USD	EUR	CHF	GPB	Leading PE	
					Médiane LT	Dernier
S&P 500	10,6%	13,3%	18,7%	11,8%	17,9	21,3
Eurostoxx	10,1%	12,8%	18,2%	11,3%	14,2	14,1
Swiss Perf. Index	-1,3%	1,1%	6,0%	-0,2%	19,1	18,9
FTSE 100	2,9%	5,4%	10,5%	4,0%	14,9	11,7
MSCI Asia Ex-Jpn	1,8%	4,3%	9,4%	2,9%	14,7	13,4
Nikkei 225	12,5%	15,3%	20,8%	13,7%	20,4	23,0
Brazil Bovespa	-7,4%	-5,0%	-0,8%	-6,6%	14,3	8,3
MSCI Russia	-	-	-	-	6,2	-
India SENSEX	6,1%	8,7%	13,9%	7,2%	20,4	21,4
China CSI 300	0,8%	3,3%	8,3%	1,9%	15,6	13,6
MSCI World	8,8%	11,6%	16,9%	10,0%	17,4	19,3

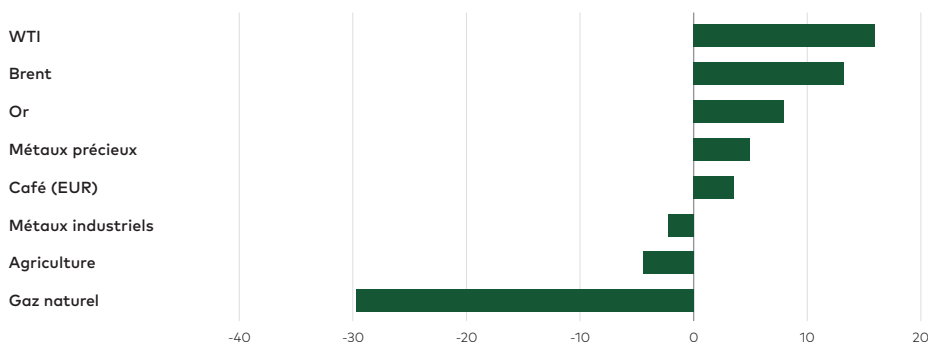
Marché obligataire



Secteurs / Performance & Valorisation (Leading PE)

	Performance			USA		Europe		Monde	
	USA	Europe	Monde	Médiane LT	Dernier	Médiane LT	Dernier	Médiane LT	Dernier
Cons. Discr.	4,9%	12,0%	6,5%	21,6	25,9	14,9	13,7	18,8	20,9
Cons. Non Cycl.	6,8%	-1,5%	2,9%	19,4	19,6	18,7	15,8	19,3	18,4
Finance	12,3%	10,1%	9,9%	14,2	16,0	12,0	9,6	13,6	13,3
Energie	12,2%	2,5%	8,8%	14,6	12,5	11,0	9,7	13,6	11,9
Industrie	10,7%	9,2%	9,2%	18,4	22,8	18,9	20,2	18,3	21,1
Technologie	12,1%	17,6%	12,1%	22,5	39,2	25,8	30,9	23,2	38,8
Matériaux	8,4%	3,2%	2,6%	17,5	21,8	14,7	16,9	16,1	18,2
Services publics	4,6%	-5,4%	0,6%	16,7	16,5	13,9	12,2	16,4	14,7
Santé	8,2%	7,0%	7,0%	19,4	19,3	20,4	18,2	20,2	19,2
Télécom.	14,6%	4,3%	12,7%	17,7	20,4	16,2	14,5	18,2	19,9
Immobilier	-1,8%	-1,3%	-1,4%	44,0	36,2	24,4	14,1	28,2	26,3

Matières premières



8 GRILLES D'ALLOCATION

Classes d'actifs

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	Principaux moteurs	Risques
Actions	●			Bien que les bourses ne soient pas bon marché, la perspective d'une amélioration de la croissance des bénéfices devrait leur apporter un soutien.	Reprise économique trop forte qui pourrait déclencher de l'inflation ou, à l'inverse, ralentissement excessif qui pourrait mener à une récession.
Obligations	●			Les obligations mondiales présentent des rendements intéressants, sur fond de repli graduel de l'inflation. Les obligations devraient retrouver leurs vertus de diversification si la croissance économique chute de manière plus marquée que prévu.	Une inflation plus persistante que la normale et des politiques budgétaires 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		●		Le pouvoir d'achat des ménages est toujours solide, grâce à un taux d'emploi élevé et à des gains de productivité.	Affaiblissement du marché du travail vers l'été.
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.	Toute faiblesse du PIB mondial, due à des taux d'intérêt durablement plus élevés que prévu. Résurgence des risques géopolitiques (passés récemment au second plan), vu notamment l'agenda électoral de 2024.
Suisse		●		Le récent recul du franc suisse devrait permettre aux bénéficiaires des entreprises, et plus particulièrement parmi les petites et moyennes capitalisations, de rebondir en deuxième partie d'année, ce qui pourrait constituer un véritable moteur de performance.	Une faiblesse exagérée du marché du travail, dans un contexte de ralentissement et de retour à la normale après trois années de pénuries de travailleurs, qui pourrait affecter le moral des consommateurs et saper la croissance.
Asie Pacifique ex-Japon		●		Le revenu disponible et la demande de consommation montrent des signes encourageants de ré-accelération.	Problèmes liés à l'endettement et à l'immobilier, ainsi qu'un affaiblissement de la demande extérieure.
Japon		●		La récession a été évitée et une modeste reprise a toujours cours, sur fond de normalisation de la politique monétaire.	Une inflation qui continue à dépasser les gains salariaux, entravant le pouvoir d'achat.

Obligations

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	Principaux moteurs	Risques
Etats développés	●			Les obligations d'Etat offrent aux investisseurs des flux de trésorerie stables, visibles et liquides, ainsi que des caractéristiques de valeurs refuge renouvelées et des rendements positifs corrigés de l'inflation. Les obligations indexées sur l'inflation peuvent amener une diversification intéressante.	Une inflation persistante, des banques centrales agressives ou des gouvernements fiscalement indisciplinés pourraient pousser les rendements à la hausse.
Entreprises (IG)	●			Le crédit de haute qualité conjugue bien rendements et spreads, avec un très faible risque de défaillances; privilégier les maturités intermédiaires.	Une récession, provoquant une pression sur les fondamentaux du crédit et un stress financier, entraînerait un élargissement des spreads de crédit.
Haut rendement			●	La prudence est de mise, compte tenu de l'augmentation probable des défauts de paiement et des niveaux de spreads peu attrayants. Préférer les obligations à haut rendement d'échéance courte.	Les obligations à haut rendement pourraient souffrir davantage si les turbulences financières s'aggravent.
Emergents		●		Les valorisations relatives sont intéressantes, et les fondamentaux économiques et du crédit résilients.	Les pays émergents pourraient souffrir en cas de récession mondiale, d'appréciation du dollar ou de baisse importante des prix des matières premières.

Taux de change

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	
EUR vs USD	●			Dans ce contexte d'appétit pour le risque, le potentiel haussier de l'euro est limité par de potentielles réductions de taux par la BCE en amont de celles de la Fed. Une position longue sur l'EUR/USD est à envisager au-dessus de 1,115 et une position courte en dessous de 1,069.
EUR vs CHF			●	La baisse des taux décidée par la BNS diminue l'attractivité du CHF contre EUR, mais il est peut-être trop tôt pour anticiper un changement de tendance, d'autant que la BCE semble prête à adopter une approche similaire.
USD vs CHF			●	La baisse des taux décidée par la BNS diminue l'attractivité du CHF contre USD mais il est peut-être trop tôt pour anticiper un changement de tendance, d'autant que la Fed semble prête à adopter une approche similaire.
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 adopterions un positionnement neutre 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

LA BNS OUVRE LA VOIE

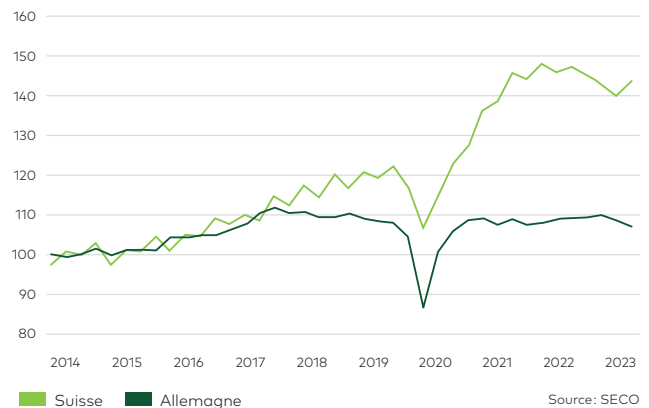
ANICK BAUD / SENIOR FUND MANAGER

Une inflation maîtrisée depuis de nombreux mois, une croissance en-dessous de son potentiel, une activité industrielle qui semble avoir passé le creux, un marché du travail qui montre des premiers signes de faiblesse: tel est l'environnement contrasté auquel est aujourd'hui confrontée la Suisse. On peut ajouter à ce tableau une devise qui, après avoir atteint des sommets en 2023, a lâché un peu de lest permettant aux exportateurs de mieux respirer. C'est dans ce contexte en demi-teinte que la BNS a décidé, contre toute attente et avant l'ensemble des grandes banques centrales, de commencer à baisser ses taux, ouvrant ainsi la voie à une politique monétaire moins restrictive.

Le creux conjoncturel semble derrière mais l'emploi vacille: L'indice suisse des directeurs d'achats (PMI) vient de passer 14 mois en territoire de contraction. Si le dernier chiffre est très clairement toujours en-dessous du seuil de 50, on constate néanmoins quelques signes d'amélioration avec 4 mois consécutifs de hausse, laissant penser que le creux conjoncturel pourrait bien être derrière nous dans le secteur manufacturier. Les entrées de commande semblent mieux orientées et la composante production est, elle aussi, en nette hausse. L'amélioration de la situation sur le plan des stocks nous est d'ailleurs confirmée par les entreprises que nous rencontrons et qui estiment que les inventaires devraient être définitivement nettoyés dès la fin du premier semestre 2024. Parmi les plus petites entreprises, le constat est même légèrement plus optimiste puisque la composante commandes a déjà dépassé le seuil de croissance. Ce qui est nouveau en revanche, c'est la récente faiblesse de la composante emploi. Alors que son niveau était resté élevé durant les deux dernières années, sur fond de pénurie de main d'œuvre, une lente normalisation s'observe désormais du fait de la baisse de la demande, et les entreprises sont aujourd'hui plus prudentes en ce qui concerne le marché du travail. Le fait que 17% des sociétés industrielles aient mis leurs effectifs en chômage partiel s'inscrit dans cette logique. Un chômage qui repart à la hausse pourrait bien avoir raison du moral des consommateurs et peser sur la consommation, pilier jusqu'ici de l'économie. Pour l'heure, le PMI des services demeure en territoire expansionniste, mais c'est évidemment une donnée à surveiller de très près.

Quand l'Allemagne éternue la Suisse ne s'enrhume plus: les destins de la Suisse et de l'Allemagne ont longtemps été indissociables, l'économie suisse suivant et subissant les soubresauts de son grand voisin rhénan et premier partenaire commercial de très longue date. Il semble cependant que leurs chemins se soient, depuis la pandémie, légèrement distancés et pas uniquement parce que les Etats-Unis constituent aujourd'hui le premier importateur des biens et services suisses. Ainsi depuis 2020, le PIB helvétique a bien mieux résisté que celui de l'Allemagne grâce, d'une part, à la force de ses exportations pharmaceutiques et, d'autre

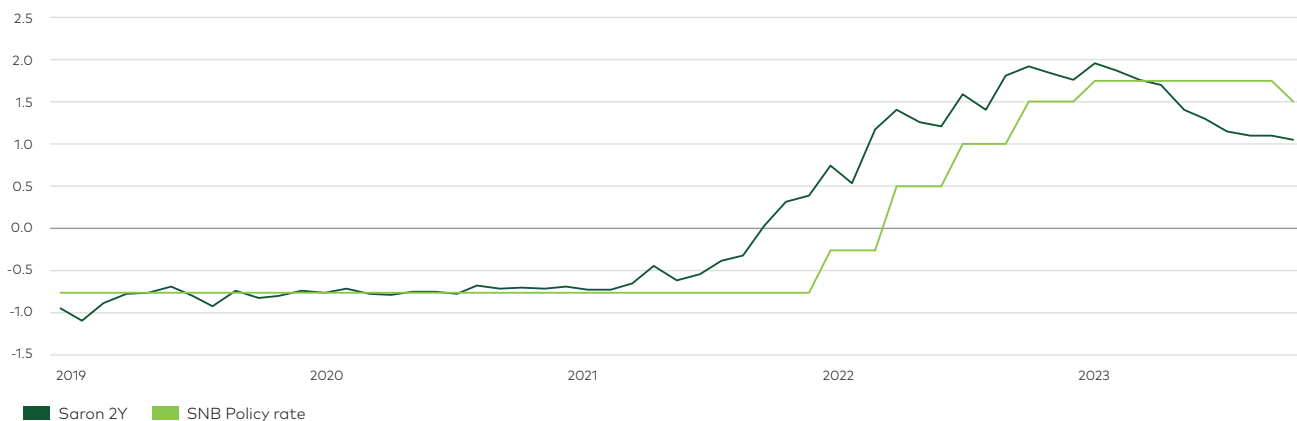
L'écart de valeur ajoutée* dans l'industrie s'est particulièrement creusé entre la Suisse et l'Allemagne



*valeur ajoutée dans l'industrie, réelle, désaisonnalisée.

part, au formidable soutien de la consommation privée. Le consommateur allemand, étranglé par une inflation trois fois supérieure, n'a pour sa part pas pu jouer le rôle d'amortisseur face à une activité industrielle en plein marasme. Le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) a d'ailleurs très justement souligné l'écart de valeur ajoutée dans l'industrie entre les deux pays depuis 2014 (graphique 1). Si on constate une évolution en tout point similaire jusqu'en 2018, l'écart s'est ensuite dramatiquement creusé. Tandis que la Suisse a vu cette valeur ajoutée pratiquement doubler en dix ans, la hausse n'est que de 10% pour l'Allemagne sur la même période. En effet, les deux pays ont conduit des politiques industrielles extrêmement divergentes au cours de la dernière décennie. Si l'Allemagne a profité d'une monnaie faible et d'un coût énergétique très bas qui ne l'ont pas incitée à faire les restructurations nécessaires, le franc suisse s'est lui apprécié de 25% face à l'euro, obligeant ainsi les entreprises helvétiques à investir massivement dans l'innovation et à se restructurer en permanence pour rester agiles et flexibles. Mais quand bien même cette dichotomie est réelle, elle ne doit pas non plus être surinterprétée, et une Allemagne en meilleure santé serait non seulement

Le marché attend deux baisses supplémentaires de la part de la BNS



une bonne nouvelle pour la Suisse mais aussi pour l'Union européenne dans son ensemble. Si le niveau des directeurs d'achat allemands reste largement déprimé, bien qu'en légère progression, les premiers signes positifs semblent venir eux de l'indice ZEW qui retrace le sentiment des investisseurs sur les perspectives économiques du pays. Il montre que les attentes conjoncturelles ont non seulement connu leur huitième mois consécutif de hausse, mais que l'Allemagne pourrait ainsi avoir passé le creux de la vague, ce qui reste toujours de bon augure pour l'économie suisse.

La BNS fait le premier pas:

S'il y a bien un fait sur lequel les différents économistes s'accordaient juste avant la réunion de la Banque Nationale Suisse (BNS) en mars, c'est que cette dernière ne toucherait pas à ses taux avant le mois de juin. A la surprise générale, elle en a décidé autrement, agissant ainsi en pionnière par rapport aux autres grandes banques centrales, lesquelles craignent encore quelques sursauts du niveau de leur inflation. La BNS attendait, elle aussi, de effets de second tour en début d'année, qui auraient pu mettre un frein provisoire à la décélération des prix entamée il y a un an, mais ceux-ci se sont avérés plus modestes que redoutés. Tout au plus a-t-on pu constater une très légère augmentation des loyers induite par les deux hausses du taux de référence hypothécaire pour les contrats de bail en 2023, mais cet effet a été plus que compensé par d'autres facteurs. Ce qui a également poussé la BNS à agir plus vite, c'est l'appréciation du franc suisse en termes réels en fin d'année dernière, qui a exercé une pression insupportable sur les exportateurs. Bien que ces derniers soient habitués à ce phénomène, c'est la rapidité de l'appréciation et la réduction du différentiel d'inflation avec les principaux partenaires commerciaux de la Suisse qui ont exigé un changement de politique monétaire rapide de la part de la BNS. Enfin, face à un taux de croissance du PIB qui demeure en-dessous de son potentiel de long terme et à un marché de l'emploi qui commence à montrer des premiers signes d'essoufflement, l'institution monétaire a voulu apporter un clair signe de soutien envers l'activité économique. Si l'on s'en tient

aux attentes du marché, la BNS pourrait encore procéder à deux baisses de taux d'ici la fin de l'année (graphique 2) et semble considérer le niveau de 1% comme synonyme de neutralité. Elle n'a en outre pas renoncé, comme certains l'imaginaient, au franc comme instrument de politique monétaire. Elle se dit prête à être active sur le marché des changes si le contexte l'exige, et garde ainsi un maximum de flexibilité face à un environnement qui comprend encore beaucoup trop d'incertitudes.

Une bouffée d'air frais pour les exportatrices et pour les petites et moyennes capitalisations:

En 2023 la force du franc suisse a eu un impact important sur les résultats des entreprises, une partie des bénéfices ayant été engloutis par des coûts en franc disproportionnés par rapport aux revenus réalisés localement. La faiblesse de la monnaie depuis le début de cette année apporte un peu de réconfort aux industries exportatrices et plus particulièrement aux plus petites entreprises qui ne peuvent pas toujours compenser par une production délocalisée. Ce coup de pouce bienvenu ne devrait pas être visible en première partie d'année, car les niveaux du dollar et de l'euro contre franc étaient plus élevés jusqu'en juillet 2023 qu'il ne le sont aujourd'hui, mais si la tendance persiste, alors l'impact sur les bénéfices des sociétés pourrait être important au deuxième semestre. La monnaie helvétique n'ayant pas été étrangère à la performance en demi-teinte des actions suisses l'an dernier, cette bouffée d'air frais pourrait bien agir comme un accélérateur, surtout du côté des petites et moyennes capitalisations. D'autant plus que depuis 2018, à l'exception de l'année 2021, ces dernières ont accumulé un important retard par rapport au SMI. En effet, depuis juin 2018, le différentiel de performance du SPI Extra vis-à-vis du SMI dépasse 40%, une situation quasi inédite et qui renforce notre préférence pour cette classe d'actifs.

EUROPE

QUAND LES NOUVELLES PEUVENT ÊTRE À LA FOIS BONNES ET MAUVAISES

MALEK DAHMANI / FUND MANAGER

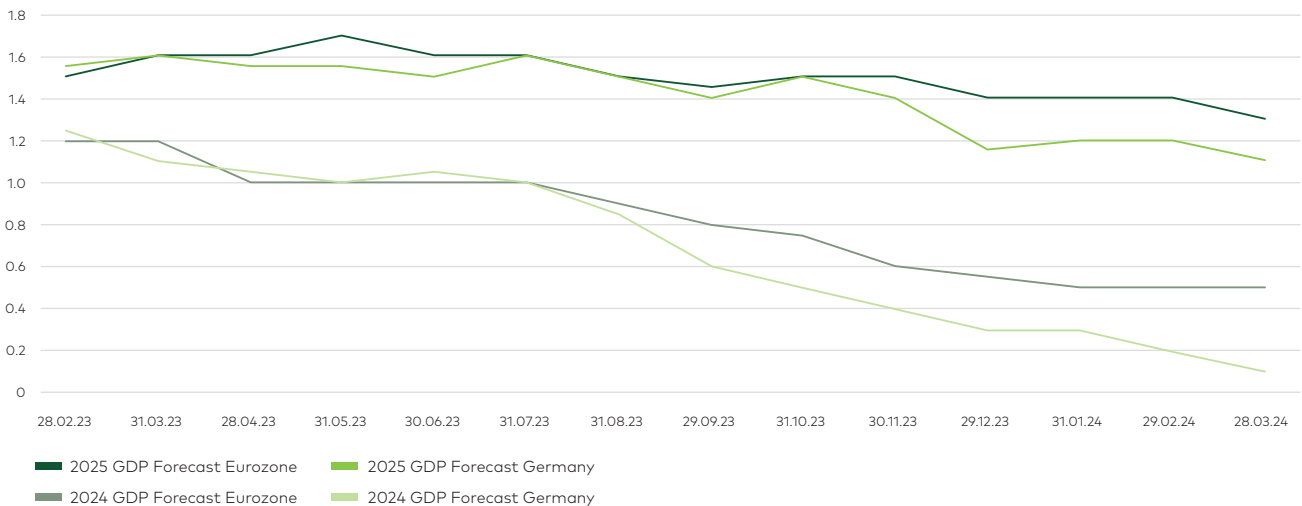
Que nous ont enseigné les trois derniers mois? La prudence que nous avons mis en avant dans notre dernière publication ne s'est avérée justifiée que pendant les deux premières semaines du trimestre. Une dynamique haussière s'est ensuite installée sur les marchés actions. L'environnement actuel se caractérise par un ralentissement de l'activité économique et un repli de l'inflation, ce qui laisse présager des baisses de taux d'ici juin. Dans le même temps, les commentaires des dirigeants d'entreprises évoquent une modération de l'activité plutôt qu'un effondrement. Il semble toutefois que ce scénario soit largement intégré dans les cours, laissant peu de place aux surprises à court terme. Nous suggérons donc de continuer à attendre de meilleurs points d'entrée. Sur un horizon plus long, nous anticipons toujours de belles performances pour les entreprises européennes, notamment celles qui assoient leur position de leaders mondiaux – et en particulier aux Etats-Unis.

Avez-vous déjà éprouvé cette troublante sensation d'incertitude, lorsque de bonnes nouvelles peuvent en fait s'avérer mauvaises, et vice versa? Nous sommes actuellement confrontés à une telle ambiguïté s'agissant des chiffres du PIB. Quid d'une amélioration du PIB alors que les taux d'intérêt restent élevés?

Depuis le début de l'année, les actions européennes ont affiché une trajectoire ascendante remarquable, dégageant une impressionnante performance de 8%. Il est à noter que cette progression a surtout concerné les valeurs de croissance de grande taille, contrastant avec le gain plus modeste de 5% affiché par les titres de valeur et les indices des petites et moyennes capitalisations. Cet écart de performance entre les différents segments du marché fait écho à la dynamique observée en fin d'année 2023.

Mais quels ont été les moteurs de cette tendance? Se distinguent à cet égard le recul de l'inflation, et la résilience de l'activité des services juxtaposée à la contraction du secteur manufacturier – autant de signes du besoin pour les banques centrales d'abaisser les taux d'intérêt, de manière à pouvoir réussir un atterrissage en douceur. Ces moteurs semblent si puissants que Christine Lagarde a adopté un ton beaucoup plus accommodant que l'an dernier. L'évolution est plutôt remarquable si l'on considère les perspectives de l'Europe il y a moins de 18 mois, lorsque les pénuries d'énergie et la récession menaçaient. Malgré l'absence d'un leader clair dans la frénésie de l'IA, les bourses européennes ont bondi de 50% sur cette période, égalant la performance des États-Unis. Les valorisations surpassent aujourd'hui légèrement les moyennes historiques, principalement en raison d'un

Les difficultés économiques allemandes sont un des soucis actuels de la zone Euro



Les probabilités de récessions se sont réduites des deux côtés de l'Atlantique



décalage dans les révisions des bénéfices par action. Le marché est-il devenu trop exubérant? Quels écueils potentiels pourraient entraver le scénario d'atterrissage en douceur?

Pour ce qui est des baisses de taux par la BCE, nous maintenons que deux raisons impérieuses justifient la trajectoire actuellement anticipée: le recul de l'inflation, y compris une stagnation des salaires, et la contraction du secteur manufacturier. Cette dernière est particulièrement dommageable pour l'économie allemande, aggravée encore par la faiblesse de la consommation intérieure et la hausse des coûts de l'énergie, plaçant le pays en récession et tirant vers le bas la performance économique globale de la zone euro. En pareille situation, il est impératif d'apporter un soutien au principal contributeur en difficulté, l'Allemagne. La nécessité d'abaisser les taux est évidente.

« D'ici juin, nous disposerons d'un nouvel ensemble de projections qui confirmeront si la trajectoire de l'inflation que nous avons prévue dans nos prévisions de mars reste valable »

(Christine Lagarde, BCE, 14 décembre 2023).

Quant à la probabilité d'une récession en Europe, elle est aujourd'hui inférieure à 50%, soutenue par la résilience des services et un redressement des prévisions de PIB mondial. Il convient de noter que l'activité économique européenne est fortement exposée aux fluctuations du PIB mondial. Les indicateurs avancés, tels que les exportations suédoises, laissent également entrevoir un répit dans le secteur manufacturier. Nos échanges avec les dirigeants d'entreprise pointent vers un ralentissement en 2024, mais pas un effondrement.

La plupart anticipent un tournant d'ici la fin de l'été, certains secteurs, en particulier la construction, affichant déjà des signes d'amélioration.

Les risques les plus importants, de notre point de vue, émanent des États-Unis, où les bonnes nouvelles pourraient se transformer en mauvaises nouvelles. Que se passerait-il si l'économie américaine demeure robuste et l'inflation n'est pas maîtrisée? Un tel scénario pourrait retarder les baisses de taux, déclenchant un sentiment négatif d'aversion au risque dans les marchés financiers. Il pourrait toutefois aussi témoigner d'une potentielle augmentation du PIB. Selon nous, cela se traduirait par une volatilité accrue, sans pour autant faire dérailler la trajectoire ascendante des entreprises européennes, en particulier celles qui évoluent de pair avec les tendances mondiales de long terme.

En ce qui concerne la Chine, malgré les signes de stabilisation, il est essentiel de noter que les anticipations des entreprises européennes y sont très modestes, ce qui constitue une opportunité latente.

En résumé, nous confirmons cette stratégie du trimestre précédent pour les investisseurs déjà exposés aux actions européennes: conserver les positions actuelles et capitaliser sur les opportunités d'achat. Pour ceux qui sont actuellement à l'écart du marché, il est intéressant de commencer à se positionner aujourd'hui et de renforcer ensuite progressivement les positions lors d'épisodes de volatilité. Les bénéfices viendront à qui sait être patient. Nous jugeons ces points d'entrée cruciaux, au vu des perspectives intéressantes de moyen et long terme, en particulier pour les entreprises exposées au marché mondial.

ETATS-UNIS

TOUJOURS SOLIDE, À CE STADE

PETTERI PIHLAJA / CONSEILLER // ANTTI TILKANEN / CONSEILLER

Le marché du travail américain continue de bien résister, entretenant le scénario de taux « durablement élevés ». Les chiffres de l'emploi ont été étonnamment positifs en début d'année, mais les indicateurs avancés pointent vers un retour à la tendance au ralentissement. Les finances des ménages sont en bonne condition, bien que les ventes au détail stagnent.

L'économie américaine a fait la démonstration de sa remarquable résilience, le secteur des ménages demeurant solide malgré la remontée des taux d'intérêt. L'économie a également bénéficié de la poursuite du soutien budgétaire, et les estimations prévisionnelles du PIB ont augmenté au cours des six derniers mois.

Les taux d'intérêt sont maintenus à un niveau « durablement plus élevé » afin de contrer les pressions exercées par la forte demande des ménages et les tensions sur le marché du travail. L'inflation reste supérieure à l'objectif de 2%, mais s'en rapproche. Ce contexte favorable, caractérisé par un taux d'emploi élevé et une inflation modérée, est en place depuis un certain temps et continue, pour l'heure, de prévaloir. Cela dit, bien que l'économie américaine soit dans une forme exceptionnelle par rapport au reste du monde, des premiers signes d'affaiblissement se font jour et il paraît plutôt prématuré de prédire un scénario de « non-atterrissage ».

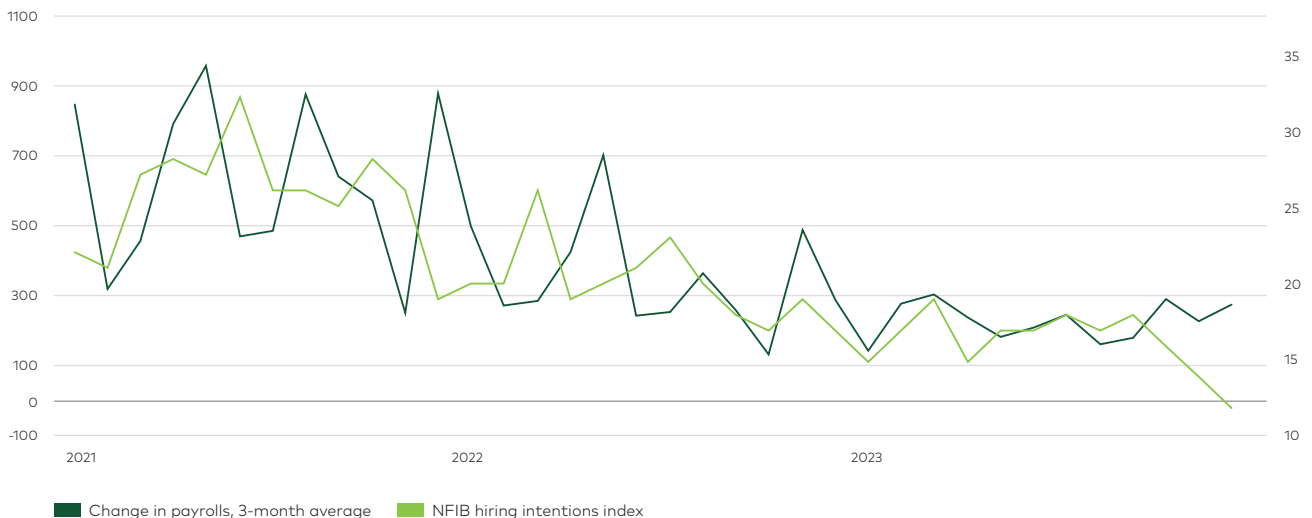
Le marché du travail américain est toujours à des niveaux historiquement tendus. Le taux de chômage tend à augmenter très légèrement mais, à 3,9%, il témoigne encore

d'une situation effective de plein emploi. Et le taux de participation des personnes en âge de travailler a atteint des niveaux inégalés depuis le début du siècle. Bien que l'économie ait mis plus de temps que d'habitude pour commencer à réagir au resserrement des conditions monétaires, cela finira par arriver.

La pression exercée par la progression des salaires persiste, malgré une certaine modération. Tout indique que cette tendance se poursuivra en 2024, l'inadéquation entre offre et demande de main-d'œuvre s'étant atténuée. La croissance des salaires horaires demeure assez élevée, à 4,3% en glissement annuel, et l'évolution à la baisse est nette mais lente.

Les premiers mois de 2024 ont vu les chiffres de l'emploi continuer à surprendre à la hausse et la tendance à l'affaiblissement semble s'être interrompue. Les données mensuelles ont toutefois tendance à être irrégulières et sujettes à des révisions importantes. Les taux de démission et les ouvertures de postes continuent de baisser, ce qui présage d'une détérioration de la situation. L'enquête sur les intentions d'embauche de la NFIB est un indicateur avancé utile,

Emplois et indice NFIB des intentions d'embauche



Ventes au détail



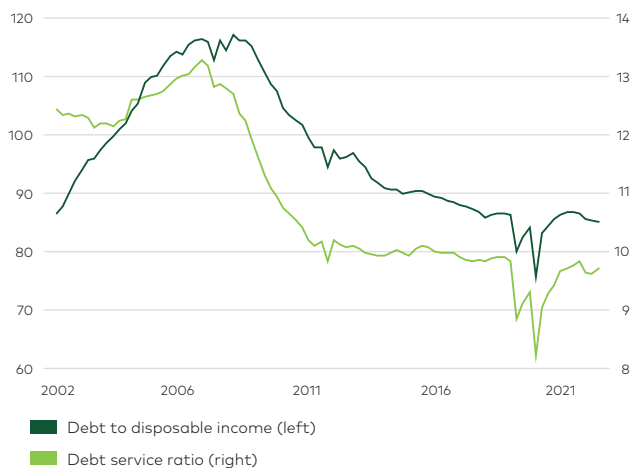
lequel n'annonce pas de changement significatif dans la tendance vers une modération, ce qui remet en question la pérennité de la vigueur des chiffres de l'emploi. Cet indice précède d'environ quatre mois les effectifs réels. Partant, à mesure que le printemps avance, nous devrions assister à un affaiblissement continu du marché du travail – en l'absence de toute autre surprise (graphique 1).

Le ralentissement des embauches et l'augmentation des licenciements sont quelque peu préoccupants, bien qu'il n'y ait pas encore de signes de détérioration de la confiance des consommateurs. Mais la croissance des ventes au détail s'est arrêtée au cours des trois derniers mois en termes de dollars, ce qui implique que les ventes au détail se contractent en termes réels. Les dépenses de consommation – qui comptent pour 70% du PIB – ont été portées par la vigueur du marché du travail et la progression des revenus réels, ainsi que par le déploiement de l'épargne accumulée.

Un stock important d'épargne excédentaire a été accumulé par les ménages pendant la pandémie, lorsque les possibilités de dépenses étaient réduites par rapport aux niveaux de revenus. Sur les deux dernières années, le recours à cette épargne a dopé la demande de consommation d'environ USD 2'000 milliards, ce qui équivaut à environ 7% du PIB annuel actuel. Le taux d'épargne a été moindre que d'habitude, les revenus se montrant lents à rattraper la hausse des prix à la consommation. Cette épargne excédentaire est désormais pratiquement épuisée, et la part restante appartient aux déciles de revenus les plus élevés, où la pension à consommer restera faible.

Même si, fondamentalement, le taux d'épargne actuel d'environ 4%, inférieur à la normale, n'a rien d'insoutenable, les ménages pourraient commencer à préférer épargner davantage à mesure que les perspectives deviennent

Ratio du service de la dette et dette par rapport au revenu disponible



plus incertaines et que l'épargne est plus lucrative. Cela constituerait un frein supplémentaire à la croissance de la consommation. Néanmoins, un accroissement régulier est soutenue par des revenus en progression. Un certain tassement de la consommation n'est pas donc alarmant en soi, tant que le marché du travail ne se fissure pas. Quoi qu'il en soit, il s'agit d'éléments qui devront être surveillés de près. Après tout, la consommation des ménages américains est le principal moteur de la demande de l'économie américaine – et mondiale.

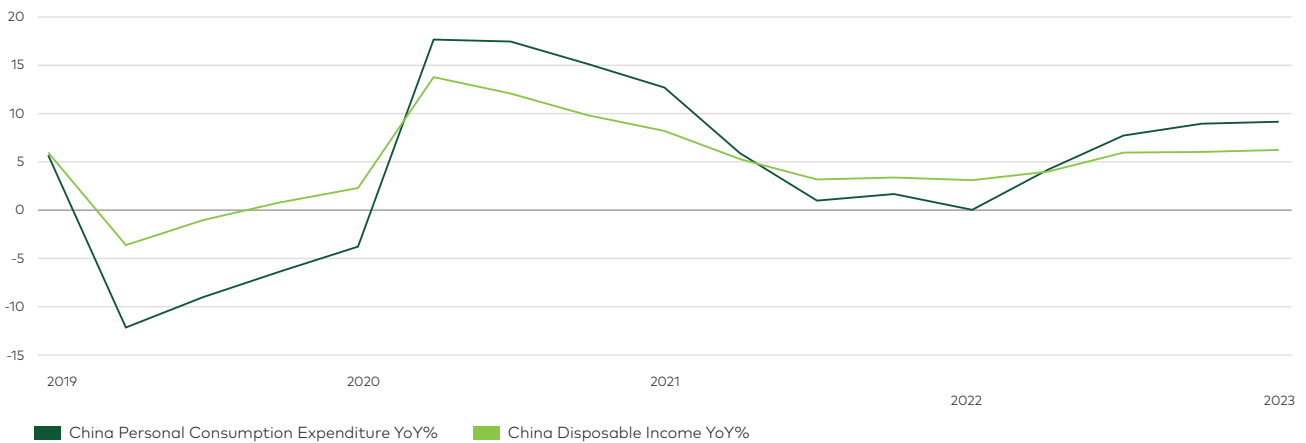
Malgré la baisse du taux d'épargne, les bilans des ménages restent sains. Toute difficulté au sein des classes à faible revenu s'observera d'abord dans les taux d'impayés des prêts automobiles et des cartes de crédit, lesquels sont clairement orientés à la hausse. Dans l'ensemble, le ratio du service de la dette (paiements prévus divisés par le revenu disponible) est resté pratiquement inchangé au cours des dix dernières années (autour de 10%), grâce à des hypothèques à taux fixe pour la plupart. Les niveaux d'endettement sont historiquement bas par rapport aux niveaux de revenus et les finances des ménages sont généralement très saines, ce qui met les États-Unis à l'abri d'une grave récession.

LES CONSOMMATEURS CHINOIS SONT-ILS DE RETOUR AUX AFFAIRES ?

PETTERI PIHLAJA / CONSEILLER // ANTTI TILKANEN / CONSEILLER

Les récentes données sur la demande chinoise sont certes encourageantes, mais il est trop tôt pour conclure que le pire est derrière. Les problèmes structurels subsisteront des années durant, comme en atteste la très grande faiblesse du marché de l'immobilier.

Dépenses de consommation personnelle et revenu disponible en Chine en glissement annuel



Le gouvernement chinois vient de mettre à jour son objectif de croissance pour l'année en cours. Aucune annonce surprenante n'a été effectuée : une expansion de 5% est visée, et l'accent sera mis sur une croissance de qualité plutôt que sur des dépenses inefficaces. Les hauts responsables comprennent clairement les problèmes structurels auxquels le pays est confronté, mais, comme nous l'avons déjà indiqué, les adresser est plus facile à dire qu'à faire. Le secteur technologique montre des signes de reprise, mais ceux-ci sont concentrés surtout sur l'industrie des semi-conducteurs, qui continue à subir des sanctions de plus en plus lourdes. Le bloc de semi-conducteurs chinois se développe aujourd'hui par nécessité pour contrer les restrictions américaines, mais sa taille n'est pas encore suffisamment grande pour véritablement influencer sur les problèmes structurels économiques plus généraux de la Chine.

Cela étant, nous commençons à observer des signes conjoncturel positifs sur le plan de la demande. Par le passé, nous avons souligné la nécessité pour la Chine de voir croître la consommation et les revenus plus rapidement que les investissements ou le PIB, et cela semble effectivement être le cas aujourd'hui. Le revenu disponible a progressé de 6% au cours du dernier trimestre 2023, ce qui est très encourageant.

De même, les dépenses de consommation personnelle ont augmenté de 9%, soit plusieurs points de pourcentage de plus que la moyenne à long terme de 5 à 7% qui prévalait avant la crise du Covid. Il s'agit évidemment d'une tendance positive pour la Chine, pour autant que ces taux de croissance puissent être maintenus sur la durée. Le récent bond de l'indice des prix à la consommation soutient également la reprise des dépenses, bien qu'il faille noter que les prix à la production demeurent en territoire déflationniste et que les importations sont faibles.

La tendance positive est également visible dans les ventes au détail, dont la croissance semble aller de pair avec celle des revenus et des dépenses. Le rythme de progression récente des ventes en ligne est particulièrement encourageant. Après plusieurs années difficiles dues aux restrictions, le commerce électronique semble retrouver une croissance annuelle régulière à deux chiffres. Les ventes au détail dans leur ensemble se sont également inscrites à la hausse en décembre, de plus de 7%. Il faut souligner que le Nouvel An chinois fausse souvent les données, et donc faire preuve de prudence avant de tableer sur une stabilité à ces niveaux de croissance. Les données préliminaires suggèrent toutefois que les dépenses de voyage pendant la période du Nouvel

Ventes au détail et ventes en ligne chinoises en glissement annuel



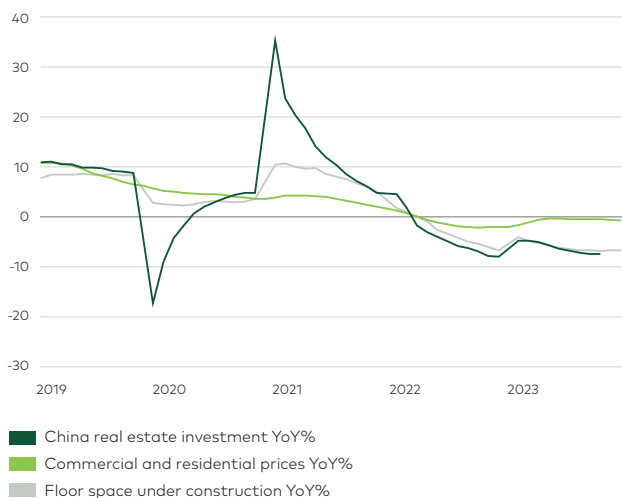
An ont été particulièrement élevées, de sorte qu'il n'est peut-être pas trop optimiste de suggérer que les consommateurs chinois sont à nouveau enclins à dépenser. Les résultats publiés dernièrement par les plus grands acteurs du commerce électronique, notamment Alibaba et JD.com, accréditent également cette tendance positive de la consommation. Un retour à la très forte croissance des chiffres d'affaires d'avant Covid n'est probablement pas dans les cartes, mais le commerce électronique pourrait certainement continuer à générer des surprises positives, à supposer qu'aucun facteur externe négatif n'entre en jeu.

Le commerce électronique pourrait certainement continuer à générer des surprises positives.

Le marché de l'immobilier continue de peser lourdement sur l'économie chinoise. Les investissements immobiliers diminuent toujours en glissement annuel, à un rythme actuel de près de 10%. Il s'agit là d'un changement radical sur une courte période; il y a quelques années encore, le marché immobilier était l'un des principaux moteurs de la croissance du PIB. Les prix des projets commerciaux et résidentiels nouvellement construits continuent également de baisser à un rythme régulier. La surface de plancher en construction est quant à elle en chute libre, ce qui souligne le fait que peu de nouveaux projets sont initiés, tandis que les autorités fournissent aux promoteurs un soutien minimal afin d'assurer l'achèvement des projets déjà payés d'avance.

Nous n'assistons pas véritablement à un effondrement du marché immobilier, mais simplement à un changement stratégique constant de la part du gouvernement central, lequel se concentre sur un modèle plus productif. Ce n'est bien sûr

Investissements immobiliers chinois, prix commerciaux et résidentiels, et surfaces en construction en glissement annuel



pas simple, puisque les autorités dépensent à nouveau pour les infrastructures. La restructuration en cours du marché immobilier n'en demeure pas moins un facteur positif à long terme, malgré les difficultés de court terme. En l'espace de quelques années seulement, les mesures prises par les pouvoirs publics dans le domaine de l'immobilier ont connu une évolution considérable. Pendant la crise du Covid, les spéculations allaient bon train sur un renflouement complet des promoteurs. L'heure est aujourd'hui à accepter des défauts de paiement, et le gouvernement a même commencé à engager des poursuites à l'encontre des responsables d'Evergrande. Il est clair que le grand public a compris que l'immobilier est fait pour y vivre et non pour spéculer.

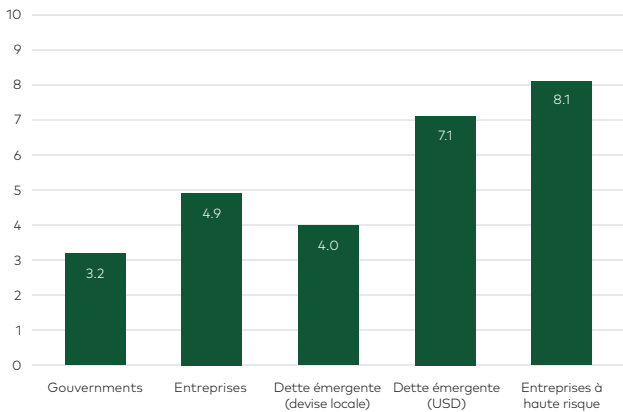
En résumé, compte tenu de l'effet de richesse très négatif causé par la baisse de l'activité d'investissement et, en particulier, des prix de l'immobilier, la vigueur actuelle des consommateurs chinois mérite d'être soulignée. Il ne s'agit évidemment pas de trop extrapoler à partir des données du Nouvel An chinois, mais nous pouvons néanmoins conclure que le scénario d'un effondrement de l'économie chinoise ne se matérialise pas. Au contraire, de bonnes surprises pourraient survenir plus tard dans l'année.

OBLIGATIONS

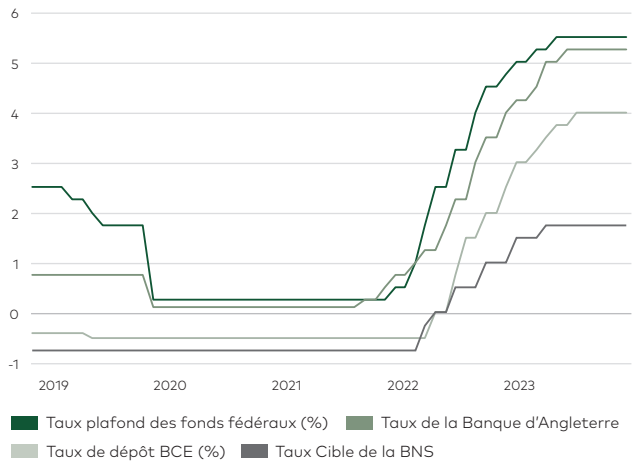
MANUEL STREIFF / CONSEILLER

L'inflation recule à l'échelle mondiale, bien que le rythme de cette modération soit moindre que ce que les économistes et investisseurs prévoient en fin d'année 2023. Le marché du travail est resté dynamique aux Etats-Unis et en Europe, ce qui a amené les banquiers centraux à décourager les attentes de réductions imminentes des taux d'intérêt. A la fin du premier trimestre, tant la Réserve fédérale américaine (Fed) que la BCE avaient indiqué que les baisses de taux débiteront d'ici juin.

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



Évolution des taux d'intérêt des banques centrales

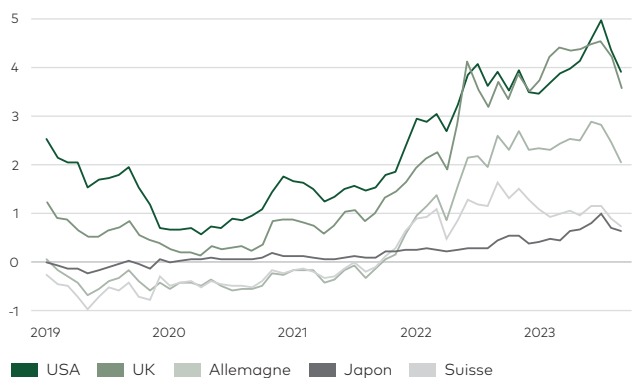


OBLIGATIONS D'ÉTATS DÉVELOPPÉS

Les rendements des obligations du Trésor américain se sont progressivement raffermis durant le trimestre écoulé. Les investisseurs ont atténué et décalé leurs attentes de baisse des taux, les alignant mieux sur les indications données par la Fed, à savoir trois baisses en 2024. Sur l'ensemble du trimestre, les rendements des obligations à échéance longue ont augmenté de manière légèrement plus marquée que la partie courte de la courbe, entraînant une correction des indices des obligations d'État.

Quand bien même les rendements des obligations d'État allemandes ont également grimpé, l'Europe a connu un mouvement haussier moindre qu'aux Etats-Unis, et concentré surtout sur la partie courte de la courbe des rendements. Les rendements des obligations italiennes et espagnoles ont moins progressé, d'où une contraction significative des spreads.

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



Les rendements des obligations d'État japonaises ont augmenté au cours du trimestre, les investisseurs ayant largement anticipé l'abandon par la Banque du Japon de sa politique monétaire ultra-accommodante.

Les obligations suisses figurent parmi les meilleures performances du trimestre, dopées par la décision de la BNS fin mars d'abaisser les taux de 0,25%.

Globalement, les obligations indexées sur l'inflation sont restées à la traîne du reste du marché obligataire, en raison principalement de la moins bonne performance du segment non-américain. Aux États-Unis, les titres protégés contre l'inflation ont surpassé les bons du Trésor, sur fond de remontée des attentes d'inflation.

OBLIGATIONS D'ENTREPRISES DES MARCHÉS DÉVELOPPÉS

Les obligations d'entreprise de haute qualité dans les marchés développés n'ont guère généré de performance au cours du premier trimestre. Malgré des émissions record en début d'année, les spreads de crédit se sont encore resserrés, compensant ainsi la remontée des rendements des obligations d'État. Nous recommandons d'investir dans des obligations de haute qualité à échéance de 3 à 7 ans, de manière à bénéficier de rendements historiquement élevés, malgré des spreads de crédit relativement faibles.

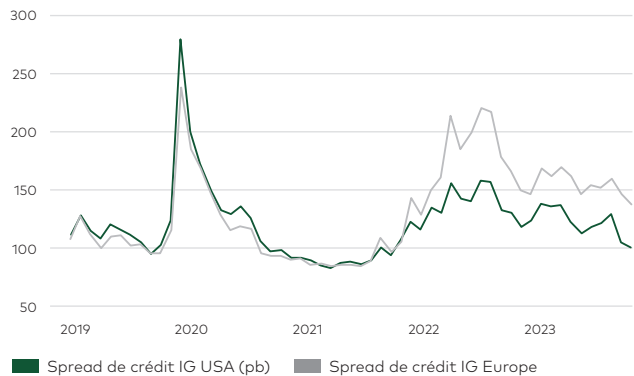
Les obligations hybrides ont été l'un des segments les plus performants du marché obligataire. La fermeté des marchés boursiers, ainsi que le recul de la volatilité sur les marchés obligataires et actions, continuent de soutenir cette classe d'actifs.

Les obligations à haut rendement ont également enregistré une très belle performance trimestrielle. La dette de court terme à haut rendement émise par des entreprises dont le profil de financement est gérable reste toutefois intéressante. Même si les spreads se sont resserrés, la partie courte de la courbe des taux américains offre toujours des rendements totaux élevés.

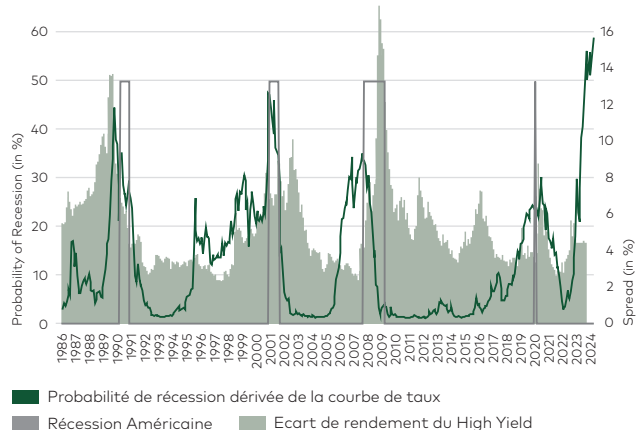
DETTE EMERGENTE EN MONNAIE FORTE

La stabilisation de la croissance et la pause décidée par de nombreuses grandes banques centrales ont soutenu la dette émergente. Même si les rendements du Trésor américain ont augmenté, les spreads des marchés émergents se sont considérablement contractés, ce qui a permis d'afficher globalement une solide performance trimestrielle.

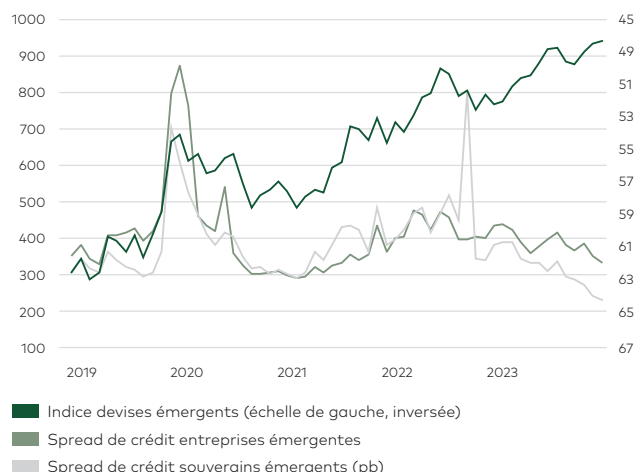
Spreads de crédit aux États-Unis et en Europe



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



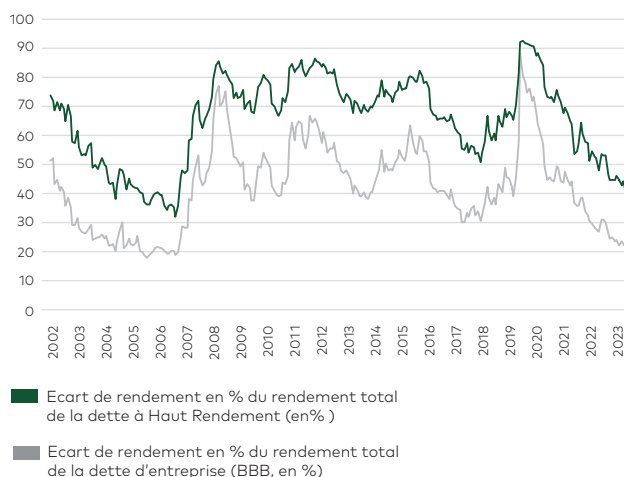
Spreads de crédit sur les obligations émergentes et rendement local (Barclays)



DETTE EMERGENTE EN MONNAIE LOCALE

Le fait que la Fed et la BCE décalent dans le temps leur cycle d'assouplissement a pesé sur la dette émergente en monnaie locale, en raison de l'appréciation du dollar américain et d'un ralentissement du rythme de baisses de taux par les banques centrales des pays émergents. Nous continuons à privilégier les obligations des pays à rendement réel élevé, car nous nous attendons à de nouvelles baisses de taux et à un raffermissement des devises. La dette locale brésilienne ou mexicaine présente des rendements élevés à la fois en termes absolus et par rapport aux Etats-Unis ou à l'Europe. La stabilité ou l'appréciation des devises ajoute encore au potentiel de gain en capital de tels investissements.

Ecart de rendement en % du rendement total



PROJECTION DES RENDEMENTS OBLIGATAIRES

Segments	Rendement (%)			Vue sur le rendement total (horizon 12m)
	USD	EUR	CHF	
Cash	5,36	3,43	1,28	↘
Court-terme à rendement élevé	6,17	4,58	1,81	↗
Obligations souveraines (10 ans)	4,23	2,35	0,72	→
Obligations souveraines indexées sur l'inflation (10 ans)	1,90	0,25	n.a.	→

Segments	Ecart par rapport au rendement souverain (pb)	Vue sur le rendement total (horizon 12m)
Obligations d'entreprises	101	↗
Obligations hybrides	181	→
Obligations à haut rendement	382	→
Souverain émergents	323	→
Entreprises émergentes	227	→
Dettes émergentes 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 de l'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.

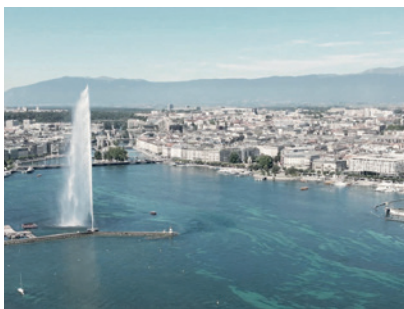
SOURCE DES GRAPHIQUES

Bloomberg et Bruellan SA.

Bruellan SA est réglementée par la FINMA.

© 2024 Bruellan SA – Tous droits réservés

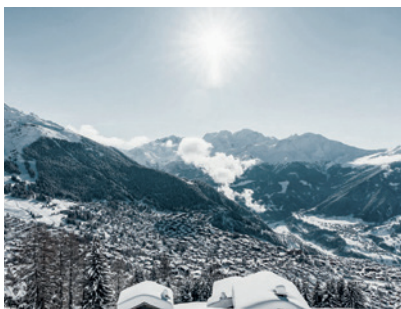
CONTACTS OÙ NOUS TROUVER



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