



LETTRE DE L'INVESTISSEUR

Revue mensuelle des marchés
financiers et perspectives

Juin 2025

MACROÉCONOMIE

La guerre commerciale continue à faire les gros titres en mai. Si **les négociations américaines ont été fructueuses avec le Royaume-Uni** (taux général de 10%, acier et aluminium exemptés) et qu'un **accord avec la Chine se dessine** (baisse des tarifs douaniers de 145% à 30% pour les biens chinois arrivant aux Etats-Unis et de 125% à 10% pour les biens américains en Chine), les discussions avancent moins vite avec le Japon et l'Inde. **Plus inquiétant : dans un nouveau revirement dont lui seul a le secret, Trump est revenu à la charge en décrétant des droits de douane de 50% sur les produits importés d'Europe à partir de juillet.** Les marchés n'ont pas trop corrigé sur cette annonce (aux conséquences pourtant potentiellement considérables) dans la mesure où ils y ont perçu une manœuvre du président américain destinée à 1) réaffirmer sa détermination à rééquilibrer le commerce extérieur de son pays et 2) **opportunistement faire baisser des taux longs mis sous tension par le passage au Congrès de sa Big Beautiful Bill** ainsi que par la perte du Aaa (Moody's ayant dégradé la signature américaine d'un cran, à Aa1). Tout cela ne doit pas faire oublier l'essentiel : **le taux effectif de droits de douane sur les biens entrant aux Etats-Unis dépasse aujourd'hui allègrement les 10% alors il n'était que de 2,2% l'année dernière.** Le risque de choc est donc réel, même si les pires annonces du *Liberation Day* semblent avoir été édulcorées.

Les perturbations liées à la guerre commerciale continuent à se traduire par une détérioration de la *soft data*. Le consommateur américain est toujours en plein doute, ce que montre l'enquête de l'Université du Michigan dont l'indice de confiance du consommateur baisse pour le cinquième mois consécutif, atteignant son point le plus bas depuis juin 2022. Les PMIs Flash de mai se réinstallent au-dessus des 50 (Manufacturier comme Services : 52,3) mais les tensions sur les chaînes d'approvisionnement ne retombent pas. Heureusement, les pressions sur les prix dont témoignent les enquêtes PMI et ISM ne se transmettent pour l'instant pas au PPI (+2,4% a/a vs +2,5% att) et **encore moins au CPI qui a heureusement surpris** (+2,3% a/a vs +2,4% att., Core CPI : +2,8% comme att.). L'indice de prix des biens se permet même de reculer (-0,1% a/a), alors que les marchandises se trouvent en première ligne dans la guerre commerciale. Mais les décisions erratiques de l'administration Trump menacent toujours la stabilité des prix et l'inflation pourrait rebondir dès le mois prochain.

Aussi, la Réserve fédérale a maintenu ses taux pour la troisième réunion consécutive dans la fourchette de 4,25%-4,50%. Dans l'incertitude du moment, Jerome Powell estime que la politique monétaire est « en bonne position ». Cependant, il envisage de plus en plus sérieusement le risque de conflit entre ses deux mandats (inflation et emploi). La Fed rappelle que dans une telle situation elle privilégierait l'objectif le plus éloigné de sa cible. Le marché du travail restant robuste (177 000 emplois créés en avril vs 130 000 att. et chômage stable à seulement 4,2%), **la Fed devrait garder un œil vigilant sur l'inflation en privilégiant le statu quo encore quelque temps.** Les marchés anticipent désormais un peu moins de deux baisses de taux d'ici la fin de l'année.



La guerre commerciale continue à faire les gros titres en mai

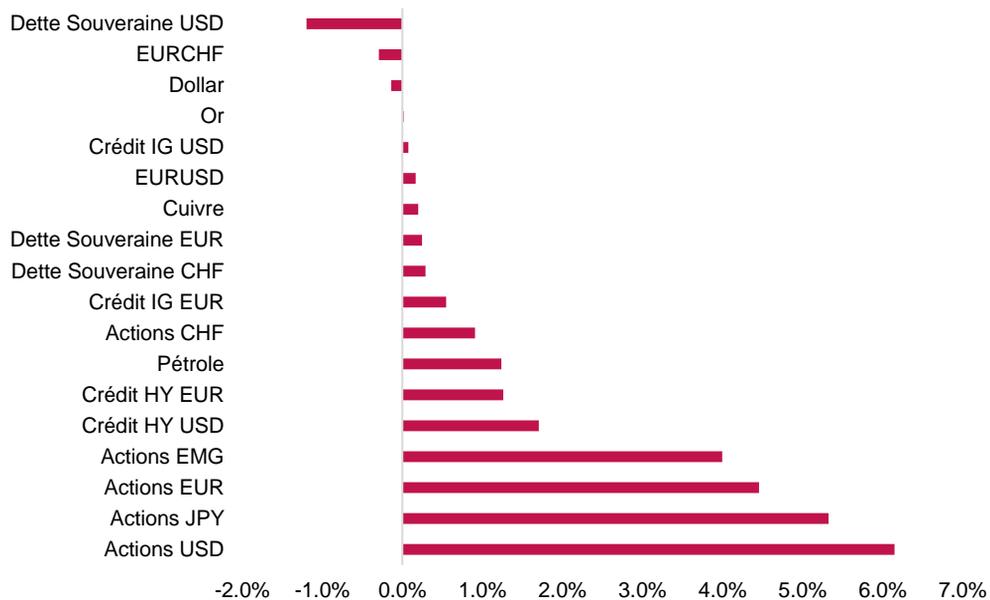
En Europe, **les tumultes engendrés par la guerre commerciale se reflètent dans l'essoufflement de l'activité économique** depuis quatre mois. La croissance du T1 a été revue à la baisse à +0,3% t/t (après +0,4% en première lecture). La Commission européenne a également baissé son estimation de croissance pour 2025 de 1,3% à 0,9%. **Logiquement, les PMIs Flash de mai basculent en territoire de repli pour la première fois cette année** (Composite : 49,5 vs 50,7 att.). On classera cependant **les progrès du secteur manufacturier au rang des bonnes surprises** (PMI Manufacturier : 48,4). Le secteur est favorisé par l'accélération des commandes permise par la courte période de retombée des tensions commerciales et par l'avancée des négociations concernant le plan de relance allemand. Dans ce contexte assez morose, le rebond de l'inflation (HICP : +2,2% a/a, HICP Core : +2,7%) s'explique davantage par des effets de base que par un retournement de la dynamique de désinflation. C'est ce qu'ont confirmé **les statistiques de salaires négociés pour le T1, sorties en fort ralentissement** (+2,4% après +4,1%). Cela devrait suffire à convaincre la BCE de continuer sa campagne d'assouplissement monétaire. Et si Isabel Schnabel a prononcé un discours assez sévère en début de mois, appelant à l'arrêt des baisses de taux, d'autres *hawks* (Wunsch, Knot) se sont montrés beaucoup plus accommodants dans leurs déclarations. Une huitième baisse de taux consécutive le 5 juin est donc pratiquement actée.

Au Japon, la BoJ a rappelé qu'elle ne comptait pas poursuivre la hausse de ses taux, la guerre commerciale représentant une sérieuse menace. Les PMI Flash de mai, très moyens, le rappellent (Manufacturier : 49,8, Services : 50,8). **Le premier ministre Shigeru Ishiba discute avec le gouvernement américain afin de réduire les droits de douane de 25% imposés sur les automobiles,** véritable choc pour l'Archipel dont les Etats-Unis sont le premier marché à l'export. **L'inflation ne retombe pas :** l'indice d'ensemble (+3,6% a/a) est tiré par les prix de l'alimentation (+6,3%) avec une explosion du prix du riz (+98,4% !). L'inflation sous-jacente passe également la barre des 3%. Par conséquent, la confiance des consommateurs se replie à son plus bas depuis plus de deux ans et **les taux longs se tendent encore plus.**

Au Royaume-Uni, la BoE baisse ses taux de 4,5% à 4,25%. Cependant, la banque centrale a fait passer un message prudent dans la mesure où deux membres du comité de politique monétaire se sont prononcés pour un maintien des taux. Cela a suffi à anéantir les espoirs d'une nouvelle baisse en juin. En fait, les risques inflationnistes restent bien présents. Dans le sillage d'un ajustement de prix administrés, **l'inflation rebondit encore plus fort qu'attendu.** L'indice d'ensemble accélère de +2,6% a/a à +3,5% (vs +3,3% att.), l'indice sous-jacent aussi, de 3,4% à +3,8% (vs +3,5% att.). Avec un PMI Composite Flash semblable à celui de la zone euro (49,4), la croissance marque aussi un coup d'arrêt malgré un bon T1 (+0,7% t/t). **Ce tableau ne devrait pas suffire à convaincre la vieille dame de Threadneedle Street de se presser :** la prochaine baisse de taux est attendue en novembre.

PANORAMA

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, 31/05/2025

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



Source : Bloomberg, 31/05/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MACROÉCONOMIE (suite)

Malgré l'accord commercial signé avec les Etats-Unis à Genève, l'économie chinoise ne montre pas de signe d'amélioration convaincant. Les exportateurs précipitent leurs envois (Exportations : +8,1% a/a vs +1,9% att.) mais **la consommation domestique déçoit** (Ventes au détail : +5,1% a/a vs +5,5% att.). **La déflation s'installe**. Pour le troisième mois consécutif, l'indice des prix à la consommation recule (-0,1% a/a en avril). Les prix à la production sont en chute libre (-2,7% a/a après -2,5%). Une nouvelle fois, la PBoC s'est montrée bien timide, ne réduisant son taux de référence que de 10 pb (3,1% à 3,0%). Cela aidera peut-être à endiguer une chute des prix immobiliers qui ralentit (-4% a/a après -4,5%). **Mais en l'absence de nouveaux signes de relance budgétaire, le marché anticipe une croissance de seulement 4,50% pour cette année**, en deçà des 5% visés par les autorités chinoises.

L'économie suisse souffre également des tensions commerciales. **Si le T1 a affiché une excellente croissance** (+0,7% t/t en première estimation vs +0,5% att.), on peut soupçonner que celle-ci a été portée par des exportations massives aux Etats-Unis en prévision des droits de douane (fin mai, le SECO n'a pas encore publié le détail de ce chiffre). Le moral des entreprises reflue, ce qu'illustre un PMI Manufacturier tombant au plus bas des neuf derniers mois (45,8 vs 48,6 att.). La confiance des consommateurs touche aussi son nadir sur quatorze mois. **La déflation se précise : le CPI tombe à 0% a/a** (vs +0,2% att.). Elle est aggravée par la stabilisation du franc près de son plus haut historique face au dollar. **Les taux de la BNS toucheront les 0% en juin. Les marchés anticipent un retour aux taux négatifs dès septembre.**

MARCHÉS ACTIONS

Après une belle « reprise en W » suite au Liberation Day, les marchés actions américains ont continué sur leur spectaculaire lancée, repassant même dans le vert par rapport à leur niveau du 1^{er} janvier 2025 (S&P500 : +6,20%, Nasdaq 100 : +9,0%). Meilleur mois pour les actions américaines depuis novembre 2023. Derrière ce puissant rebond : **la désescalade commerciale mondiale** et l'accord temporaire signé par les Etats-Unis et la Chine permettant de ramener les droits de douane américains sur les produits chinois à 30% (contre 145% auparavant) et les tarifs chinois sur les importations américaines à 10% (125% précédemment). Trump s'est aussi présenté sous son jour de président *dealmaker* avec des accords au Moyen-Orient favorables à la Tech américaine, et de protecteur d'une Amérique assiégée : son *Golden Dome* doit parachever la « guerre des étoiles » du président Reagan. Du pain bénit pour les valeurs de la défense.

Les dernières semaines de la saison des résultats du T1 2025 ont aussi aiguisé l'appétit pour le risque des investisseurs. Sans grande surprise, le premier trimestre se révèle un bon cru. Factset rapporte que 78% des sociétés du S&P 500 ont dépassé les attentes de profits (63% ont battu le consensus pour les ventes). Tous **les yeux étaient braqués sur les perspectives communiquées par les entreprises**, dont on aurait pu craindre une sévère détérioration en raison des incertitudes sur le commerce et la croissance américaine. Mais Factset rapporte que sur un peu plus de 250 entreprises ayant fait part de leurs *guidances*, seules 8 les ont retirées ou ne les ont pas mises à jour. **Plus de 50% ont maintenu leurs prévisions de profits pour 2025**. Et si 15% les ont abaissées, **un peu plus de 25% les ont même revues à la hausse**. Les managements semblent donc assez confiants dans leur capacité à encaisser les chocs. Cependant, si les choses restent en l'état, la stabilisation des droits de douane s'effectuerait à un niveau élevé (largement plus de 10% contre moins de 3% en 2024). La menace de réescalade n'est jamais loin, ce que rappelle le retour à la charge de Trump contre l'Europe avec des menaces de tarifs de 50% sur toutes les importations (en l'absence d'accord avant le 9 juillet). De plus, les tensions sur les taux longs engendrées par le risque de dérapage budgétaire porté par la *Big Beautiful Bill* des Républicains sont aussi un risque de taille : le « *Sell America* » n'est jamais très loin.

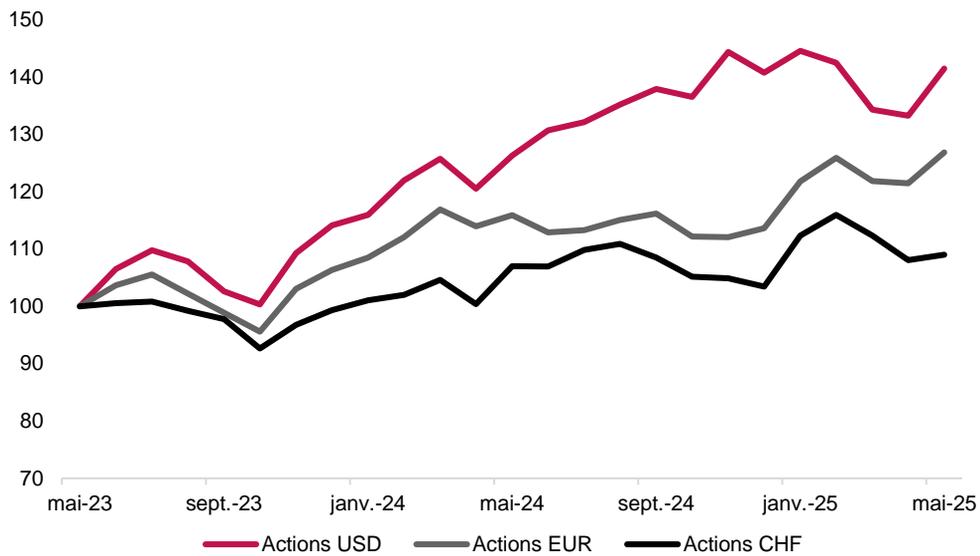
Le sentiment restant positif, les 7 Magnifiques retrouvent leur rôle de moteur du marché (BM7P : +13,3%). Si l'on regarde dans le détail, on note cependant qu'Apple (-5,5%) traverse une passe difficile : la firme à la pomme est sous la pression de l'administration américaine qui désire la voir rapatrier ses usines. A l'inverse, Nvidia (+24,1%) surpasse toujours. Non plus par des ventes ou des profits bien au-dessus des attentes comme cela était devenu le cas l'année dernière, mais par sa capacité à surnager malgré les tensions géopolitiques (l'interdiction de vendre certaines puces en Chine avait obligé Nvidia à provisionner une perte de plus de 5 milliards de dollars le mois dernier). A l'autre bout du spectre, **le secteur de la santé termine lanterne rouge** (-5,7% alors que tous les autres secteurs du S&P 500 clôturent dans le vert). La Maison Blanche accroît la pression sur les laboratoires dont elle veut voir les prix des médicaments baisser. Rien ne semble non plus devoir être épargné à l'assureur United Health (-26,6%), visé par une enquête pour fraude.

Les marchés européens suivent le rythme imprimé par leurs homologues américains (Stoxx Europe 600 : + 4,0%). La défense pourrait bien être le tube de l'été (après avoir été celui du printemps) dans le sillage de Rheinmetall (+25,8%). Les espoirs liés au plan de relance allemand continuent à porter des valeurs comme Siemens Energy (+26,6%). Par sympathie avec les Etats-Unis, le secteur de la Santé (+0,0%) termine en queue de classement.

Les marchés saluent la baisse des droits de douane et le retour des 7 Magnifiques

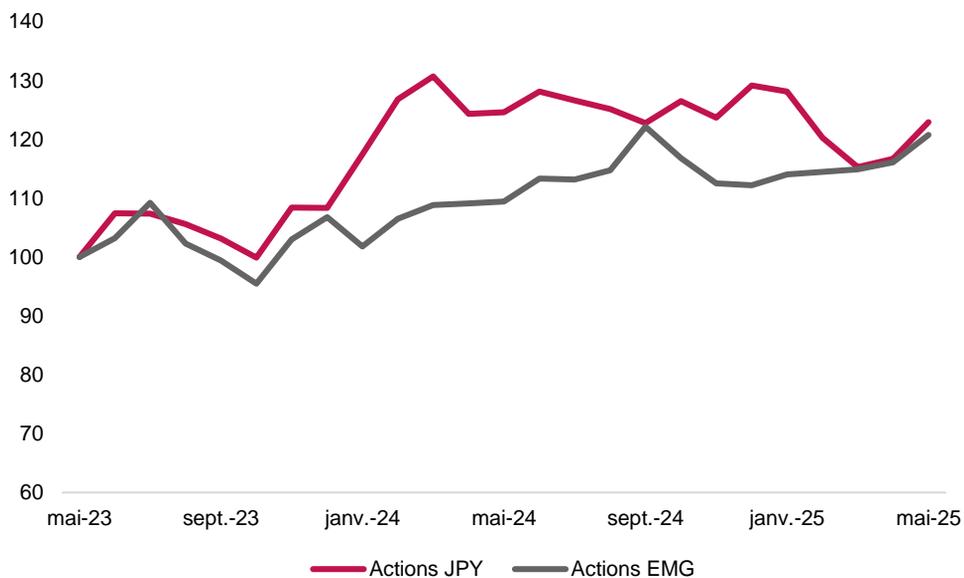
MARCHÉS ACTIONS

MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/05/2025

MARCHÉS ACTIONS JAPON – PAYS EMERGENTS PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/05/2025
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MARCHÉ OBLIGATAIRE

Le mois de mai aura été favorable aux marchés du crédit même si les taux ont encore montré des signes de faiblesse aux US et au Japon. Le 10 ans US, qui avait commencé le mois à 4.22% a donc terminé à 4.4%, reflétant les inquiétudes sur le prochain budget 2026 et la montée de la dette qui devrait l'accompagner. En effet, le plan fiscal de réduction des impôts (chiffré à \$3800md sur 10 ans) est loin d'être entièrement financé par des coupes budgétaires et verra donc le déficit grimper.

Côté Europe, les taux ont été mieux orientés : Le Bund termine à 2.5% (soit +5bp sur le mois) mais l'Italie a été upgradée permettant de faire baisser son spread avec l'Allemagne sous les 100bps. Les pays dits périphériques continue d'ailleurs de mieux se comporter avec notamment la Grèce qui poursuit sa remontée. Le mouvement de désinflation en Europe, aidé par une pression salariale en forte baisse au premier trimestre, devrait permettre à la BCE de poursuivre sa politique monétaire et de mener son taux directeur à 1.75%.

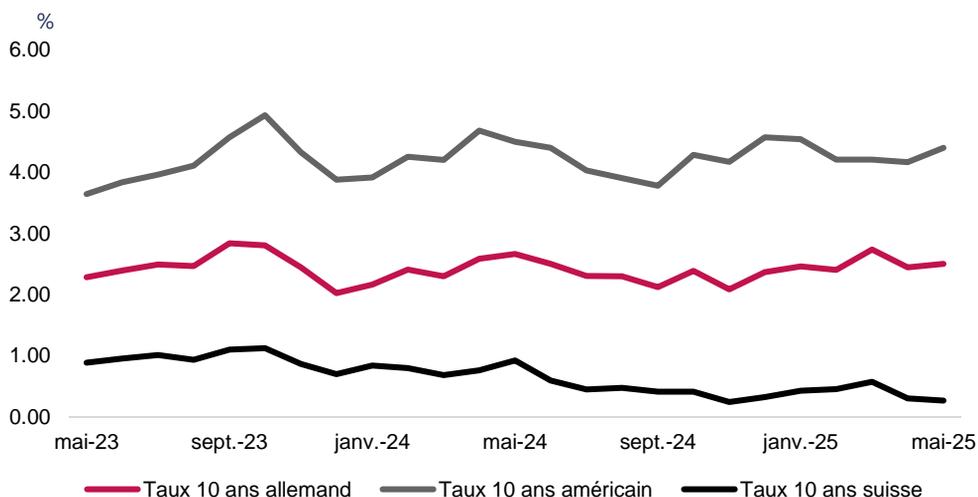
Une fois n'est pas coutume, notons que le Japon a fait monter la température sur le marché des taux avec un 30 ans qui a dépassé les 3%. Cette forte remontée des taux très longs pèsent sur les expositions en JGB des grandes banques et des assureurs domestiques, avec à la clé des moins-values latentes importantes. Le monde financier a donc craint un nouvel épisode de débouclage forcé de carry trades, rappelant le sell-off d'Août 2024. La situation va contraindre le Trésor japonais à favoriser les maturités plus courtes pour ses prochaines échéances.

Côté crédit, les spreads sont très bien revenus après leur écartement d'avril : l'IG s'est resserré d'environ 10bp tandis que le HY a surperformé avec une compression de 40bp à 50bp, le HY US étant particulièrement en forme. Le marché primaire a grandement rattrapé son faible volume d'activité d'avril, tous les segments contribuant à en faire un mois exceptionnel. **Quant au marché secondaire, il prouve que l'appétit pour le crédit des investisseurs reste intact, ces derniers rachetant systématiquement les points bas... de bon augure pour les prochains mois.**



Le mois de mai aura été favorable aux marchés du crédit

RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/05/2025
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

DEVISES

Le dollar se stabilise presque en mai (-0,1%). Mais le DXY casse les 100, un support depuis plus de 3 ans. **Si la correction est nettement plus mesurée qu'en mars et avril, la tendance reste à la baisse.** L'accord commercial temporaire passé avec la Chine n'aura pas suffi à redonner des couleurs au billet vert car les risques que la guerre commerciale fait peser sur la croissance américaine sont toujours visibles. S'y ajoute désormais la défiance des investisseurs vis-à-vis de la *Big Beautiful Bill* de Donald Trump qui a réveillé les *bond vigilantes*, occasionnant des réallocations de portefeuille hors de la sphère dollar. Dans cet environnement où le « Sell America » n'est jamais loin, la forte hausse du Bitcoin (+10,8%) ne peut passer inaperçue.

L'euro grappille quelques points de base face au dollar (EURUSD : +0,2%). L'accord commercial trouvé entre les Etats-Unis Chine avait d'abord ramené l'EURUSD à 1,10, sommet de sa fourchette 2022-2024. Ce niveau a fourni un support à la paire qui se réenvole vers les 1,14. Alors que la différence de croissance n'est plus aussi favorable aux Etats-Unis qu'il y a quelques mois, le creusement de la différence de taux en défaveur de la BCE ne suffit plus à convaincre les investisseurs de vendre la devise unique.

La livre sterling réalise la meilleure performance des devises des pays développés en mai (GBPUSD : +1,0%). Le Royaume-Uni peut en effet se targuer de compter parmi les premiers à avoir trouvé un terrain d'entente avec les Etats-Unis sur les droits de douane. Le ton hawkish donné par la BoE à sa baisse de taux de 4,5% à 4,25% rappelle aussi que la vieille dame de Threadneedle Street gardera des taux élevés cette année. Et hors de l'USD, rares sont les zones proposant des taux aussi attractifs que l'économie insulaire.

Le franc progresse aussi, malgré le ralentissement de la croissance suisse qui s'annonce (CHFUSD : +0,4%). Le période de « taux zéro » (voire négatifs) qui se dessine ne repousse pas non plus les investisseurs. La caractère refuge de la devise suisse continue à jouer à plein, propulsant la paire CHFUSD vers ses plus hauts historiques de 1,20.

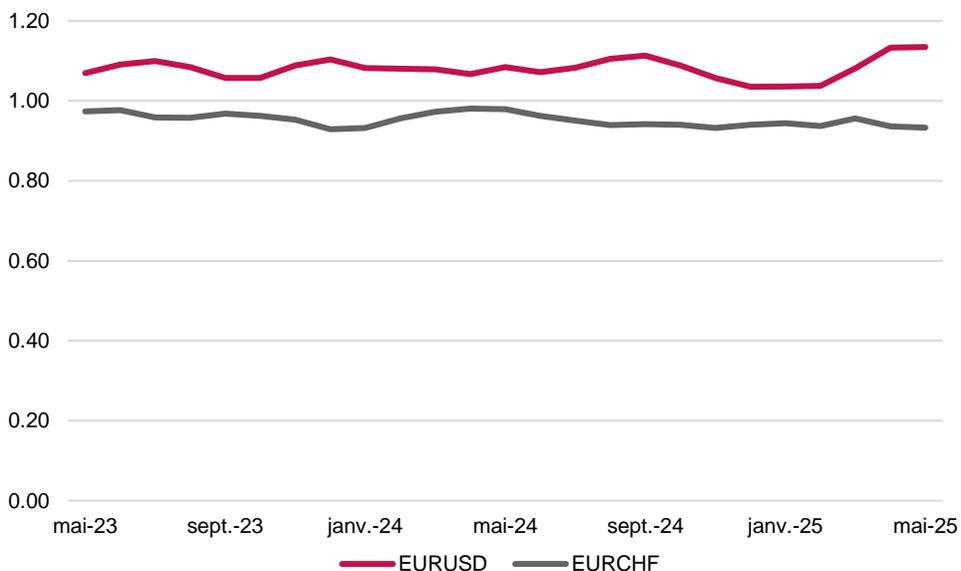
Le yen perd du terrain (USDJPY : +0,7%). L'incertitude commerciale est un frein pour l'économie japonaise : elle empêche la BoJ de poursuivre sa campagne de resserrement monétaire. Cependant, le yen reste très fortement sous-évalué vis-à-vis du dollar et la paire USDJPY devrait reprendre sa baisse.



En mai, le dollar se replie moins fort qu'en mars et avril, mais la tendance reste à la baisse

USD & CHF

ÉVOLUTION SUR 2 ANS CONTRE EUR



Source : Bloomberg, 31/05/2025
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

PÉTROLE

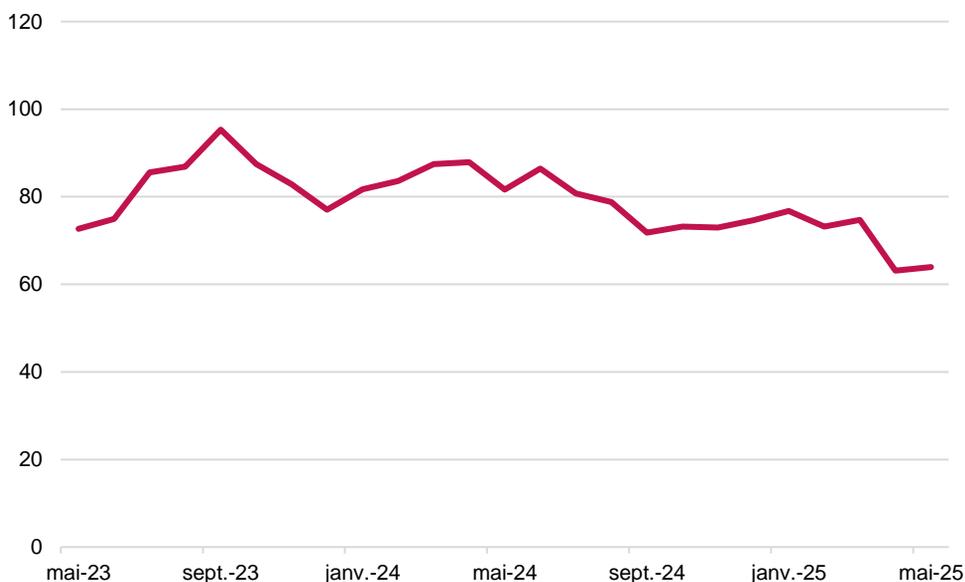
Rebond timide du baril après la dégringolade d'avril (Brent : +1,3%). Le WTI (+4,4%) rebondit un peu plus fort dans la mesure où il avait davantage souffert après le *Liberation Day*. **De manière générale, les anticipations concernant la demande fluctuent au gré des annonces commerciales de Trump.** L'accord des Etats-Unis avec la Chine a permis de relancer le Brent à l'assaut des \$70, mais les espoirs de rebond de la demande ont été contrebalancés par le risque de forte hausse de l'offre. Les Saoudiens souhaitent en effet forcer l'OPEP+ à davantage ouvrir les vannes. **L'augmentation de la production de 100 000 à plus de 400 000 bpj, déjà effective en mai et juin, pourrait être prolongée en juillet.** Une façon pour le royaume d'exercer une pression baissière sur les cours afin de punir les « tricheurs » de l'alliance qui continuent à pomper plus que permis. La deuxième quinzaine de mai voit donc le Brent se stabiliser autour de \$65.



Rebond timide du baril après la dégringolade d'avril

PÉTROLE

ÉVOLUTION SUR 2 ANS (BRENT)

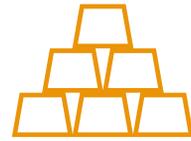


Source : Bloomberg, 31/05/2025
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

OR

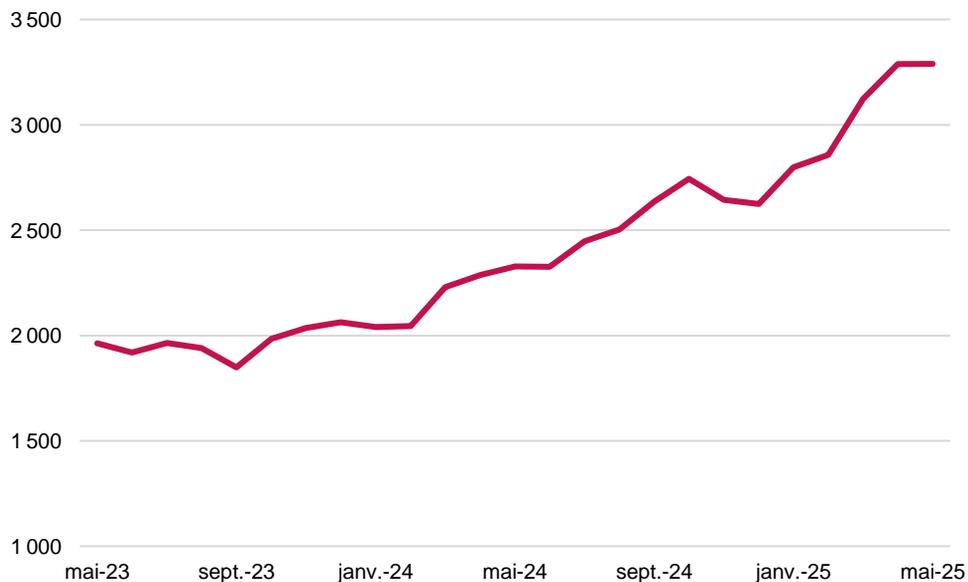
L'apaisement de la guerre commerciale permet à l'argent de progresser (+1,12%). Contrairement au mois dernier, les caractéristiques cycliques du métal gris sont un atout. Mais l'aversion au risque n'est pas entièrement retombée : l'or reste stable sur le mois (+0,0%). Nous continuons à apprécier le métal jaune, qui affiche une corrélation négative avec les actions ces derniers mois. De plus, il bénéficie de l'attention des banques centrales ainsi que des investisseurs, notamment chinois et indiens. Dans cet environnement, l'or tient son rang de meilleur actif depuis le début de l'année (+23,8% depuis le 1^{er} janvier).



L'or gagne du terrain dans les périodes de défiance contre le dollar et les taux longs américains

OR

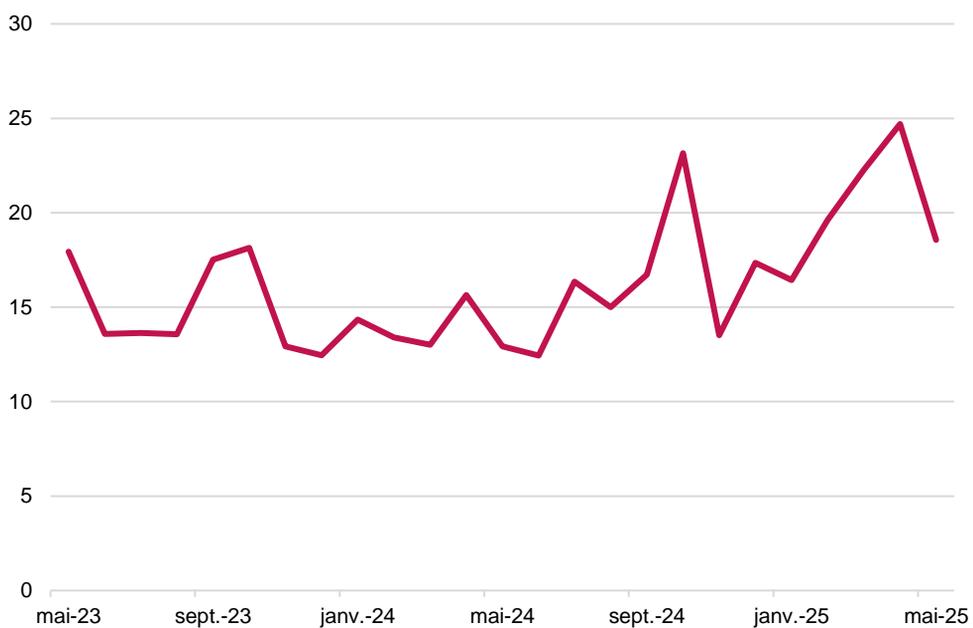
ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/05/2025
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

VOLATILITÉ

VOLATILITÉ – INDICE VIX ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/05/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

CALENDRIER

Date	Pays	Donnée économique	Période	Précédent
2-juin	Etats-Unis	PMI manufacturier	mai-25	48.7
	Zone euro	PMI manufacturier Markit	juin-25	49.4
	Royaume Uni	PMI manufacturier Markit	juin-25	45.1
	Japon	PMI manufacturier Nikkei	juin-25	49.4
	Suisse	PMI manufacturier	mai-25	45.8
	Suisse	Croissance du PIB	mars-25	0.2
3-juin	Chine	PMI manufacturier Caixin	mai-25	50.4
	Zone euro	Inflation	mai-25	2.2
	Zone euro	Taux de chômage	avr.-25	6.2
	Suisse	Inflation	mai-25	0.0
4-juin	Etats-Unis	ISM non-manufacturier	mai-25	51.6
	Zone euro	PMI services Markit	juin-25	48.9
	Royaume Uni	PMI services Markit	juin-25	50.2
5-juin	Zone euro	Réunion de la BCE	mai-25	2.3
	Suisse	Taux de chômage	mai-25	2.8
6-juin	Etats-Unis	Emplois	mai-25	177.0
	Etats-Unis	Taux de chômage	mai-25	4.2
	Zone euro	Emploi	juin-25	0.3
	Zone euro	Croissance du PIB	juin-25	0.3
	Allemagne	Production industrielle	avr.-25	3.0
9-juin	Chine	Exportations	mai-25	8.1
	Chine	Inflation	mai-25	-0.1
	Japon	Croissance du PIB	juin-25	-0.7
10-juin	Royaume Uni	Taux de chômage	avr.-25	4.5
11-juin	Etats-Unis	Inflation	mai-25	2.3
13-juin	Etats-Unis	Confiance des ménages	juin-25	52.2
	Zone euro	Production industrielle	avr.-25	2.6
	Japon	Production industrielle	mai-25	-0.9
16-juin	Chine	Ventes au détail	mai-25	5.1
	Chine	Production industrielle	mai-25	6.4
17-juin	Etats-Unis	Production industrielle	mai-25	0.0
18-juin	Etats-Unis	Réunion de la Fed	juin-25	4.5
	Royaume Uni	Inflation	mai-25	3.5
19-juin	Royaume Uni	Réunion de la Banque d'Angleterre	juil.-25	4.3
	Suisse	Réunion de la Banque Nationale Suisse	nov.-24	0.0
20-juin	Etats-Unis	Enquête de la Fed de Philadelphie	juin-25	-4.0
24-juin	Allemagne	Climat des affaires ifo	juin-25	87.5
26-juin	Etats-Unis	Croissance du PIB	juin-25	-0.2
27-juin	Royaume Uni	Croissance du PIB	juin-25	0.7
30-juin	Suisse	Indicateur avancé Kof	juin-25	98.5



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 31 mai 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.