



LETTRE DE L'INVESTISSEUR

Revue mensuelle des marchés
financiers et perspectives

Juillet 2025

MACROÉCONOMIE

En ce mois de juin, l'escalade militaire Israël-Iran a fait les gros titres mais sans ébranler l'économie : en l'absence de flambée du cours du pétrole, les Etats-Unis s'en sortent indemnes. **La toile de fond véritable demeure la guerre commerciale** : après Genève en mai, les pourparlers de l'« accord de Londres » n'ont pas connu le même succès et Washington a porté ses droits de douane sur la Chine à 55 %, un niveau très élevé qui alimente l'incertitude. Les discussions continuent.

Du côté de l'activité, les enquêtes PMI confirment un second mois d'expansion après le creux d'avril : l'indice composite atteint 52,8, avec des surprises positives tant dans les services (53,1) que dans l'industrie (52). **Cette vigueur est toutefois gonflée par le rallongement des délais d'approvisionnement et le stockage préventif**, deux « mauvaises hausses » qui dopent artificiellement l'activité et nourrissent les tensions sur les prix. Un rappel que la guerre commerciale crée de fortes distorsions dans l'économie, en témoigne la révision à la baisse du chiffre de croissance du T1 de -0,2% à -0,5% en t/t annualisé.

Dans ce contexte, la Réserve fédérale a, lors de sa quatrième réunion de l'année, prolongé la pause monétaire ; le taux cible reste campé à 4,25-4,50 %. Les nouvelles projections traduisent une détérioration tangible : le FOMC n'attend plus qu'1,4 % de croissance en 2025 (contre 1,7 % en mars), prévoit un chômage à 4,5 % en fin d'année et anticipe désormais 3 % d'inflation PCE, (3,1 % pour l'indice sous-jacent). La médiane des fameux *dot plots* conserve l'idée de 50 pb de baisses de taux avant décembre mais le comité se divise de plus en plus entre colombes et faucons (on a assisté à des déclarations étonnantes *dovish* de Bowman et Waller). Invité quelques jours plus tard devant le Congrès, Jerome Powell a répété que « quelqu'un devrait payer pour les tarifs », rappelant que la politique monétaire aurait déjà été assouplie sans la guerre commerciale de Trump. Pour l'instant, l'inflation continue de surprendre agréablement : en mai, l'indice CPI ressort à 2,4 % sur un an, l'indice sous-jacent restant à 2,8 %. Les prix des biens demeurent pratiquement stables, certains postes – comme l'habillement, largement importé – reculant même de 0,9 %. La bonne surprise tient sans doute à la déflation chinoise et au déstockage préventif, mais pourrait être éphémère ; la nouvelle salve de tarifs à 55 % pourrait finir par se répercuter lorsque les entrepôts seront vides. **Prudente, la Fed continue à attendre les chiffres d'inflation de cet été, qui seront décisifs pour la suite des opérations.**

Côté marché du travail, le rapport de mai fait état de 139 000 créations de postes, d'un chômage stable à 4,2 % et de salaires en hausse de 3,9 % sur un an. Cependant, en raison d'une nouvelle révision à la baisse de 95 000 pour les deux mois précédents, la moyenne mensuelle n'est plus que de 123 000 emplois créés depuis janvier, contre 167 000 l'an dernier, signe d'un refroidissement incontestable. La participation recule aussi à 62,4 %, une tendance à surveiller car elle pourrait masquer la dégradation du marché du travail. Pour l'instant, la hausse des demandes continues d'allocations chômage alors que les inscriptions n'augmentent pas excessivement n'est que le reflet du « Great Stay », situation où les entreprises gèlent les embauches sans licencier.



Quelqu'un va devoir payer pour les tarifs

En Europe, la conjoncture reste dominée par les négociations commerciales toujours ardues avec Washington : l'UE est toujours sous la menace de droits de douane de 50% pouvant tomber début juillet. Dans cet environnement, **la BCE a baissé son taux de facilité de dépôt de 25 pb pour la 7^e fois consécutive**. En un an, la BCE aura baissé ses taux de 200 pb, le DFR se trouvant désormais à 2 %. Christine Lagarde a aussi préparé les esprits à une pause des baisses de taux au moins en juillet. Les nouvelles prévisions de la BCE laissent la croissance 2025 à 0,9 % et revoient l'inflation d'ensemble à la baisse, de 2,3% à 2%, à la faveur d'un euro fort et de prix de l'énergie orientés à la baisse. Le scénario de référence reste celui d'une guerre commerciale prolongée, synonyme de stagnation économique au second semestre malgré l'appui attendu du plan budgétaire allemand à partir de l'année prochaine.

En effet, la troisième lecture du PIB du premier trimestre, dévoilée début juin, rappelle que **l'essentiel de la croissance 2025 est déjà derrière nous** : l'expansion de +0,6 % t/t est impressionnante. Elle s'explique par les exportations précipitées vers les Etats-Unis (en particulier au départ d'Irlande, dont le PIB a bondi de 9,7 % grâce au secteur pharmaceutique). Les enquêtes PMI de juin confirment que la stagnation s'annonce. L'indice composite s'établit à 50,2, sixième mois d'affilée juste au-dessus du seuil de croissance ; l'industrie se redresse doucement (49,4) grâce à l'Allemagne, tandis que les services stagnent à 50. Pour l'heure, la BCE souhaite garder des munitions et n'envisage pas de nouvelle baisse avant l'automne. Les marchés de taux se rangent derrière ce calendrier, n'anticipant plus qu'une seule réduction de 25 pb d'ici décembre.

L'économie britannique envoie des signes de ralentissement après un bon début d'année. Même si le PMI Composite reste résilient (50.7 vs 50.5 att.), la croissance du PIB déçoit en avril (-0,3% m/m vs -0,1 att.). Surtout, le marché du travail commence à se détendre. Le chômage augmente légèrement : 4,6% (après 4,5%), les créations d'emplois sur 3 mois ralentissent à +89 000 après +112 000 et les salaires hors bonus sortent à un niveau toujours élevé mais en deçà des attentes (+5,2% vs +5,4%). Du côté de l'inflation (+3,4% comme att., sous-jacent : +3,5% vs +3,6% att.), on constate aussi une légère amélioration après le rebond du mois de mai, largement imputable à une hausse des prix administrés. Si la Banque d'Angleterre a maintenu son taux directeur (4,25%), elle a fait passer un message relativement accommodant puisque 3 gouverneurs se sont prononcés en faveur d'une baisse des taux alors que les marchés n'attendaient que deux votes dans ce sens. Les marchés estiment à plus de 80% la probabilité que la banque centrale tienne son rythme d'une baisse par trimestre en réduisant à nouveau son taux directeur en août.

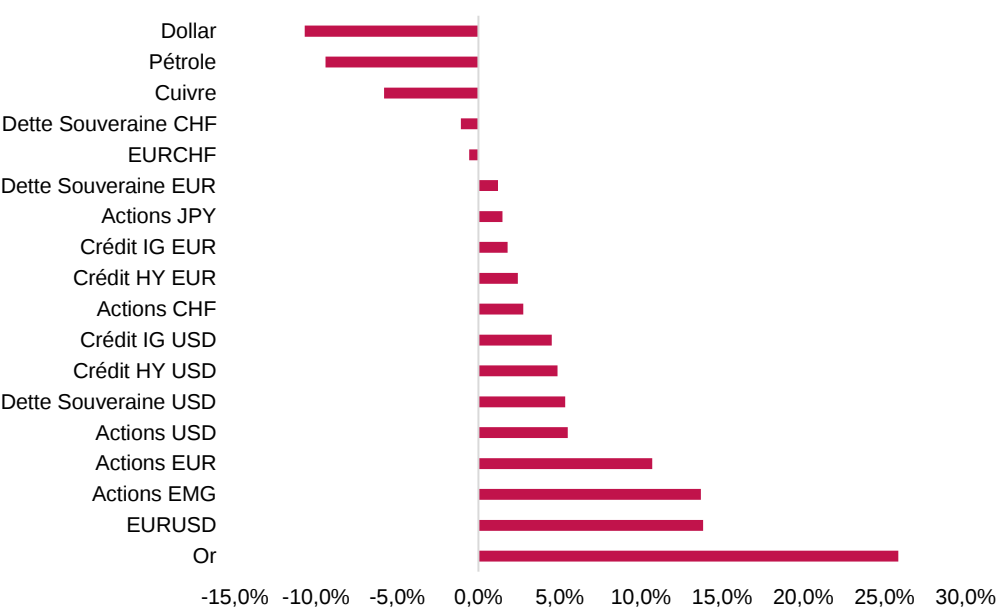
En Chine, on a pu assister à deux surprises positives. D'abord, les négociations avec les Etats-Unis ont été remarquablement menées par les autorités chinoises qui ont **su employer l'arme des terres rares** et pourront continuer à l'utiliser puisque les licences accordées aux Américains devront être renouvelées tous les 6 mois. Ensuite, **le sursaut des ventes au détail** (+6,4% a/a vs +5% att.) a ravivé les espoirs d'un réveil du consommateur chinois. **Cependant, ces chiffres relèvent de l'exception** (événement « 618 » qui correspond à l'anniversaire du détaillant JD.com et qui a donné lieu cette année à une période de promotions encore plus longue que de coutume). De même, le programme de reprise « ancien contre neuf » mis en place par le gouvernement pour soutenir une demande des ménages bien insuffisante tient toujours le consommateur à bout de bras. **Le marasme déflationniste continue à inquiéter** puisque les prix à la consommation (-0,1% a/a) reculent pour le quatrième mois de suite en mai.

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS
PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, 30/06/2025

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS
PERFORMANCES DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE



Source : Bloomberg, 30/06/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MACROÉCONOMIE (suite)

Au Japon, la BoJ a laissé son taux directeur à 0,5 %, privilégiant la prudence dans un contexte de croissance atone (croissance du PIB au T1 : 0%) et d'incertitudes commerciales persistantes : ni la menace des droits de douane réciproques de 24 % ni les taxes de 25 % sur l'automobile n'ont été levées après un court entretien Ishiba-Trump au G7. Le message clé de la banque centrale concernait sa politique de bilan : la réduction du *quantitative easing* sera très graduelle ; les achats de JGB diminueront de 400 Mds ¥ par trimestre jusqu'en mars 2026, puis de 200 Mds ¥ (contre 400 initialement prévus), afin d'éviter une nouvelle flambée des taux longs. En mai, on avait vu les rendements à 30 ans s'envoler à 3,2 %. La banque centrale maintient son scénario d'un retour progressif à une « inflation vertueuse ». Bien que l'envolée des prix reste largement tirée par l'alimentaire, elle devrait progressivement céder la place à une hausse alimentée par les salaires, grâce à un *shuntō* réussi. Cela devrait permettre d'atteindre durablement la cible de 2 % entre 2026 et 2027.

La Banque nationale suisse (BNS) a ramené son taux directeur à 0 %. Cette décision constitue une réponse au retour du spectre de la déflation : l'inflation de mai affiche -0,1 % sur un an. La BNS relativise, voyant ce dernier chiffre comme « un point de données », mais précise **qu'un passage des taux en territoire négatif reste possible si le franc reste aussi fort.** La marge de manœuvre de la banque centrale pour intervenir sur le marché des changes est limitée car la Suisse est désormais surveillée de près par le Trésor américain qui pourrait la classer au rang de « manipulateur de devise ». L'économie pâtit d'un ralentissement au second semestre après un T1 (PIB : +0,8% t/t) dopé par des exportations anticipant les tarifs américains. L'activité est profondément marquée par le « choc » des tarifs douaniers et la demande intérieure reste morne. Le chômage, actuellement à 2,9 %, devrait remonter.

MARCHÉS ACTIONS

Qui arrêtera les marchés américains ? Moins de trois mois après le cataclysme du *Liberation Day*, les marchés actions sont déjà revenus au sommet. L'intervention décisive du Pentagone mettant fin à la crise israélo-iranienne a aiguisé l'appétit des investisseurs, permettant aux indices américains de battre leurs records de l'hiver dernier. Des accords internationaux favorables aux Etats-Unis (cf. ci-dessous) ainsi que de possibles avancées dans les négociations commerciales ont aussi pesé dans la balance. Sans oublier la percée de la Tech, qui alimente la surperformance de Wall Street. (S&P 500 : +4,5%, Nasdaq 100 : +5,5% en USD, Stoxx Europe 600 : -1,2% en EUR)

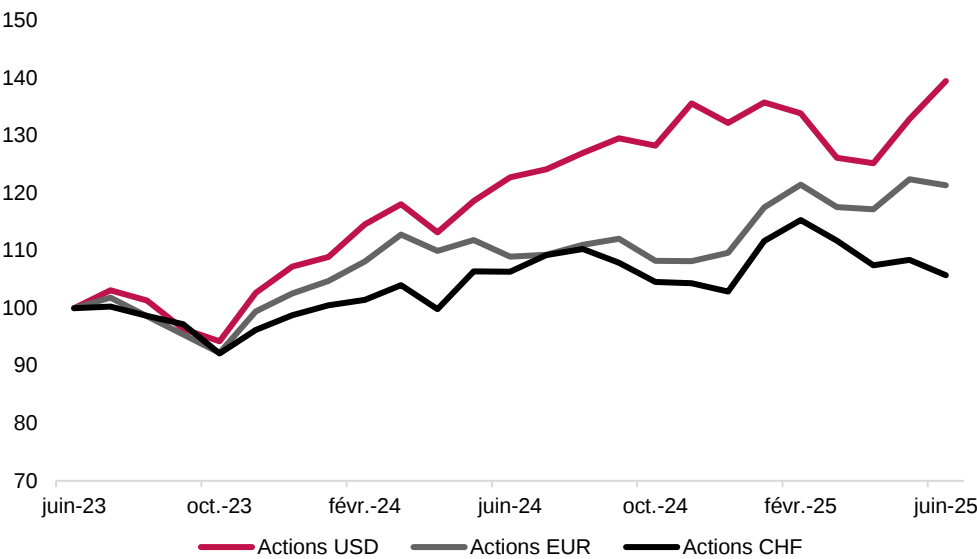
« A vaincre sans péril, on triomphe sans gloire ». Eh bien parfois, si ! Si les marchés actions n'ont jamais vraiment paniqué pendant la « Guerre des Douze jours » (le VIX n'a pas dépassé 22), **l'intervention américaine qui a mis fin au conflit a fait souffler un vent d'optimisme sur les marchés qui ont sauté sur l'occasion pour s'envoler un peu plus.** Par rapport au point bas du 8 avril dernier, les grands indices américains ont déjà repris largement plus de 20%. La définition même du « bull market ». **Des accords internationaux où les Etats-Unis se sont taillé la part du lion sont venus couronner le tout.** Les pays de l'OTAN s'engagent à consacrer 5% de leur PIB à la défense chaque année, ce pour quoi Trump militait depuis son premier mandat. Et l'Oncle Sam renoncerait aussi à sa terrible Section 899 (visant à taxer les bénéfices des multinationales étrangères à la discrétion de l'administration présidentielle) en échange de l'abandon par les autres pays du G7 du pilier 2 de la taxe OCDE visant à créer un impôt universel sur les multinationales. En bref, les voyants sont au vert pour les actifs risqués ! Les négociations commerciales sont un peu passées au second plan mais des déclarations positives de l'administration Trump concernant les discussions avec une dizaine de partenaires commerciaux maintiennent le moral au beau fixe. Enfin, les marchés espèrent que la Fed se montrera accommodante en fin d'année, en pariant que les tarifs douaniers n'alimenteront pas trop l'inflation (et peut-être qu'un gouverneur plus sensible à la volonté présidentielle de voir les taux baisser aura plus ou moins officiellement remplacé Powell d'ici-là...)

**Retour au
sommet pour les
actions
américaines**

D'un point de vue sectoriel, la technologie (+9,7%) est à la fête. Dans le détail, le segment des semi-conducteurs (+17,9%) a le vent en poupe. De même, les valeurs liées aux cryptos comme Coinbase (+42,1%) profitent du passage du GENIUS Act qui devrait faciliter l'émission de stablecoins. On constate aussi l'enthousiasme des investisseurs pour les valeurs liées à des matières premières soumise (ou à risque de l'être) aux tarifs de Trump comme l'acier (Nucor : +18,5%) ou le cuivre (Freeport MacMoran : +12,7%). Enfin, les sociétés du secteur de l'énergie (+4,7%) auront profité de la brève hausse du cours du pétrole pendant la crise au Moyen-Orient. C'est d'ailleurs ce secteur (+3,9%) qui termine en haut du tableau en Europe où les marchés s'en sortent beaucoup moins bien qu'outre Atlantique, comme souvent lorsque la Tech américaine est à la manœuvre. En plus de cela, il faut aussi prendre en compte la poursuite de l'appréciation de l'euro (+3,1% sur le mois). Le contexte reste compliqué pour les secteurs cycliques comme le Luxe (LVMH : -7,0%, Hermès : -5,3%), même si Kering (+7,1%) profite de l'arrivée de Luca de Meo, au détriment de Renault (-13,8%).

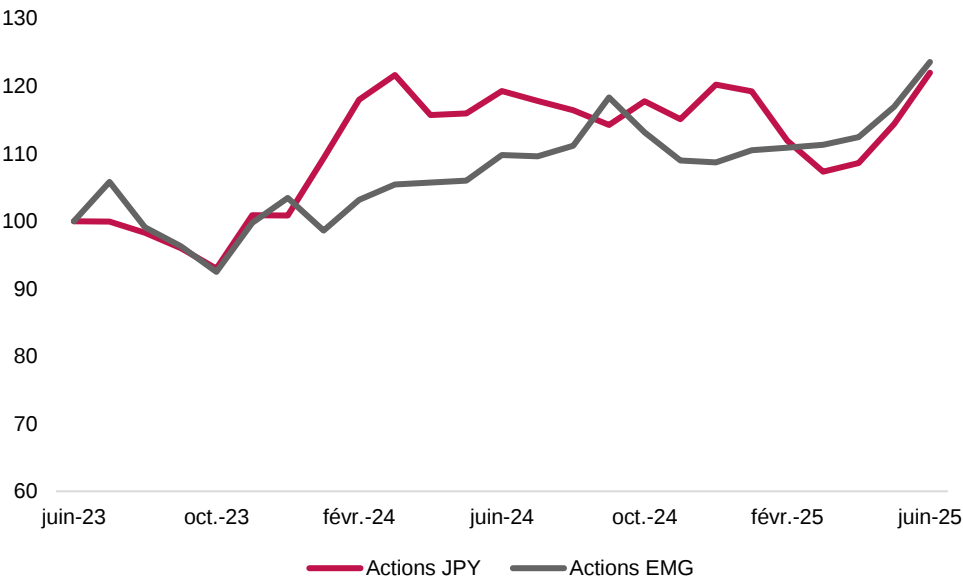
MARCHÉS ACTIONS

MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/06/2025

MARCHÉS ACTIONS JAPON – PAYS EMERGENTS PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/06/2025
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MARCHÉ OBLIGATAIRE

Le mois de juin aura été favorable aux taux US avec moins de volatilité (Move index de retour sous les 90), de nouvelles anticipations de baisses de taux (l'inflation est encore restée contenue en mai aux US comme en Europe), une partie du FOMC (menée par Michelle Bowman) qui souhaite une baisse de 50bp, des indicateurs économiques qui soulignent un ralentissement (croissance du T1 révisée en baisse à -0.5%, indices de sentiment), et une réforme du ratio de levier des banques US systémiques qui permettra une meilleure liquidité des Treasuries. Tous ces éléments ont permis au 10 ans US de revenir vers 4.2%, soit la borne basse de son trading range depuis le début de l'année.

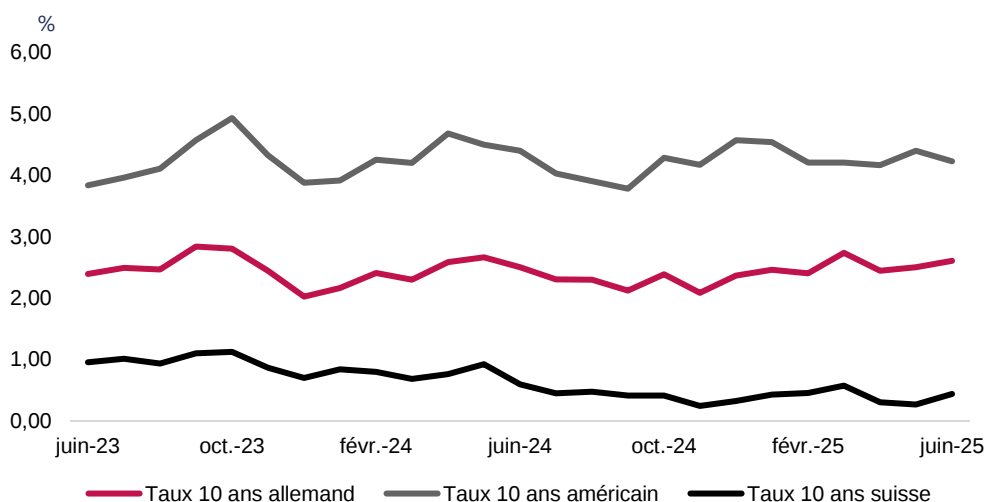
Ce bon momentum sur les taux US n'a pas profité aux taux européens. L'annonce d'une hausse des émissions d'emprunts d'Etat allemand pour EUR30md en 2025 et globalement la hausse des dépenses militaires en Europe (sommet de l'OTAN et engagement à passer à 5% du PIB), ont rappelé aux analystes que la stabilisation des ratios de dette n'était pas pour demain. On notera toutefois la bonne performance des pays périphériques et notamment de l'Italie qui a vu son spread avec l'Allemagne passer sous les 90bp en juin.

Au-delà des taux, le crédit a permis une nouvelle fois de générer de l'excess return. Les spreads se sont rapprochés de leur plus bas annuels, poursuivant la tendance positive de mai, soutenus par les records des indices equity et par une demande soutenue des fonds spécialisés. D'ailleurs, le déluge de nouvelles émissions (le marché primaire a largement comblé son retard sur 2024 depuis un mois), notamment sur le segment HY, n'a pas empêché la poursuite des bonnes performances. La dette emerging en USD génère 5.5% depuis le début de l'année contre 4.6% pour la dette US HY et 4.5% pour la dette US IG. En europe, c'est la dette subordonnée qui reste en tête avec le segment EUR AT1 à 4.0% et la dette hybride corporates à 2.7%.



Le mois de juin aura été favorable aux taux US avec moins de volatilité

RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/06/2025
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

DEVISES

Le dollar repart à la baisse en juin (-1,9%). Après une quasi-stabilisation en mai, les forces baissières ont repris le dessus. Le court regain du billet vert pendant l'affrontement armé Israël-Iran n'a pas suffi pour endiguer une tendance irrémédiablement baissière depuis 6 mois. Et si la banque centrale américaine demeure la plus restrictive des pays développés (taux maintenus à 4,25-4,50%), les spéculations autour de la nomination par Trump d'un président de la Fed plus accommodant l'ont emporté, ravivant les attentes de baisses de taux d'ici la fin de l'année. **Un consensus baissier dollar semble se former alors que le billet vert reste encore cher par rapport aux autres devises.**

L'euro continue sur sa lancée (EURUSD : +3,0%). A plus de 1,17, la paire EURUSD pourrait tester assez rapidement ses derniers sommets de 1,20 atteints en 2018 et 2021. La perspective de voir la BCE ne plus baisser ses taux qu'une seule fois cette année aide la monnaie unique. Faut-il alors parler de « moment global » de l'euro comme l'écrivait Christine Lagarde dans le FT en juin ? Pour l'instant, on peut dire que les malheurs de la première devise mondiale, font le bonheur de sa cadette.

Le franc suisse s'envole lui aussi (CHFUSD : +3,1%) malgré le retour de la BNS à une politique de taux zéro et la possibilité non négligeable d'un passage en territoire négatif dès septembre. Les tensions internationales sont un soutien pour la valeur refuge qu'est le franc. En outre, la BNS voit sa marge de manœuvre très limitée pour affaiblir sa devise sur le marché des changes. Elle souhaiterait vendre sa devise mais le Trésor américain voit cela d'un très mauvais œil puisqu'il place la Suisse dans sa liste de pays « à surveiller ». Le risque de figurer au rang des « manipulateurs de devise » n'est pas loin.

La livre sterling progresse elle aussi (GBPUSD : +1,4%). Le maintien des taux par la Banque d'Angleterre (4,25%) exerce une pression haussière sur le cable. Après un bon T1, la croissance britannique devrait rester stable, à l'image de celle de l'Europe continentale. Le Royaume-Uni profite aussi d'avoir été le premier à trouver un accord commercial avec l'administration Trump.

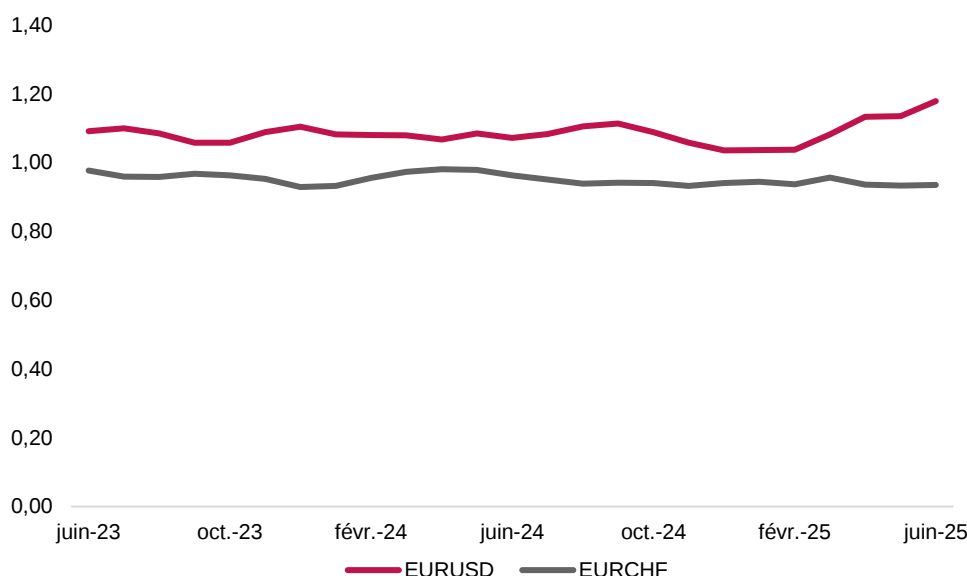
Le yen ne suit pas les autres grandes devises dans leur appréciation (USDJPY : +0,9%). Il est à la peine après des décisions accommodantes de la BoJ qui maintient ses taux à 0,5% et décide de conserver un QE généreux plus longtemps que prévu, ce qui devrait permettre d'assouplir les conditions financières japonaises après la flambée des taux longs. Alors que se profile une élection législative en juillet, les équilibres politiques restent instables comme le suggère la nouvelle défaite du LDP, le parti du Premier ministre Ishiba, dans une élection locale.



Le sursaut lié au conflit au Moyen-Orient n'aura pas suffi : le dollar continue sa dégringolade

USD & CHF

ÉVOLUTION SUR 2 ANS CONTRE EUR



Source : Bloomberg, 30/06/2025
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

PÉTROLE

Le pétrole a été au centre de toutes les attentions en ce mois de juin (Brent : + 4,6%, WTI : + 4,1%). **Le risque de fermeture du détroit d'Ormuz par l'Iran a inquiété les marchés**, ressuscitant une prime de risque géopolitique qui a amené le baril de Brent au seuil des 80\$. Mais la réponse très mesurée de l'Iran aux frappes israélo-américaines a effacé cette prime en seulement quelques heures. Ce soubresaut rappelle qu'une hausse brutale du cours (et surtout de la volatilité) du brut ne peut jamais être écartée.

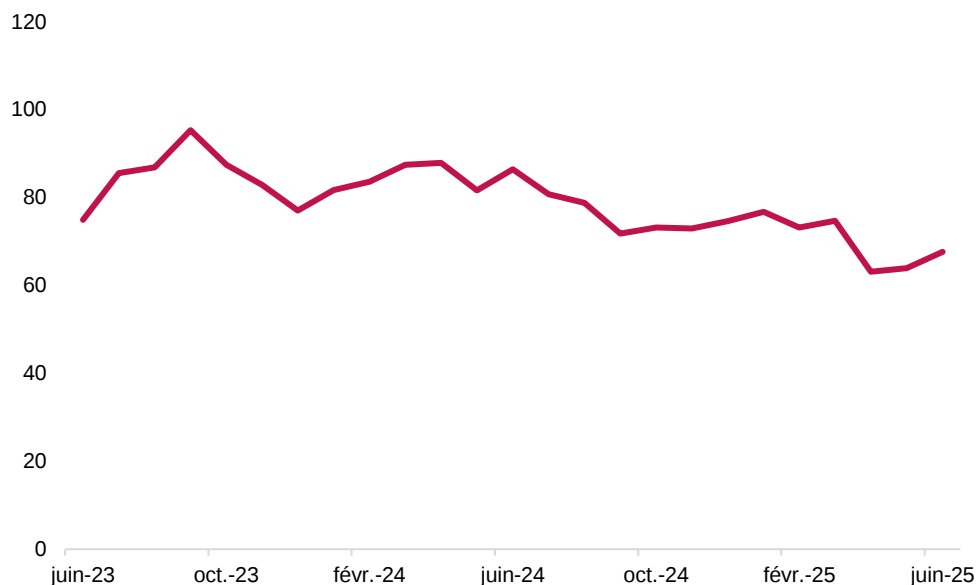
Mais lorsque les conditions reviennent à la normale, **il ne fait guère de doute que la production reste largement excédentaire** et que cela devrait durer, comme le montre le rapport de l'AIE publié ce mois. Et sous l'impulsion de l'Arabie Saoudite et de la Russie, l'OPEP+ semble prête à ouvrir encore davantage les vannes cet été.



**Prime de risque sur le baril :
Un petit tour et puis s'en va**

PÉTROLE

ÉVOLUTION SUR 2 ANS (BRENT)

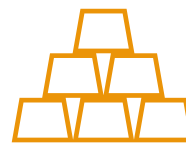


Source : Bloomberg, 30/06/2025
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

MÉTAUX PRÉCIEUX

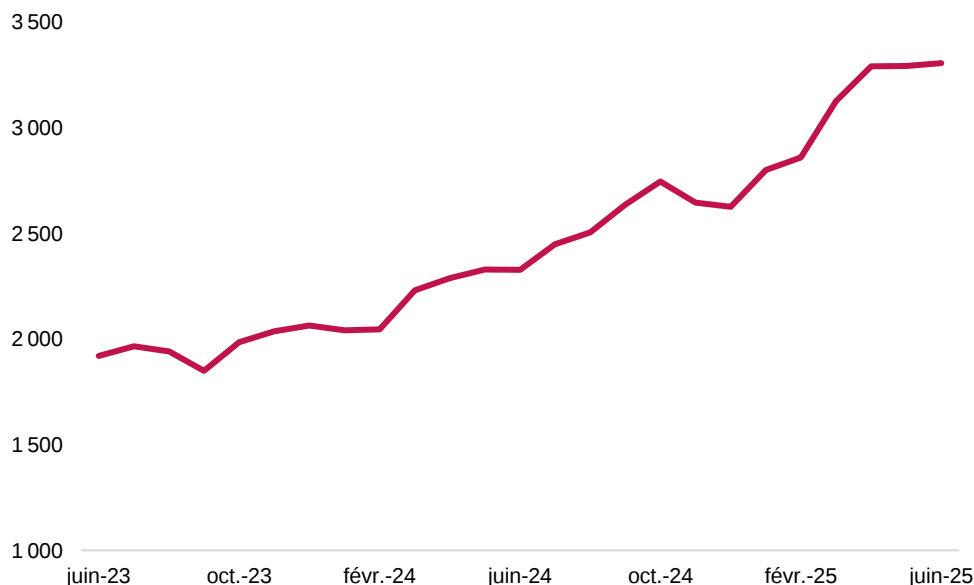
Avec le retour de l'appétit pour le risque, **l'argent (+3,9%) laisse l'or loin derrière lui (-2,3%)** : la cyclicité du métal gris se révèle un atout décisif. La « relique barbare » n'a surnagé que dans les moments de conflit militaire intense avant de sérieusement corriger ensuite. Si l'argent rattrape son retard par rapport à l'or, le métal jaune continue d'afficher la meilleure performance tous actifs confondus depuis le début de l'année avec + 28%. Cependant, l'appétit des banques centrales ainsi que des investisseurs (en particulier chinois) apporte un soutien mécanique au métal jaune.



Avec le retour de l'appétit pour le risque, l'argent laisse l'or loin derrière lui

OR

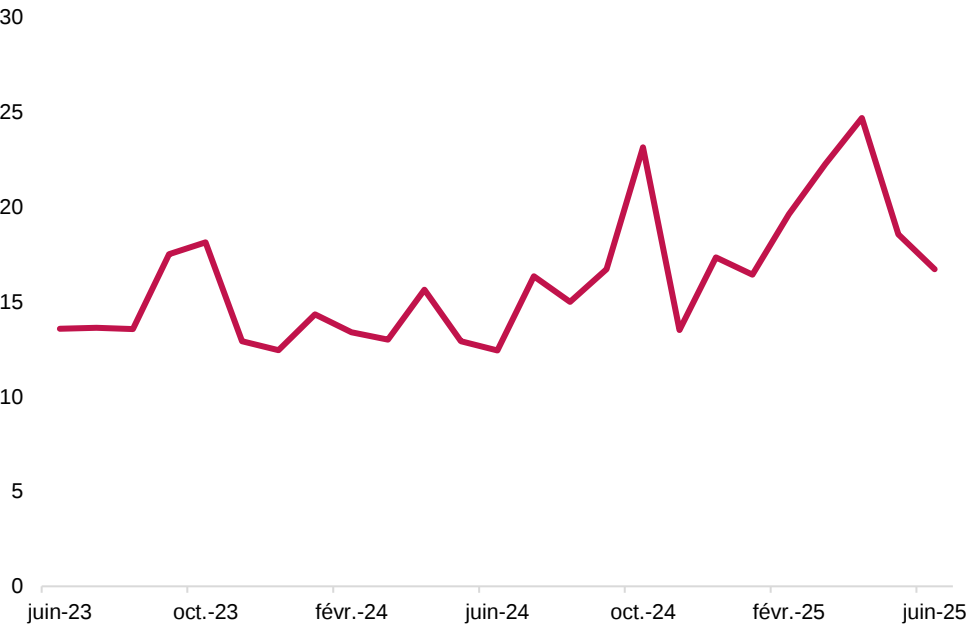
ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/06/2025
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

VOLATILITÉ

VOLATILITÉ – INDICE VIX
ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/06/2025
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

CALENDRIER

Date	Pays	Donnée économique	Période	Précédent
2-juil.	Zone euro	Taux de chômage	juin-25	6,3
3-juil.	Etats-Unis	Emplois	juin-25	139,0
	Etats-Unis	Taux de chômage	juin-25	4,2
	Etats-Unis	ISM non-manufacturier	juin-25	49,9
	Zone euro	PMI services Markit	juil.-25	50,0
	Royaume Uni	PMI services Markit	juil.-25	51,3
	Suisse	Inflation	juin-25	-0,1
4-juil.	Suisse	Taux de chômage	juin-25	2,9
7-juil.	Allemagne	Production industrielle	mai-25	-1,4
9-juil.	Etats-Unis	Minutes de la Fed	avr.-26	
	Chine	Inflation	juin-25	-0,1
14-juil.	Chine	Exportations	juin-25	4,8
	Japon	Production industrielle	juin-25	0,5
15-juil.	Etats-Unis	Inflation	juin-25	2,4
	Chine	Ventes au détail	juin-25	6,4
	Chine	Croissance du PIB	juin-25	5,4
	Chine	Production industrielle	juin-25	6,3
	Zone euro	Production industrielle	mai-25	-2,4
16-juil.	Etats-Unis	Production industrielle	juin-25	-0,2
	Royaume Uni	Inflation	juin-25	3,4
17-juil.	Etats-Unis	Enquête de la Fed de Philadelphie	juil.-25	-4,0
	Royaume Uni	Taux de chômage	mai-25	4,6
18-juil.	Etats-Unis	Confiance des ménages	juil.-25	60,7
24-juil.	Zone euro	PMI manufacturier Markit	juil.-25	49,5
	Zone euro	Réunion de la BCE	juil.-25	2,0
	Royaume Uni	PMI manufacturier Markit	juil.-25	47,7
	Japon	PMI manufacturier Nikkei	juil.-25	50,1
25-juil.	Allemagne	Climat des affaires ifo	juil.-25	88,4
30-juil.	Etats-Unis	Réunion de la Fed	juil.-25	4,5
	Etats-Unis	Croissance du PIB	juin-25	-0,5
	Zone euro	Croissance du PIB	juin-25	0,6
	France	Croissance du PIB	juin-25	0,1
	Allemagne	Croissance du PIB	juin-25	0,4
	Italie	Croissance du PIB	juin-25	0,3
	Suisse	Indicateur avancé Kof	juil.-25	96,1



MILLENIMUM PATRIMOINE

Mas de Maruèze – Route de Jol

30700 Saint-Quentin-La-Poterie

Tel : 04 66 57 21 53

frederic.garnier@millenium-patrimoine.fr

Document achevé de rédiger le 30 juin 2025.

Disclaimer

Ce document est uniquement à titre d'information et en aucun ne peut être utilisé ou considéré comme une offre ou une incitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières ou d'autres instruments financiers. Bien que toutes les informations et opinions contenues dans ce document ont été compilés à partir de sources jugées fiables et dignes de foi, aucune représentation ou garantie, expresse ou implicite, n'est faite quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. L'analyse contenue dans ce document s'appuie sur de nombreuses hypothèses et différentes hypothèses peuvent entraîner des résultats sensiblement différents. Les performances historiques ne sont nullement représentatives des performances futures. Ce document a été préparé uniquement pour les investisseurs professionnels, qui sont censés prendre leurs propres décisions d'investissement sans se fier indûment à son contenu. Ce document ne peut pas être reproduit, distribué ou publié sans autorisation préalable de Millenium Patrimoine.