

BRUELLAN PANORAMA

H2/2026



PERSPECTIVES SEMESTRIELLES / JUILLET - DÉCEMBRE 2026

LE MOTEUR ET L'ÉTINCELLE

REVUE DES MARCHÉS

UN MARCHÉ À MOTEUR
UNIQUE

DÉCRYPTAGE MIDTERM

LES ÉLECTIONS US POURRAIENT-
ELLES CHANGER LA TRAJECTOIRE
DES MARCHÉS?

DÉCRYPTAGE CRÉDIT PRIVÉ

FONDS EVERGREEN:
TOUJOURS VERTS, JAMAIS
VRAIMENT LIQUIDES

TABLE DES MATIÈRES

04 Editorial

Le moteur et l'étincelle

06 Performances des marchés & grilles d'allocation

10 Revue des marchés

Un marché à moteur unique

14 Décryptage: Mid-term

Les élections américaines de mi-mandat pourraient-elles changer la trajectoire des marchés ?

17 Décryptage: Crédit privé

Fonds Evergreen: Toujours verts, jamais vraiment liquides

18 Obligations

22 Disclaimer

23 Où nous trouver

ÉDITORIAL LE MOTEUR ET L'ÉTINCELLE

MALEK DAHMANI / CHIEF INVESTMENT OFFICER

Il fallait un événement à la mesure du semestre, et il aura pris la forme d'une fusée. Avec son introduction en bourse, valorisée à environ 1800 milliards USD, SpaceX a établi – en termes nominaux – le record de la plus grande transaction de l'histoire des marchés. Si le chiffre fascine, il dit surtout quelque chose de notre époque. Car derrière cette étincelle se trouve la seule force qui, depuis janvier, soutient véritablement les indices boursiers : l'intelligence artificielle (IA) et l'infrastructure physique nécessaire à son déploiement. Le reste – et notamment une géopolitique qui aura pourtant tout fait pour ébranler les marchés, du blocus d'Ormuz à l'accord du 14 juin entre Washington et Téhéran – n'aura été que le bruit de fond d'un rallye dont la mécanique se jouait ailleurs.

Ce moteur tourne à plein régime, et il s'inscrit dans la durée. Selon McKinsey, les dépenses d'investissement mondiales liées aux centres de données dédiés à l'IA pourraient atteindre USD 5'200 milliards cumulés d'ici 2030, le rythme annuel approchant les USD 1'000 milliards en fin de période. Goldman Sachs, pour sa part, anticipe une hausse de 165 % de la demande électrique émanant des centres de données d'ici 2030 par rapport à 2023. C'est l'ampleur de cet horizon qui irrigue toute la filière, des concepteurs de puces aux opérateurs de centres de données, et qui entretient les anticipations bénéficiaires – expliquant pourquoi les actions tiennent bon face à un cadre macroéconomique pourtant plus contraignant. L'énergie, en miroir, en aura été l'autre grande gagnante du semestre : la flambée du brut liée à Ormuz, puis la perspective d'une demande électrique structurellement plus forte pour alimenter ces infrastructures, ont nourri une nette accélération des bénéfices attendus dans le secteur. Le revers de cette puissance est sa concentration : une participation de marché de plus en plus étroite, avec une poignée de titres qui portent l'essentiel de la hausse pendant qu'une large part de la cote stagne. L'introduction en bourse de SpaceX n'est donc pas un événement isolé : elle s'instaure dans la continuité d'un phénomène IA dont on peine à esquisser les limites.

L'étincelle : ce que dit l'introduction de SpaceX

USD 75 milliards injectés : la plus grosse levée de capitaux jamais réalisée, près de 3 fois supérieure au précédent record de USD 30 milliards établi lors de l'IPO d'Aramco. Le chiffre, certes spectaculaire, masque l'essentiel. Si l'on y ajoute les entrées en bourse prévues en deuxième partie d'année, notamment celles d'Anthropic et de OpenAI, les montants levés en 2026 devraient atteindre USD 200 milliards. Loin devant la précédente année record, en 2021, avec USD 135 milliards d'IPO. Ramenée à la capitalisation boursière, ce pipeline 2026 ne représente qu'environ 0,26% de celle des États-Unis, soit exactement le ratio qui prévalait en 2021. Et si l'on compare à l'an 2000, le ratio est même inférieur

puisque l'ensemble des IPO américaines avait alors atteint 0.4% de la capitalisation boursière. Ainsi, la taille n'est sans doute pas le problème.

Les sujets de vigilance sont effectivement ailleurs, dans la valorisation et dans le signal donné. SpaceX affiche un multiple de capitalisation rapportée au chiffre d'affaires très élevé, à plus de 60x, contre moins de 10x pour les « hyper-scalers » cotés. Surtout, l'histoire enseigne qu'une vague d'introductions en bourse accompagne généralement un cycle économique solide et des marges de progression encore intactes – mais qu'elle précède souvent un ralentissement de la performance et de l'expansion des multiples. Le véritable risque se situe plus, pour les investisseurs exposés au secteur technologique, dans une potentielle rotation des méga-caps vers les nouveaux titres cotés.

La lecture du comité d'allocation : tenir la ligne

Les bénéfices des entreprises constituent le principal soutien des marchés actions mondiaux à l'entrée en 2026, avec une croissance qui s'élargit tant sur le plan régional que sectoriel. La progression devrait être plus équilibrée que ces dernières années, l'ensemble des grandes régions affichant vraisemblablement des hausses à deux chiffres. Les États-Unis restent en tête, portés par le super cycle d'investissement lié à l'IA, la résilience de la demande et des conditions financières plus souples. Les bénéfices du S&P 500 sont attendus en hausse de 10 à 14%, avec une contribution de plus en plus large au-delà des grandes valeurs technologiques, y compris désormais les petites et moyennes capitalisations. En Europe, les bénéfices du Stoxx 600 devraient se redresser après une année 2025 décevante, soutenus par une amélioration de la croissance, des conditions de financement plus favorables et la hausse des dépenses d'infrastructure et de défense. Au Japon, les perspectives bénéficiaires sont plus structurelles, les réformes de gouvernance et l'amélioration de la rémunération des actionnaires soutenant une hausse durable de la rentabilité. En Chine et en Asie émergente, la croissance des bénéfices devrait se redresser progressivement, appuyée par le soutien des politiques et des opportunités ciblées dans les secteurs de la modernisation industrielle et de l'IA.

Face à ce décalage entre des marchés solides et une toile de fond chargée d'incertitudes, notre comité d'allocation a maintenu un positionnement neutre sur le risque, les grandes classes d'actifs étant conservées à l'équilibre. Ce choix n'est pas attentiste : il consiste à rester pleinement investi sans surconsommer le budget de risque, dans un marché dont la prime n'offre plus, à nos yeux, une rémunération suffisante pour justifier une prise de risque supplémentaire. Le contexte monétaire a d'ailleurs changé de nature : alors

qu'elles laissaient entrevoir de nouvelles baisses de taux en début d'année, les grandes banques centrales ont vu le retour de l'inflation rebattre les cartes. La Fed, qui a relevé sa prévision d'inflation 2026 et durci son discours, n'exclut plus une hausse de ses taux directeurs d'ici la fin de l'année — un renversement complet d'anticipations en quelques mois, que les marchés commencent à intégrer. L'accord du 14 juin a déplacé certains votes de notre comité d'allocation vers une lecture plus offensive, mais le message demeure: tenir la ligne, ne pas effectuer de bascule «risk-on» à ce stade, et garder l'œil sur l'Iran et l'inflation.

C'est au sein des actions que s'expriment nos seuls écarts. Nous conservons une préférence pour les États-Unis, portés par la dynamique bénéficiaire et le leadership technologique, et pour la Suisse, dont le redressement industriel se confirme et qui offre une alternative bienvenue au cycle de l'IA. À l'inverse, nous restons prudents sur l'Europe, où une croissance atone se conjugue à un risque de resserrement monétaire malvenu. Les marchés émergents, ramenés à une allocation neutre, restent suspendus à leur place dans la chaîne des semi-conducteurs et à la trajectoire chinoise. Ces convictions régionales, tout comme notre lecture des marchés obligataires, sont développées dans les pages qui suivent.

L'or: refuge devenu actif de marché

Maintenu à neutre dans notre allocation, l'or reste soutenu par deux forces structurelles puissantes: les achats persistants des banques centrales et un mouvement de dé-dollarisation qui pousse les gestionnaires de réserves à rechercher des alternatives au billet vert. À ce titre, sa corrélation négative vis-à-vis du dollar tient toujours, ce qui, dans un cycle de devise américaine dont nous pensons les soutiens fondamentaux en train de s'effriter, constitue un appui durable.

Une nuance, toutefois, justifie notre prudence à court terme. Depuis le début de l'année, la corrélation entre l'or et

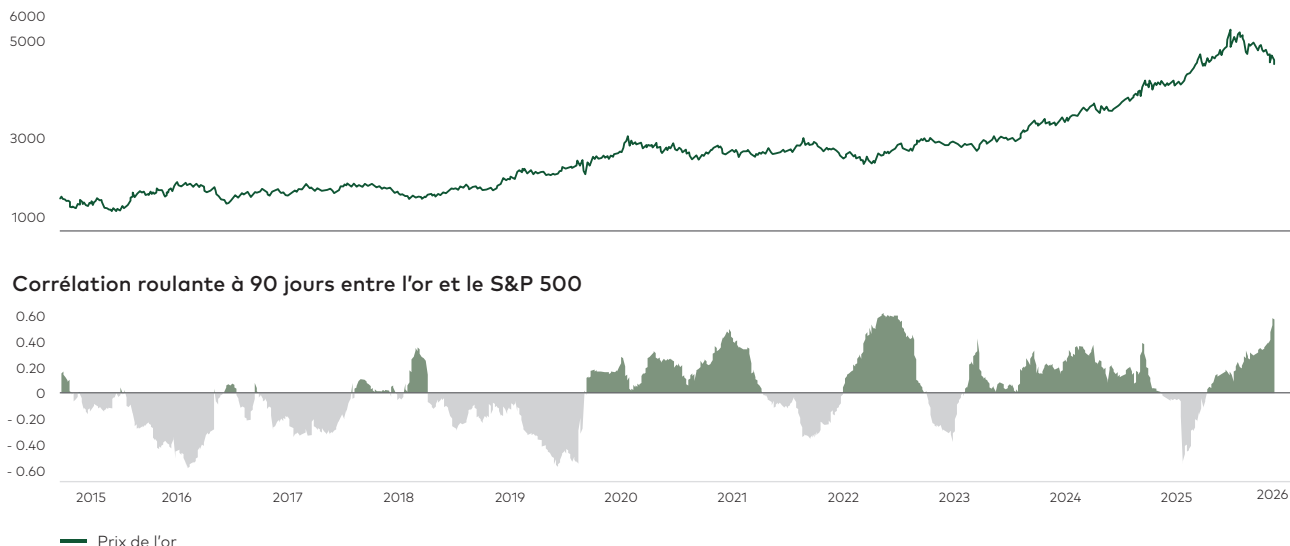
le S&P 500 est redevenue positive. Autrement dit, le métal se comporte temporairement comme un actif risqué plutôt que d'offrir la protection qu'on en attend typiquement. Le rappel a d'ailleurs été brutal au printemps, lorsque l'or, après avoir culminé au-delà de USD 5'000 l'once, a cédé plus de 15% en quelques jours — des investisseurs à effet de levier se débarrassant de leurs positions les plus liquides pour honorer des appels de marge. L'or demeure un stabilisateur stratégique de premier ordre face aux risques systémiques, dont la valeur ressortirait pleinement en cas de récession, mais son rôle diversifiant à court terme s'est, pour l'heure, estompé. C'est cette double lecture — conviction de fond, vigilance tactique — qui justifie de conserver un positionnement neutre plutôt que de renforcer l'exposition.

Deux risques en filigrane du second semestre

Restent deux échéances qui domineront la seconde moitié de 2026, et auxquelles nous consacrons un examen approfondi dans cette édition du Panorama. Les élections américaines de mi-mandat, d'abord, dont la configuration anticipée n'est pas la plus favorable aux marchés, même si l'histoire invite à ne pas en exagérer la portée: ce sont l'inflation, la croissance et les bénéfices, bien plus que la composition du Congrès, qui dicteront la trajectoire boursière. Les tensions autour du crédit privé, ensuite, la récente vague de «gates» sur certains fonds «evergreen» ayant ravivé la crainte d'un risque systémique — une situation que nous jugeons, à ce stade, davantage le symptôme d'un ajustement de marché que le prélude à une crise.

Le moteur tourne donc toujours, et l'étincelle de l'introduction de SpaceX en témoigne. Mais dépendre d'un moteur unique impose une discipline: rester investi, diversifier les portefeuilles et résister à la tentation d'ajouter du risque là où la prime ne le rémunère plus. Tenir la ligne, en somme — jusqu'à ce qu'un véritable catalyseur, et non un simple soulagement géopolitique, vienne justifier de la franchir.

La corrélation entre l'or et le S&P 500 est devenue positive depuis le début de l'année.

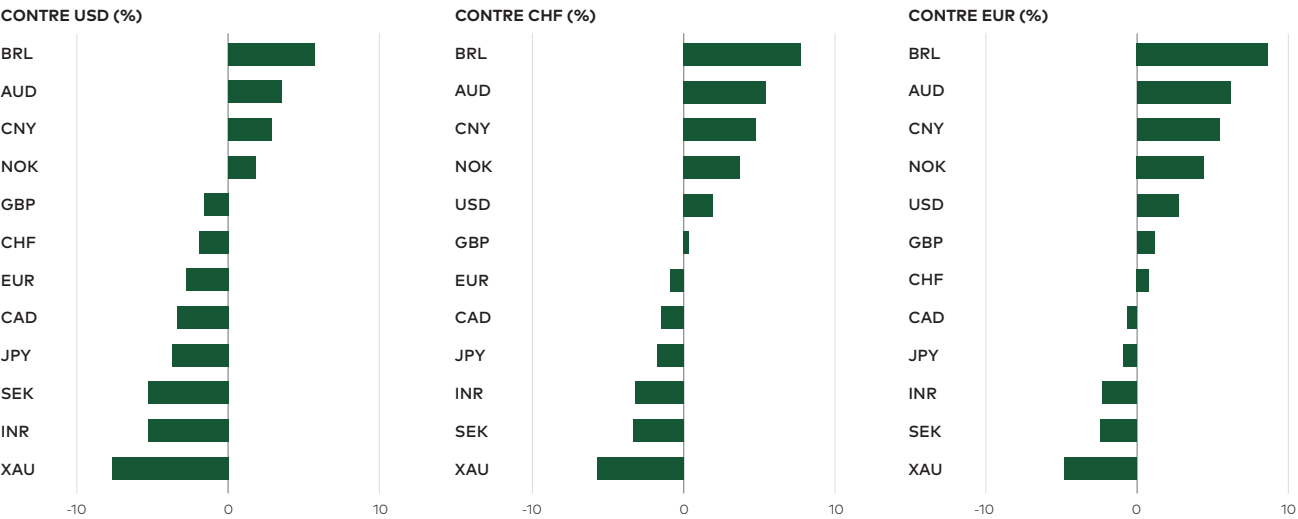


6 PERFORMANCE DES MARCHÉS

Indicateurs économiques actuels

	PIB réel %		Inflation %		PMI	Gov. déficit % PIB	Chômage %	Taux d'intérêt		Prime de Risque Actions
	2025	2026	2025	2026	Dernier	Dernier	Dernier	3 mois	10 ans	Dernier
USA	2,1	2,1	2,7	3,4	55,7	-6,0	4,3	3,8	4,5	0,1
Zone Euro	1,4	0,6	2,1	2,9	51,4	-2,9	6,3	2,2	2,9	3,4
Suisse	1,4	1,1	0,2	0,6	54,3	0,0	3,0	-0,2	0,3	4,7
UK	1,3	1,0	3,4	3,2	52,5	-4,2	5,0	3,8	4,8	2,9
Asie ex Japon	5,1	5,0	1,0	2,0	-	-	5,2	-	-	-
Japon	1,1	0,6	3,2	2,0	54,8	-2,9	2,5	0,9	2,7	1,4
Chine	5,0	4,6	0,0	1,2	51,7	-5,1	4,0	1,0	1,7	4,5
Inde	7,1	7,5	4,6	2,0	54,2	-4,4	5,5	5,2	6,8	-2,1
Monde	3,2	2,9	3,4	4,3	52,6	-	4,8	-	-	-

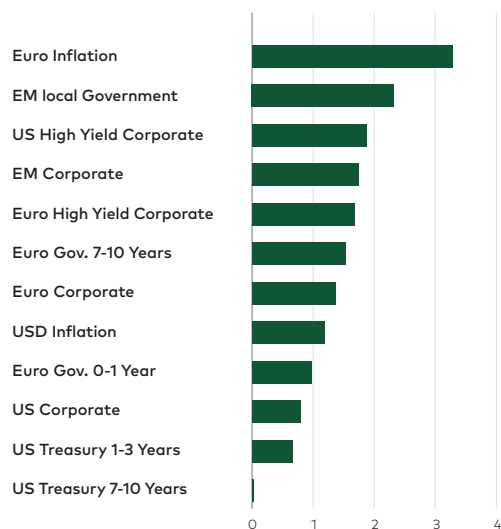
Performance des marchés (du 31.12.2025 au 30.06.2026)
Taux de change



Marché actions / Performance & Valorisation
(leading PE vs PE Median 20Yrs) (du 31.12.2025 au 30.06.2026)

	USD	EUR	CHF	GPB	Leading PE	
					Dernier	Médiane LT*
S&P 500	10,2%	13,3%	12,3%	11,9%	21,9	20%
Euro Stoxx 50	8,1%	11,1%	10,1%	9,7%	16,2	13%
Swiss Perf. Index	7,5%	10,7%	9,9%	9,3%	20,0	3%
FTSE 100	6,0%	9,0%	8,0%	7,6%	13,1	-7%
MSCI Asia Ex-Japan	23,9%	27,4%	26,3%	25,8%	13,7	-10%
Nikkei 225	34,9%	38,9%	37,9%	37,1%	24,3	20%
China CSI 300	11,7%	14,9%	13,9%	13,4%	16,0	3%
Brazil Bovespa	13,3%	16,7%	15,8%	15,2%	8,5	-42%
MSCI India	-9,6%	-7,0%	-7,8%	-8,2%	21,4	-3%
MSCI World	9,7%	12,8%	11,8%	11,4%	20,3	14%

Marché obligataire

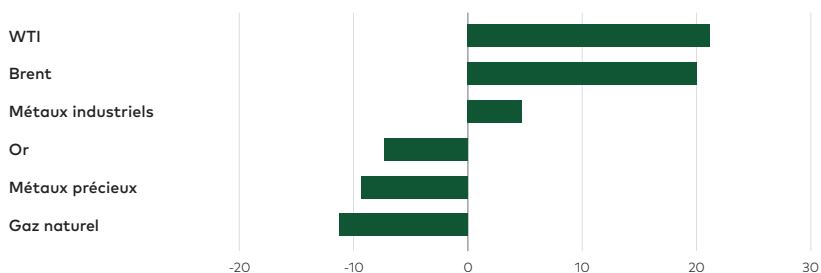


Secteurs / Performance & Valorisation (leading PE vs PE Median 20Yrs)

	USA			Europe		Monde			
	Dernier	Médiane 20Yrs*		Dernier	Médiane 20Yrs*	Dernier	Médiane 20Yrs*		
Cons. Discr.	-1%	-10%	-3%	26,0	20%	16,5	13%	23,6	25%
Cons. Non Cycl.	8%	5%	6%	22,9	15%	16,5	-9%	20,6	5%
Finance	-2%	12%	4%	15,5	6%	11,8	6%	14,4	6%
Energie	20%	20%	19%	12,5	-16%	7,5	-32%	11,1	-19%
Industrie	21%	12%	15%	28,7	55%	23,8	26%	25,5	39%
Technologie	20%	49%	22%	26,3	15%	37,0	38%	26,9	15%
Matériaux	12%	13%	10%	18,1	0%	16,2	5%	16,3	-2%
Services Publics	7%	19%	9%	19,3	13%	16,7	21%	18,3	8%
Santé	3%	4%	2%	20,9	4%	16,7	-15%	19,7	-3%
Télécom.	1%	-3%	0%	19,3	5%	16,6	7%	18,8	4%
Immobilier	10%	7%	4%	37,0	-16%	28,0	-2%	14,6	-25%

* un chiffre positif signifie que le secteur se traite plus cher par rapport à sa médiane, un chiffre négatif signifie que le secteur est en décote par rapport à sa médiane

Matières premières



GRILLES D'ALLOCATION

Classes d'actifs

	Souspondéré	Neutre	Surpondéré	Principaux moteurs	Risques
Actions		●		Un fort potentiel de croissance des bénéfices est attendu, en particulier dans les secteurs liés à l'IA, mais il reste limité par les valorisations.	Forte concentration du marché; scénario d'une inflation plus élevée et plus durable.
Obligations		●		Rendement global (all-in) attractif dans un contexte de croissance mondiale résiliente, avec des spreads de rendement assez resserrés et des banques centrales sur la défensive.	D'un côté, le risque d'une contraction cyclique; de l'autre, des surprises haussières sur l'inflation.
Cash		●		Corrélation à court terme avec les actifs risqués; soutien structurel haussier de la dédollarisation créant des achats des banques centrales.	Repli en cas de forte hausse des taux réels. Potentiel de hausse en cas d'enracinement durable et marqué des tensions géopolitiques, ou de poursuite de la corrélation positive avec les actifs risqués dans ce marché haussier.

Actions

	Souspondéré	Neutre	Surpondéré	Principaux moteurs	Risques
Etats-Unis		→ ●		Forte croissance attendue des bénéfices, surtout dans la tech; économie résiliente; potentiel d'amélioration en cas de résolution du conflit iranien.	Repli si résurgence de l'inflation faute de stabilisation du pétrole, érodant la confiance des consommateurs. Potentiel de hausse si l'accélération de l'impact de l'IA se poursuit (productivité et profits).
Europe	●			Prudence; resserrement de la BCE bridant le potentiel; PIB sans réaccélération; faible exposition à l'IA.	Rebond possible en cas de désescalade géopolitique rapide ou de surprise macro positive.
Suisse		→ ●		Reprise manufacturière qui se matérialise enfin; détente géopolitique renforçant l'attrait d'une économie tournée vers l'extérieur.	Franc suisse trop fort comme principal frein; durcissement supplémentaire des tarifs douaniers.
Asie Pacifique		●		Solide croissance des bénéfices; valorisations attractives; mais exportations chinoises exposées dans un monde plus fragmenté.	Dollar fort ou retrait de liquidité; dépend d'une reprise chinoise / indienne.

Obligations

	Souspondéré	Neutre	Surpondéré	Principaux moteurs	Risques
Etats développés		●		Le contexte actuel plaide pour une position neutre en matière de duration, les pressions inflationnistes de fin de cycle incitant les banques centrales à rester prudentes. Les valorisations actuelles offrent néanmoins un point d'entrée attractif, les obligations souveraines procurant des rendements réels positifs supérieurs à l'inflation anticipée.	Les importants déficits budgétaires invitent à la prudence, alors que les marchés doivent absorber un volume élevé d'émissions de dette publique. Les risques d'effets de second tour sur l'inflation demeurent également à surveiller de près.
Entreprises (IG)		●		Bien que les spreads restent historiquement serrés, les rendements globaux (« all-in yields ») demeurent attractifs, soutenus par des fondamentaux de crédit solides et un risque de récession limité.	Les principaux risques proviennent de conditions monétaires restrictives, d'éventuels effets de contagion du marché du crédit privé et d'un volume élevé d'émissions obligataires liées aux investissements dans l'intelligence artificielle par les hyperscalers.
Haut rendement		●		Les spreads du segment High Yield restent serrés, mais ils sont justifiés par des taux de défaut très faibles, des fondamentaux de crédit résilients et des rendements globaux attractifs.	Le principal risque réside dans un retournement du sentiment de marché, accompagné d'une multiplication des signes de ralentissement du cycle économique.
Emergents		●		Les spreads de la dette émergente demeurent également relativement serrés, mais les fondamentaux souverains restent globalement solides.	Les principaux risques proviennent d'un resserrement de la liquidité mondiale et d'une appréciation du dollar américain, susceptibles de peser sur l'appétit pour les actifs émergents.

Taux de change

	Souspondéré	Neutre	Surpondéré	Principaux moteurs	Risques
USD vs CHF	●			Les fondamentaux du dollar américain demeurent globalement défavorables, reflétant des déficits budgétaire et courant records ainsi que des valorisations élevées.	Un resserrement des conditions monétaires mondiales, notamment par le biais d'une hausse des taux directeurs de la Réserve fédérale, ou de nouvelles perturbations de l'offre mondiale pourraient soutenir le dollar américain.
USD vs EUR	●			Les fondamentaux du dollar américain demeurent globalement défavorables, reflétant des déficits budgétaire et courant records ainsi que des valorisations élevées.	Un resserrement des conditions monétaires mondiales, notamment via une hausse des taux directeurs de la Réserve fédérale, ou de nouvelles perturbations de l'offre pourraient soutenir le dollar américain.
EUR vs CHF	●			Les fondamentaux du franc suisse restent solides, même si le différentiel de taux d'intérêt demeure défavorable	Hausse possible de l'EUR/CHF si la BNS assouplit (baisses de taux ou interventions) pour freiner le franc, si le différentiel de taux BCE-BNS se resserre, ou si la demande de valeur refuge sur le CHF reflue.

REVUE DES MARCHÉS UN MARCHÉ À MOTEUR UNIQUE

LOUNA SEFERDJELI / INTERN

Les indices actions abordent l'été 2026 proches de niveaux record, et c'est précisément ce qui interpelle. Depuis des semaines, un ensemble de facteurs particulièrement anxio-gènes aurait pourtant dû les faire plier. Le blocus du détroit d'Ormuz a propulsé le baril de pétrole à près de USD 126, ravivant les tensions inflationnistes des deux côtés de l'Atlantique et faisant grimper les taux longs américains jusqu'à 5%, un niveau inédit depuis 2008. Les indices actions n'en ont pas moins poursuivi leur progression. L'accord conclu le 14 juin entre Washington et Téhéran a ensuite ramené le pétrole autour de USD 80 et contribué à détendre les taux, sans rien changer au constat de fond: les marchés boursiers sont restés largement à l'écart de la géopolitique, qu'elle se dégrade ou qu'elle s'apaise.

Ce détachement tient à un seul et unique facteur: les investissements dans l'intelligence artificielle (IA) et l'infrastructure physique qui la rend possible. Les grands groupes technologiques prévoient près de USD 700 milliards de tels investissements en 2026, une hausse de plus de 60% par rapport à l'année précédente. Cette accélération alimente toute la filière, des concepteurs de puces aux opérateurs de centres de données et aux fournisseurs d'infrastructures énergétiques. Les semi-conducteurs en sont les premiers bénéficiaires: leur poids dans l'indice MSCI World a presque doublé en cinq ans, atteignant aujourd'hui près de 14%, soit environ la moitié du secteur technologique dans son ensemble. C'est cette dynamique qui entretient les anticipations de croissance bénéficiaire et explique pour l'essentiel la résilience des marchés actions face à un cadre macroéconomique pourtant plus contraignant.

Cette solidité de façade masque cependant une participation de plus en plus étroite, c'est-à-dire un nombre décroissant de titres qui tirent les indices. Alors que le S&P 500 vole de records en records, 60% seulement des titres se maintiennent au-dessus de leur moyenne mobile à 200 jours, et à peine 30% surperforment l'indice sur 50 jours. Autrement dit, une large partie de la cote stagne pendant qu'une poignée de valeurs concentre la hausse. Et ce phénomène ne concerne pas uniquement les États-Unis: en Europe, l'IA et l'énergie représentent environ un cinquième du Stoxx 600 mais expliquent la quasi-totalité de sa progression. La question n'est donc plus de savoir si les marchés profitent de cette révolution, mais dans quelle mesure chacun y est exposé.

ÉTATS-UNIS, AU CŒUR DU CYCLE D'INVESTISSEMENT Positionnement surpondéré

Le marché américain conserve la faveur des investisseurs, et la nôtre également. Cette confiance repose d'abord sur les bénéfices, dont la croissance reste dynamique et toujours portée par la technologie. L'IA y joue un rôle moteur, en nourrissant une accélération des profits et des gains de productivité dont les premiers effets commencent à se diffuser au-delà des seules grandes capitalisations. Les résultats de Nvidia en attestent, avec USD 82 milliards de revenus trimestriels (+85%), dont USD 75 milliards provenant des centres de données, signe d'une demande qui ne montre aucun essoufflement. Les projections bénéficiaires traduisent cet optimisme: depuis fin mars, la croissance des profits du S&P 500 anticipée pour 2026 est passée d'environ 17% à plus de 23%. Cette tendance à la hausse

L'inflation américaine repart à la hausse et fragilise le scénario de désinflation



des révisions bénéficiaires soutient les actions, mais elle relève aussi le niveau d'exigence. Avec des multiples déjà tendus, l'indice américain a peu de marge pour une nouvelle expansion des valorisations, et sa progression future dépendra surtout de la capacité des entreprises à délivrer les résultats escomptés. À cette dynamique s'ajoute une économie plus résiliente que prévu, et dont la trajectoire pourrait encore s'éclaircir si la situation internationale, en particulier le conflit iranien, poursuit la stabilisation amorcée par l'accord du 14 juin. Cette solidité n'est toutefois pas sans limites. La résurgence de l'inflation, remontée à 4,2% en mai, pèse sur la confiance des ménages et maintient les taux longs sous tension, dans un contexte où la consommation, pilier de l'économie américaine, repose sur une base de plus en plus étroite: les foyers aisés portent l'essentiel des dépenses pendant que les ménages aux revenus modestes voient leur pouvoir d'achat s'effriter sous l'effet de la hausse des prix. La concentration visible dans les indices boursiers se retrouve ainsi dans la consommation, avec le même risque: une croissance suspendue à un petit nombre de contributeurs. C'est aussi sur ce terrain que se jouera l'échéance politique de novembre, l'inflation et le pouvoir d'achat s'imposant comme les enjeux centraux des élections de mi-mandat. Leur configuration anticipée n'est d'ailleurs pas la plus favorable au marché.

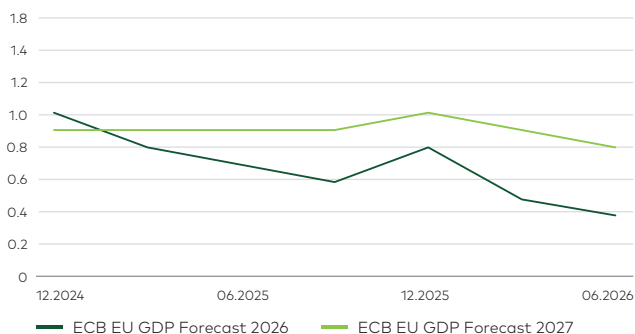
EUROPE, EN ATTENTE D'UN DÉCLIC

Positionnement sous-pondéré

Du côté européen, on observe la même dynamique qu'aux États-Unis: un marché et des bénéfices portés par un nombre limité de secteurs, principalement les valeurs financières et l'énergie. L'absence de champions européens de l'IA prive cependant la région du puissant moteur de croissance que représentent les investissements massifs y relatifs, lesquels soutiennent aujourd'hui à la fois les bénéfices des entreprises et l'activité économique aux États-Unis. La croissance plus atone de l'économie européenne intervient par ailleurs dans un contexte de regain des pressions inflationnistes. Pour la Banque centrale européenne, dont le mandat est centré sur la stabilité des prix, le risque est de devoir relever les taux directeurs plus fortement que ne le justifierait la faiblesse de l'activité, au risque de freiner davantage une économie européenne déjà peu dynamique. Cette configuration délicate explique notre positionnement prudent sur les actions européennes.

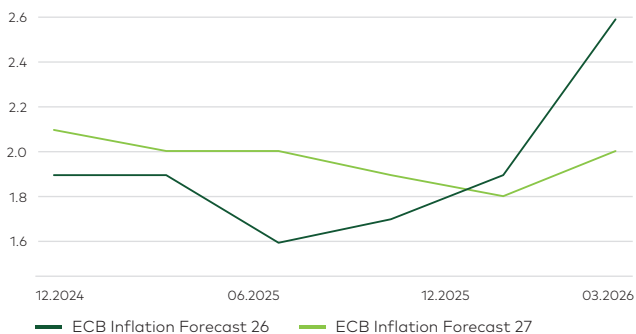
La BCE et les marchés ont abaissé trimestre après trimestre leurs prévisions de croissance pour la zone euro

Prévisions du PIB européen par la BCE

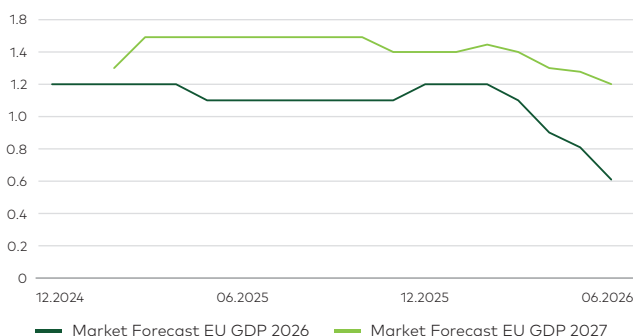


Au même moment, l'un comme l'autre ont relevé leurs prévisions d'inflation

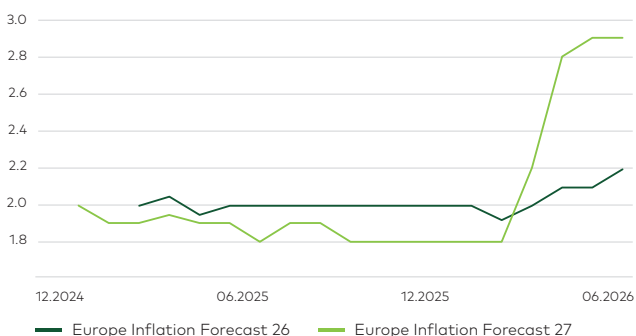
Prévisions de l'inflation européenne par la BCE



Prévisions du PIB européen par le marché



Prévisions de l'inflation européenne par le marché



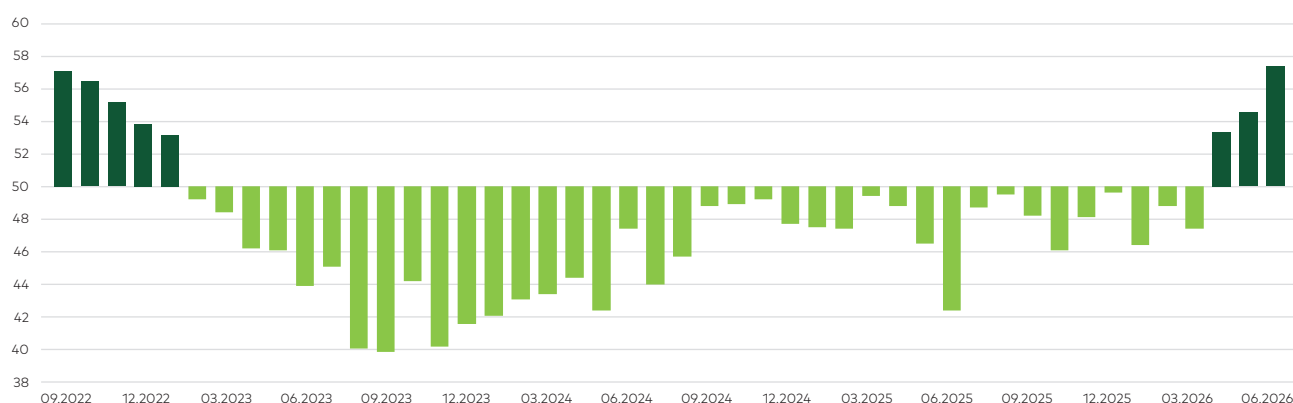
SUISSE, LE RELAIS INDUSTRIEL

Positionnement surpondéré

Le marché suisse offre aujourd'hui une alternative intéressante à eux égards. D'une part, il bénéficie d'une amélioration progressive du cycle économique. Le PMI manufacturier helvétique a atteint 57,3 en mai, son plus haut niveau depuis plus de trois ans, confirmant le redémarrage industriel et soutenant le rebond des valeurs cycliques ainsi que des petites et moyennes capitalisations. La Banque nationale suisse a confirmé cette résilience lors de son examen du 18 juin, soulignant la bonne tenue de la croissance malgré le conflit au Moyen-Orient (nette progression du PIB au premier trimestre), tout en maintenant son taux directeur à zéro. Tournée vers les exportations, l'économie suisse est également susceptible de profiter du reflux des cours pétroliers et d'une détente géopolitique.

D'autre part, la place helvétique constitue une alternative au cycle de l'IA. Le SPI affiche une hausse de seulement 4% environ depuis le début de l'année, en partie parce que la Suisse compte peu de grands bénéficiaires directs des investissements massifs dans l'IA. Si cette caractéristique a constitué un handicap dans un marché dominé par les valeurs technologiques, elle pourrait devenir un atout en cas de rotation sectorielle.

le PMI suisse a connu 38 mois consécutifs en zone de contraction avant de rebondir en territoire positif



PAYS ÉMERGENTS, UNE DYNAMIQUE INÉGALE

Positionnement neutre

Les marchés émergents constituent un cas particulier dans ce cycle. Ils ne réagissent pas d'un seul mouvement, la place occupée dans la chaîne de fabrication des semi-conducteurs distinguant les marchés haussiers de ceux qui stagnent. Taïwan en offre l'illustration la plus claire: ses fondeurs, qui produisent les puces conçues par les grands noms américains, en ont fait le premier poids du MSCI Emerging Markets, au point que la technologie avoisine désormais 45% de cet indice. La Corée, portée par ses fabricants de mémoire et de composants, profite de la même tendance, si bien que l'Asie émergente s'est retrouvée portée depuis

janvier par les mêmes forces que celles qui soutiennent les indices développés. Une réserve mérite toutefois d'être émise: en dehors des semi-conducteurs, cette progression doit davantage à la revalorisation des cours qu'à une réelle croissance des bénéfices, ce qui en fait un soutien moins solide qu'il n'y paraît. La Chine, pour sa part, reste nettement en retrait, l'indice Hang-Seng demeurant en territoire négatif depuis le début de l'année. La suite dépendra donc de deux variables distinctes: d'un côté la capacité, encore incertaine, de la Chine à enrayer ce décrochage, de l'autre un environnement extérieur où un dollar durablement fort ou des conditions financières mondiales plus restrictives viendraient peser sur l'ensemble de la zone.

En Asie émergente, la hausse de l'indice et des attentes bénéficiaires est soutenue par le seul secteur des semiconducteurs



DÉCRYPTAGE: MID-TERM

LES ÉLECTIONS AMÉRICAINES DE MI-MANDAT POURRAIENT-ELLES CHANGER LA TRAJECTOIRE DES MARCHÉS ?

ANICK BAUD / SENIOR FUND MANAGER

À quatre mois des élections de mi-mandat, un risque politique que les marchés avaient largement relégué au second plan refait progressivement surface. Quand bien même les investisseurs restent principalement focalisés sur l'intelligence artificielle, l'évolution des taux d'intérêt ou encore les tensions au Moyen-Orient, une autre variable se voit rapidement intégrée dans l'évolution des cours boursiers: la probabilité d'un changement de majorité à Washington.

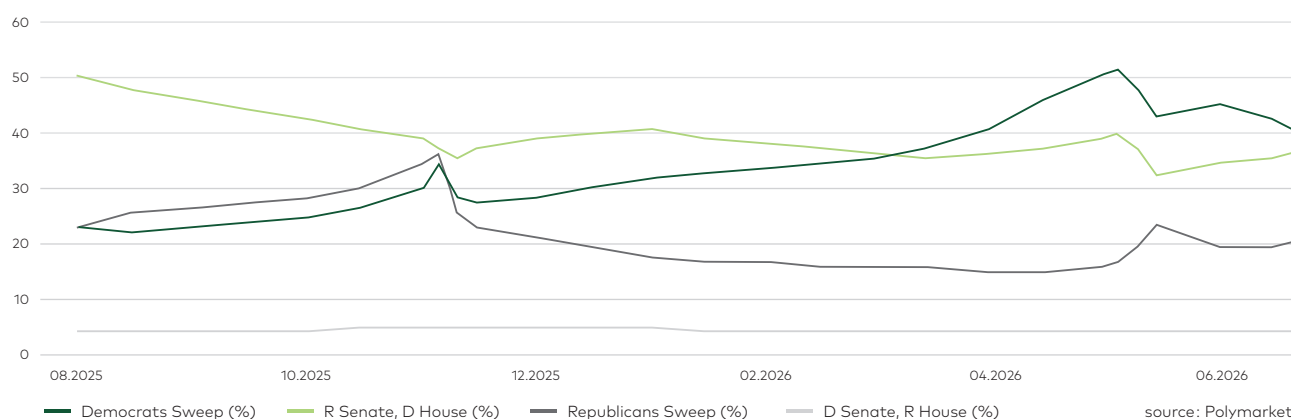
Si un Congrès divisé, avec une Chambre des représentants à majorité démocrate et un Sénat conservé par les républicains, demeure le scénario central de nombreux observateurs, les marchés de prédiction accordent désormais une probabilité croissante à une victoire démocrate dans les deux chambres (graphique 1). Cette progression de l'opposition dans les anticipations électorales s'explique d'abord par la dégradation du contexte économique. La remontée de l'inflation américaine à 4,2% début juin, alimentée en partie par les tensions autour du détroit d'Ormuz, commence à peser sur le pouvoir d'achat des ménages. Historiquement, **les élections de mi-mandat constituent avant tout un référendum sur le président en exercice et la situation économique demeure le principal déterminant du vote**. À mesure que le scrutin approche, les préoccupations de pouvoir d'achat tendent ainsi à prendre le dessus. Dans plusieurs États clés, la hausse des coûts énergétiques s'ajoute désormais aux effets des nouveaux droits de douane sur certains biens et services, renforçant encore la sensibilité du scrutin à ces questions.

Le contexte politique joue également un rôle. Depuis son retour à la Maison-Blanche, Donald Trump poursuit la transformation du Parti républicain en soutenant activement les candidats les plus alignés sur sa ligne politique. Si cette stratégie renforce la cohésion idéologique du parti, elle pourrait aussi limiter sa capacité à séduire les électeurs indépendants, souvent décisifs dans les États les plus disputés. Les élections de 2022 avaient déjà montré que certains candidats très marqués idéologiquement pouvaient remporter leurs primaires avant de sous-performer lors du vote général. Une telle dynamique commence d'ailleurs à se refléter dans plusieurs scrutins clés. Au Texas par exemple, la victoire en primaire du très controversé Ken Paxton a transformé un siège longtemps considéré comme acquis aux républicains en l'une des courses sénatoriales les plus surveillées du pays.

Pour autant, il convient de garder une certaine prudence. Les démocrates ne bénéficient pas d'un élan populaire particulièrement fort. Leur niveau de popularité reste faible en comparaison historique et leur progression dans les sondages semble davantage refléter le rejet du camp adverse qu'un véritable enthousiasme pour leur programme. Autrement dit, **la dynamique actuelle repose davantage sur la fragilité républicaine que sur la force démocrate**.

Sur le plan historique, plusieurs éléments plaident néanmoins en faveur d'un changement de majorité. Depuis la Seconde Guerre mondiale, le parti occupant la Maison-Blanche a

Les marchés de prédiction accordent désormais une probabilité croissante à une victoire démocrate dans les deux chambres



presque systématiquement perdu la Chambre des représentants lors des élections de mi-mandat, les exceptions étant rares. Le Sénat est traditionnellement plus difficile à faire basculer, mais le cycle 2026 présente plusieurs caractéristiques inhabituelles susceptibles de favoriser un tel renversement: une majorité républicaine relativement étroite, un président confronté à un niveau élevé de désapprobation et un environnement économique qui se détériore progressivement.

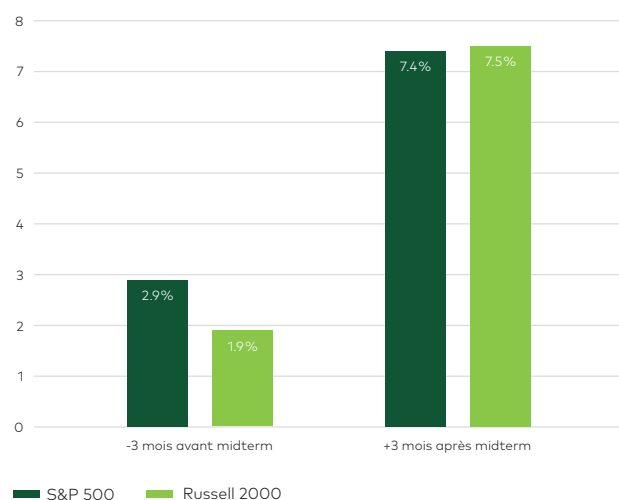
À première vue, cette progression du scénario démocrate pourrait être perçue comme source d'inquiétude pour les marchés. Une majorité de ce parti dans les deux chambres raviverait en effet les débats sur la fiscalité des entreprises, l'imposition des plus-values ou encore l'encadrement réglementaire des grandes plateformes technologiques. Dans un marché porté depuis plusieurs années par les méga-capitalisations américaines, ces perspectives pourraient sembler peu favorables aux actifs risqués.

Les investisseurs auraient toutefois tort de conclure trop rapidement qu'une victoire démocrate constituerait nécessairement un événement négatif pour les marchés. L'histoire montre au contraire que les élections de mi-mandat ont généralement été suivies d'une progression des actions américaines. **Depuis 1950, le S&P 500 a enregistré une performance moyenne d'environ 7,4% dans les trois mois suivant le scrutin**, contre un gain d'environ 3% au cours des trois mois précédents (graphique 2). Plus remarquable encore, **le marché a terminé cette période en hausse dans plus de huit cas sur dix**. Le constat est similaire, et même légèrement plus favorable, pour les petites et moyennes capitalisations américaines. Depuis 1982, le Russell 2000 a progressé en moyenne de 7,5% dans les trois mois suivant les élections de mi-mandat, avec un taux de succès proche de 90%. Cette dynamique s'explique en partie par la réduction de l'incertitude politique après le scrutin, mais aussi par le fait que les élections de mi-mandat interviennent souvent à un moment avancé du cycle présidentiel, période historiquement plus favorable aux actifs risqués.

Attention cependant à l'interprétation de cette statistique, la performance moyenne masquant une dispersion considérable. Certaines élections ont été suivies de rebonds supérieurs à 14%, tandis que d'autres ont débouché sur des reculs des indices. Les marchés réagissent de fait rarement au seul résultat électoral; **l'inflation, la croissance, les bénéfices des entreprises et la politique monétaire demeurent des déterminants beaucoup plus puissants.**

C'est précisément ce qui rend l'élection de 2026 si particulière. Comme en 2002 ou en 2006, le cycle actuel est dominé par un choc géopolitique majeur. Les tensions autour de l'Iran et du détroit d'Ormuz ont déjà provoqué une forte volatilité sur les marchés de l'énergie. Si les prix du pétrole

Performance moyenne du S&P 500 et Russell 2000 3 mois avant et 3 mois après les élections (1950-1922)



se sont récemment détendus, leurs effets sur l'inflation pourraient continuer à se diffuser au sein de l'économie américaine pendant plusieurs trimestres et ainsi peser sur l'issue du scrutin. Donald Trump sait qu'une hausse durable des prix de l'énergie et une érosion du pouvoir d'achat des ménages constitueraient un risque électoral, renforçant l'intérêt d'une désescalade rapide.

Un dernier risque mérite enfin d'être mentionné, même s'il demeure difficile à quantifier. Plus que le résultat lui-même, c'est sa contestation éventuelle qui pourrait constituer la véritable surprise de ce cycle électoral. La probabilité d'un tel scénario reste faible, mais il ne peut être totalement écarté dans un environnement politique particulièrement polarisé. Des recours juridiques ou des retards de certification créeraient probablement davantage d'incertitude pour les marchés qu'un résultat clairement établi. L'expérience de 2000 souligne combien une période prolongée d'incertitude électorale peut peser sur les actifs risqués.

À ce stade, trois scénarios nous semblent mériter plus particulièrement l'attention des investisseurs. Le premier, aujourd'hui considéré comme le plus probable par de nombreux observateurs, verrait la Chambre basculer aux mains des démocrates tandis que le Sénat demeurerait républicain. Une telle configuration de blocage institutionnel limiterait les changements législatifs majeurs et s'apparenterait à un retour au statu quo politique. Historiquement, ce type d'issue a été plutôt bien accueilli par les marchés, les actions américaines ayant progressé dans près de neuf cas sur dix au cours des trois mois suivant les élections de mi-mandat.

Une victoire démocrate simultanée à la Chambre et au Sénat constituerait un deuxième scénario. Historiquement, les configurations comparables n'ont pas été les plus favorables aux actions américaines. Toutefois, cet effet pourrait être partiellement compensé si ce changement de majorité conduisait à un assouplissement de la politique commerciale américaine et à une réduction des incertitudes liées aux droits de douane, facteurs susceptibles de soutenir la confiance des entreprises et les échanges internationaux.

Enfin, le troisième risque, plus difficile à quantifier et qui ne constitue pas notre scénario central, concerne l'attitude de Donald Trump dans les semaines qui précéderont le scrutin. Des déclarations particulièrement offensives ou une remise en question prématurée du processus électoral pourraient alimenter une volatilité temporaire et peser sur le sentiment des investisseurs. Ce risque inviterait à une certaine prudence vis-à-vis des actifs risqués.

En conclusion, les marchés ont sans doute raison de surveiller les élections de novembre mais **l'histoire suggère que la composition du prochain Congrès comptera probablement moins que l'évolution de l'inflation, de la croissance et des bénéfices des entreprises**. Cela étant, la variable véritablement clé reste probablement la même qu'en début d'année : l'évolution du choc énergétique et ses conséquences sur l'économie américaine. C'est elle qui déterminera largement le résultat du scrutin et, dans une certaine mesure, la réaction des marchés.

DÉCRYPTAGE CRÉDIT PRIVÉ

FONDS EVERGREEN: TOUJOURS VERTS, JAMAIS VRAIMENT LIQUIDES

LUCAS MATTI / PORTFOLIO MANAGER

Septembre 2025 a marqué un tournant pour le marché du crédit privé, avec les faillites quasi simultanées de Tricolor et de First Brands. En l'espace de quelques semaines, ces deux entreprises sont passées du statut d'emprunteurs jugés solides à celui de sociétés en faillite. Une évolution qui a suscité des interrogations quant à la qualité des processus de «due diligence» menés par les établissements prêteurs, lesquels n'avaient détecté ni les fraudes présumées chez Tricolor, ni certains problèmes de gouvernance et de structure financière chez First Brands. Les pertes enregistrées par plusieurs grandes institutions financières, dont JPMorgan et Barclays, ont contribué à attirer l'attention des investisseurs sur les vulnérabilités potentielles du secteur.

Deux facteurs sont ensuite venus renforcer ces inquiétudes. Le premier a été la déclaration de Jamie Dimon, CEO de JPMorgan, indiquant qu'il fallait s'attendre à voir apparaître d'autres cas similaires. Le second concerne l'exposition importante du crédit privé au secteur des logiciels. Alors que les titres de ces entreprises figuraient parmi les plus recherchés durant les dernières années, l'essor de l'intelligence artificielle a modifié les perceptions du marché. Une partie des investisseurs estime désormais que certains modèles d'affaires d'entreprises de logiciels pourraient être remis en question, pesant potentiellement sur leur rythme de croissance et leur capacité de remboursement de certains emprunteurs.

L'impact de ces différents développements s'est matérialisé sur les fonds evergreen à la fin du premier trimestre 2026. Ce type de véhicule a été développé par l'industrie des marchés privés afin d'élargir sa base d'investisseurs, notamment au sein de la clientèle de détail. De tels fonds offrent généralement une liquidité trimestrielle sur une classe d'actifs intrinsèquement peu liquide. Or, les investisseurs particuliers sont souvent plus sensibles à la volatilité des marchés et donc davantage enclins à réduire leur exposition lorsque le contexte se détériore. Il n'en a pas fallu davantage pour déclencher une vague de demandes de remboursement. À cette inquiétude autour du crédit privé sont venues s'ajouter les tensions géopolitiques liées au conflit entre les États-Unis et l'Iran, qui ont renforcé l'aversion au risque et accru la volonté des investisseurs de réduire leur exposition aux actifs les plus risqués. Parallèlement, les actifs liés à l'intelligence artificielle ont fortement progressé, incitant probablement une partie des investisseurs de détail, traditionnellement sensibles aux tendances de marché, à réallouer des capitaux vers ce segment.

Cette vague de rachats a eu des implications directes pour les fonds de crédit privé. La liquidité offerte par ces véhicules

est en effet encadrée par certaines conditions, la plus importante étant que le montant des demandes de remboursement ne dépasse pas 5% de la valeur nette d'inventaire (NAV) du fonds par période de liquidité. Lorsque ce seuil est atteint, un mécanisme de «gate» est activé: les investisseurs sont alors remboursés au prorata, dans la limite des 5% de la NAV. Ce dispositif vise à protéger les porteurs restants, en évitant des ventes forcées d'actifs dans des conditions de marché défavorables. Toutefois, l'activation de telles restrictions est susceptible de provoquer un effet domino. Lorsqu'un fonds met en place un «gate», les investisseurs d'autres véhicules peuvent en effet craindre de se voir confrontés aux mêmes contraintes et donc décider d'accélérer leurs propres demandes de remboursement. Ce type de comportement alimente de nouvelles tensions de liquidité, conduisant d'autres fonds à instaurer des mesures similaires. Le phénomène s'est ainsi progressivement étendu au-delà du crédit privé, certains fonds evergreen de private equity ayant également été touchés en raison de structures de liquidité comparables.

Conséquence la plus probable: un ralentissement de l'activité de financement dans le crédit privé. Dans un contexte de prudence accrue des investisseurs et de ralentissement des flux entrants, les gestionnaires disposent de moins de capitaux à déployer et peuvent être amenés à réduire le rythme de leurs nouveaux investissements. Cette dynamique pourrait aussi affecter le marché du private equity, dont les opérations sont fréquemment financées par le crédit privé.

Malgré ces tensions, les risques demeurent relativement contenus. Aujourd'hui, 10 fonds seulement semblent impactés par ce système de «gate». Et ils ne totalisent que 20% du marché global du crédit privé, la majorité des actifs étant détenue au sein de véhicules fermés qui ne sont pas soumis aux mêmes contraintes de liquidité. Par ailleurs, tant le Conseil de stabilité financière que la Banque centrale européenne considèrent que l'exposition directe des banques au crédit privé reste relativement limitée: 2,3% des prêts en Europe, un peu moins de 5% aux États-Unis. Bien que ces institutions soulignent l'existence de vulnérabilités liées aux interconnexions croissantes entre banques, assureurs et fonds privés, elles estiment que les bilans des principaux acteurs financiers sont suffisamment solides pour absorber du stress supplémentaire sans provoquer de perturbation majeure au niveau de l'économie réelle.

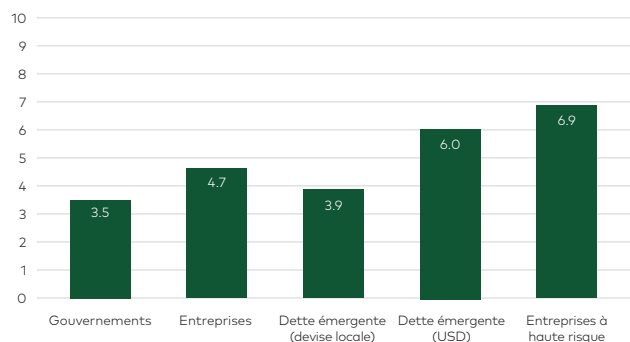
Ainsi, même si la prudence reste de mise à l'égard de cette classe d'actifs, les tensions actuelles apparaissent davantage comme un ajustement du marché que le prélude à une crise systémique.

Le second semestre 2026 s'ouvre sur un contexte mondial complexe, quoique toujours résilient. Le choc pétrolier a fait grimper l'inflation et contraint les banques centrales à faire preuve d'une plus grande prudence. L'économie américaine a mieux absorbé ce choc que prévu, soutenue par la consommation et l'actuel cycle d'investissement dans l'intelligence artificielle (IA). L'Europe est davantage exposée à la hausse des coûts énergétiques et l'affaiblissement de la demande extérieure.

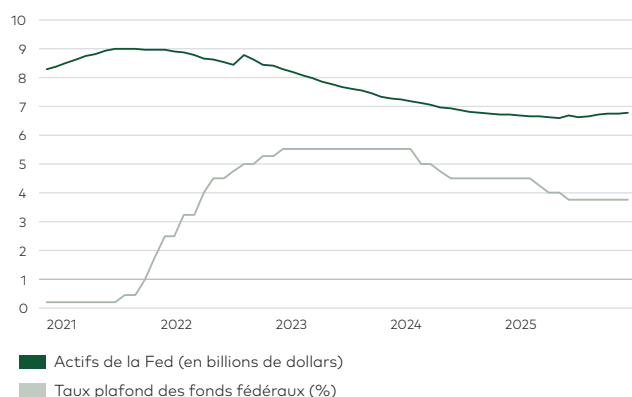
La Réserve fédérale (Fed) est entrée dans une nouvelle phase sous la présidence de Kevin Warsh. En réduisant ses indications prospectives, la Fed fournit moins de signaux aux marchés s'agissant de la trajectoire des taux. Ceci devrait rendre la politique monétaire plus dépendante des données, mais augmente également le risque d'une volatilité accrue. L'inflation étant toujours supérieure à l'objectif, la Fed devrait conserver une posture restrictive, même en cas de ralentissement modéré de la croissance.

Pour les investisseurs, cela plaide en faveur d'un équilibre. Notre positionnement en matière de durée demeure neutre. La partie courte des courbes de rendement devrait être soutenue par un futur assouplissement monétaire, tandis que les échéances plus longues sont pénalisées par le risque d'inflation, les déficits budgétaires et l'offre abondante. Nous tablons sur un aplatissement des courbes de rendement, à mesure que les marchés intègrent une politique plus durablement restrictive de la part des banques centrales.

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



Évolution des taux d'intérêt des banques centrales

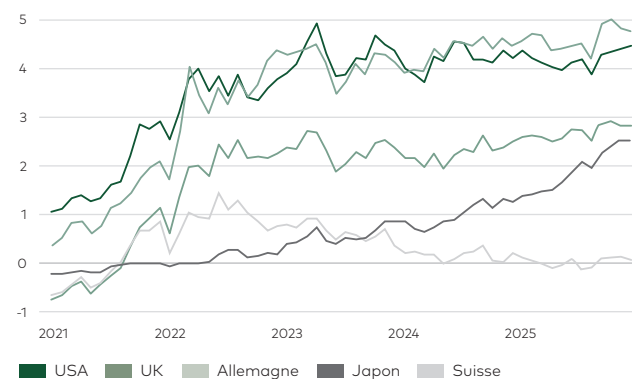


OBLIGATIONS D'ÉTATS DÉVELOPPÉS

Aux États-Unis, les valorisations des bons du Trésor sont plus intéressantes suite à la remontée des rendements, mais l'offre reste source de préoccupation. Les importants déficits budgétaires et le volume élevé d'émissions devraient continuer à peser sur les échéances longues. Nous sous-pondérons donc toujours la durée américaine.

Les obligations indexées sur l'inflation demeurent intéressantes en termes de diversification des portefeuilles. Les TIPS offrent une protection dans le cas où les prix du pétrole, ou les droits de douane, devaient maintenir l'inflation au-dessus de l'objectif.

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



En Europe, les obligations souveraines sont confrontées à un équilibre délicat. La croissance y est plus faible qu'aux États-Unis, mais les risques d'inflation ont augmenté en raison de la hausse des coûts énergétiques. Les rendements européens devraient de notre avis rester dans une fourchette étroite.

OBLIGATIONS D'ENTREPRISES DES MARCHÉS DÉVELOPPÉS

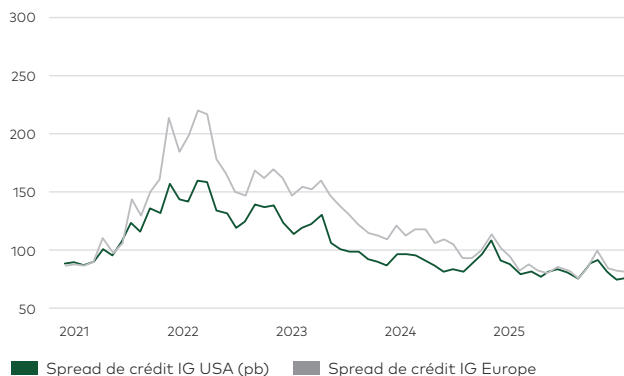
Les spreads de crédit des entreprises sont serrés, laissant peu de marge pour une nouvelle compression. Cela étant, cette classe d'actifs reste soutenue par une forte demande, des bilans sains et des investisseurs en quête de rendement. Les facteurs techniques demeurent positifs, mais le marché doit absorber d'importantes émissions émanant des entreprises technologiques américaines et des «hyperscalers» qui financent les infrastructures d'IA.

Nous restons sélectifs en matière de crédit, privilégiant les émetteurs de qualité, les échéances courtes et les flux de trésorerie stables.

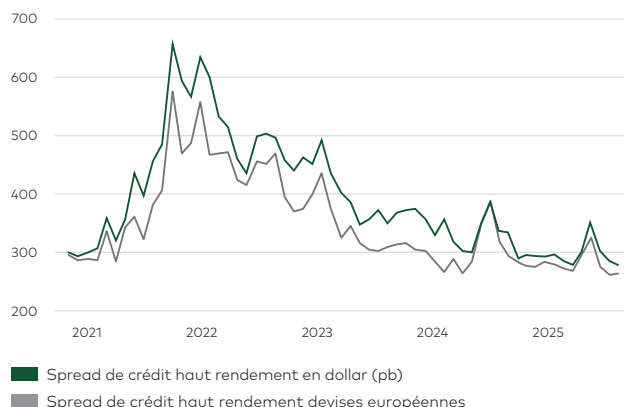
DETTE EMERGENTE EN MONNAIE FORTE

La dette émergente en devises fortes a affiché une performance régulière, soutenue par une volatilité modérée des spreads et un dollar américain globalement stable. Cette classe d'actifs présente toutefois un potentiel haussier limité en termes de valorisation, vu les niveaux actuels des spreads. La sélection des pays reste primordiale, les exportateurs de matières premières et les économies avec des excédents courants étant mieux placés pour absorber les chocs externes.

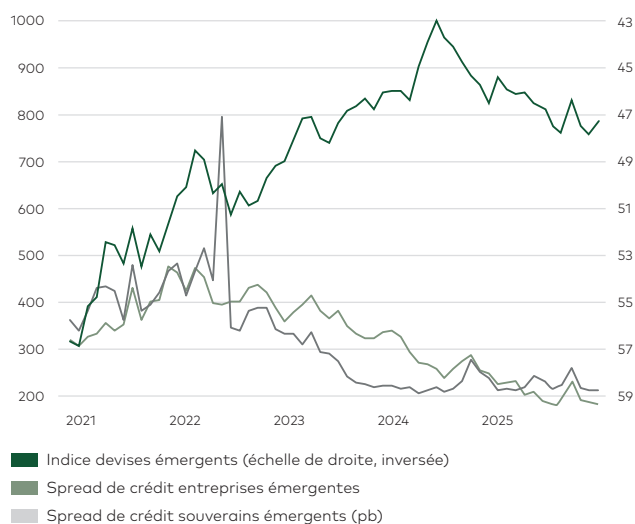
Spreads de crédit aux États-Unis et en Europe



Spreads de crédit à haut rendement aux États-Unis et probabilité de récession (dérivée de la courbe de taux)



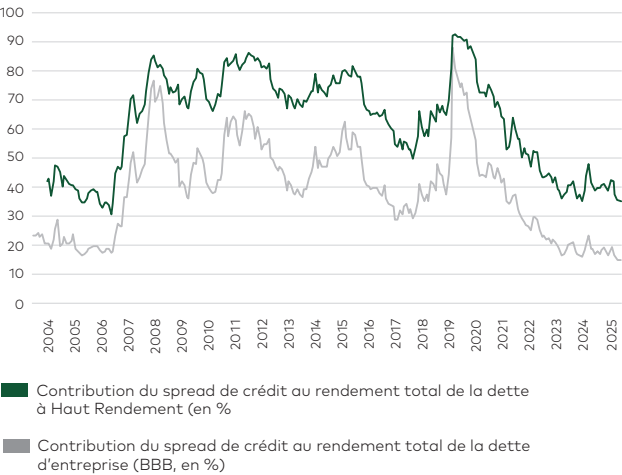
Spreads de crédit sur les obligations émergentes et rendement local (Barclays)



DETTE EMERGENTE EN MONNAIE LOCALE

La dette émergente en monnaie locale reste l'un des segments les plus intéressants du marché obligataire. Les rendements réels sont encore élevés sur de nombreux marchés, tandis que plusieurs banques centrales émergentes disposent d'une marge de manœuvre plus importante pour assouplir leur politique monétaire que leurs homologues des marchés développés. Une Fed moins prévisible et un renchérissement du pétrole pourraient entraîner des périodes de volatilité, mais la marge de sécurité initiale en termes de rendement reste convaincante.

Contribution du spread de crédit au rendement total des obligations en %



PROJECTION DES RENDEMENTS OBLIGATAIRES

Segments	Rendement (%)			Vue sur le rendement total (horizon 12m)
	USD	EUR	CHF	
Cash	3,64	2,09	-0,08	→
Court-terme à rendement élevé	4,76	3,14	0,48	↗
Obligations souveraines (10 ans)	4,45	2,99	0,37	→
Obligations souveraines indexées l'inflation (10 ans)	2,18	0,89	n.a.	↗

Segments	Ecart par rapport au rendement souverain (pb)	Vue sur le rendement total (horizon 12m)
Obligations d'entreprises	77	↗
Obligations hybrides	136	→
Obligations à haut rendement	275	→
Souverain émergents	161	→
Entreprises émergentes	200	→
Dette émergente en monnaie locale	n.s.	↗

Source: indices Bloomberg avec risque de devise couvert

CREDITS CONTRIBUTEURS

REDACTION

Malek Dahmani, Chief Investment Officer

Anick Baud, Senior Fund Manager

Lucas Matti, Portfolio Manager

Manuel Streiff, Conseiller

Louna Seferdjeli, Intern

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.

© 2026 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



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



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



www.bruellan.ch



PANORAMA EST ÉGALEMENT DISPONIBLE EN LIGNE
WWW.BRUELLAN.CH