



# LETTRE DE L'INVESTISSEUR

Revue mensuelle des marchés  
financiers et perspectives

Novembre 2025

# MACROÉCONOMIE

Le mois d'octobre a été marqué par le *shutdown* du gouvernement américain après l'échec des discussions budgétaires entre Démocrates et Républicains. Bien que l'effet sur la croissance de ces blocages politiques soit historiquement assez limité (les fonctionnaires mis au chômage sont ensuite réembauchés et payés), **le millésime 2025 se distingue déjà par sa longueur** puisqu'il pourrait, dès début novembre, devenir le plus long de l'histoire en devançant celui de 2019, long de 35 jours. Surtout, les agences responsables de la publication des principaux chiffres macroéconomiques (BLS, BEA notamment) sont à l'arrêt. **Le rapport sur l'emploi de septembre et la croissance du PIB au T3 n'ont donc toujours pas été publiés fin octobre.**

Dans ce contexte de « dépendance aux données sans données », **la Réserve fédérale a décidé de baisser ses taux de 25 pb pour une deuxième fois consécutive**, ramenant le taux cible des Fed funds entre 3,75% et 4,0%. Si la décision était largement attendue, la question était celles des indices qui allaient l'accompagner. Ceux-ci se sont révélés plutôt *hawkish*. Un membre du FOMC (Jeff Schmid) s'est distingué en s'exprimant pour le maintien des taux. Cela laisse apparaître **des divisions entre gouverneurs qui devraient devenir encore plus évidentes lors de la réunion de décembre**. Plus important encore, Powell a avancé **que la poursuite de l'assouplissement monétaire n'était pas encore acquise, « loin de là »**. La décision d'octobre s'inscrit encore dans une approche de « gestion des risques » puisque la priorité est toujours donnée à l'emploi sur l'inflation depuis cet été. Mais à mesure que la politique monétaire devient plus accommodante, il devient de plus en plus difficile de justifier de nouvelles baisses. Au moment où nous écrivons ces lignes, les marchés n'estiment plus qu'à 70% la probabilité de voir la Fed baisser ses taux en décembre (contre près de 100% avant la réunion d'octobre).

**La croissance américaine a très bien entamé le quatrième trimestre** (PMI Flash Composite : 54,8 vs 53,9 att.) malgré les incertitudes politiques. Le GDPNow de la Fed d'Atlanta indique une croissance du PIB de +3,9% t/t annualisé au troisième trimestre. L'inflation a aussi offert une bonne surprise (CPI : +3,0% vs +3,1% att., Core CPI : +3,0% vs +3,1% att.). Les prix des services hors logement ont décéléré (+3,7% après +4,0%) et l'inflation des biens est restée assez stable (+1,5% après +1,5%), ce qui suggère que les droits de douane ne sont pas entièrement payés par les consommateurs. Si leur confiance recule (Université du Michigan : 53,6 après 55,1, Conférence Board : 94,6 après 95,6) **l'effet de richesse** engendré par la belle avancée des marchés actions alimente un certain optimisme.

**Sur le front de la guerre commerciale, octobre a été propice à une détente inattendue.** Les présidents Trump et Xi se sont rencontrés afin de mettre en place une trêve d'un an. Les Chinois accepteraient d'assouplir leurs restrictions sur les exportations de terres rares en échange d'un abaissement des tarifs anti-fentanyl de 20% à 10%. Le taux de tarifs effectifs sur la Chine resterait aux alentours de 45%. D'autres avancées importantes ont eu lieu, notamment avec le Japon (défense), la Corée du Sud (chantiers navals) et l'Australie (terres rares et défense).



## La Fed baissera-t-elle ses taux en décembre ?

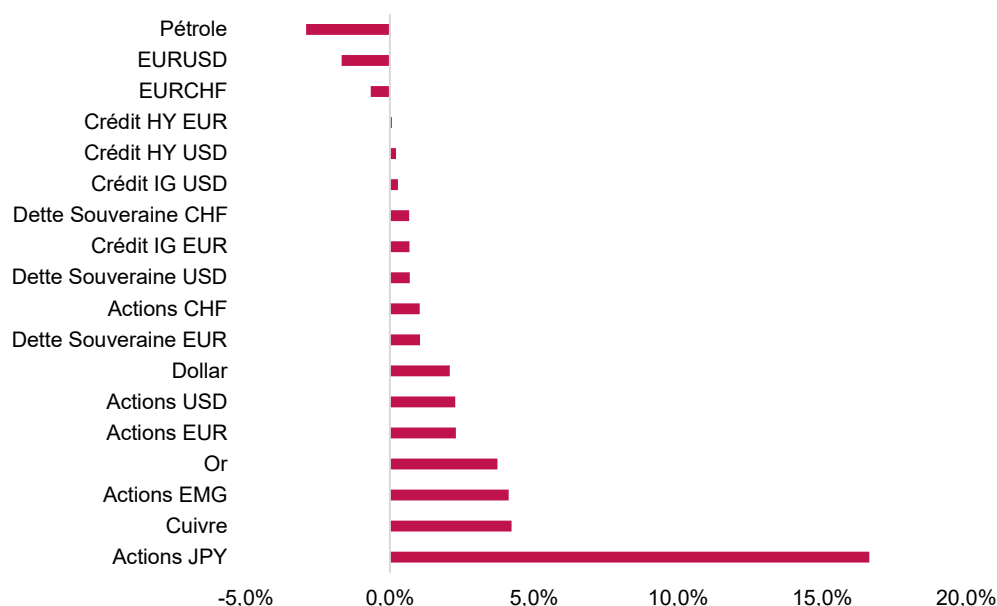
En zone euro, **la BCE maintient son taux de facilité de dépôt à 2%, sans surprise** et pour la troisième fois de suite. Le très léger rebond de l'inflation (HICP : +2,2% a/a après 2,1% et HICP sous-jacent : 2,4% après 2,3%) est principalement dû à des effets de base et n'a pas de raison d'inquiéter les décideurs. La croissance continue d'offrir de bonnes surprises puisque les PMIs européens indiquent que l'activité reste assez dynamique (Composite : 52,2 vs 51,8 att.) grâce à des indicateurs très bien orientés en Allemagne (53,8 vs 51,6 att.) alors que la France fait figure de dernier de la classe (46,8 vs 46,5 att.). Le quatrième trimestre commence donc sous de bons auspices dans l'ensemble après un troisième qui a dépassé les attentes (PIB : +0,2% t/t vs +0,1% att.).

**La BCE semble encline à maintenir ses taux encore quelque temps**, puisqu'elle estime être « en bonne position ». Par conséquent, les marchés n'attendent plus de nouvel assouplissement monétaire avant le milieu de l'année prochaine.

**Au Japon, la BoJ a maintenu ses taux à 0,50% dans la lignée de ses réunions précédentes.** Bien que deux gouverneurs aient (encore) voté en faveur d'un durcissement de la politique monétaire, la décision a été interprétée comme assez accommodante. La BoJ s'est montrée assez constructive vis-à-vis du nouvel exécutif mené par Sanae Takaichi promettant de « **communiquer** » avec le gouvernement, bien que la nouvelle Première ministre se soit déjà illustrée par son aversion à l'austérité monétaire et budgétaire. Pour l'instant, les conditions pour une nouvelle hausse de taux ne sont pas encore réunies. L'inflation a légèrement rebondi en septembre (+2,9% a/a après +2,7%) mais l'inflation des services (+1,4% après +1,5%) reste trop faible pour enclencher une spirale prix-salaires. Les salaires nominaux ont également déçu (+1,5% a/a vs +2,6% att.). La BoJ préfère donc attendre d'en savoir davantage sur les négociations salariales de l'année prochaine. Elle veut aussi être certaine que l'environnement international reste porteur, ce qui dépendra du tour que prend la guerre commerciale. **Dans cette optique, la rencontre du nouvel exécutif japonais avec l'administration Trump a rassuré.** Pour l'instant, la croissance japonaise reste correcte (PMI Composite : 50,9). Les marchés estiment à un peu moins de 50% la probabilité de voir la banque centrale remonter ses taux en décembre.

**L'économie britannique a vécu un mois d'octobre assez « Goldilocks » entre croissance résiliente et inflation modérée.** Le PMI Composite a surpris à la hausse, s'inscrivant à 51,1 (vs 50,6 att.), et marquant ainsi un sixième mois de croissance consécutif. Il faut cependant noter que le chômage est remonté d'un cran, à 4,8% (vs 4,7% att.) alors qu'il était stable depuis mai dernier. Mais la principale surprise est venue d'une inflation qui n'a pas accéléré (CPI : +3,8% vs 4,0% att.). Dans le même temps, l'inflation sous-jacente a même ralenti (+3,5% vs +3,7% att.). Bien que le chemin reste semé d'embûches pour la BoE, **les marchés espèrent désormais la voir baisser ses taux dès le premier trimestre de 2026.** La réponse dépendra de la pérennité de cette tendance à la désinflation dans laquelle **le budget présenté par la Chancelière de l'Echiquier** le mois prochain jouera un grand rôle, surtout après les déconvenues engendrées par celui annoncé il y a un an.

## PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, 31/10/2025

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



Source : Bloomberg, 31/10/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

# MACROÉCONOMIE (suite)

En dehors de discussions commerciales avec les Etats-Unis qui ont abouti à une certaine détente, l'économie chinoise a montré des signes d'essoufflement. La croissance du PIB au T3 a ralenti (4,8% a/a comme att.). Les ressorts de l'activité se trouvent toujours davantage dans la production industrielle (+6,5% a/a vs +5% att.) et dans les exportations (+8,3% a/a vs +6% att.) que dans la consommation privée (Ventes au détail : +3% a/a vs +2,9% att., en ralentissement pour le quatrième mois consécutif). Cependant, **on constate les premiers signes tangibles de la campagne « anti-involution »** visant à ralentir la surproduction industrielle, en témoignent le recul de la formation brute de capital fixe (-0,5% a/a), la hausse du taux d'utilisation des capacités de production (74,6% après 74%) ou encore les progrès des profits industriels (+3,2% a/a). Surtout, **la chute des prix à la production se modère** (-2,3% après -2,9%) pour le deuxième mois de suite. L'amélioration se retrouve aussi dans les prix de l'immobilier (-2,2% a/a après -2,5%). Dans ce contexte, l'aggravation de la déflation des prix à la consommation (-0,3% a/a vs -0,1% att.) est peut-être un peu moins inquiétante. Les premiers échos du 4e plénum du 20e Comité central du PCC visant à **cadre le 15e plan quinquennal** (2026-2030) n'annoncent pas de revirement stratégique dramatique pour l'économie chinoise. L'élimination des distorsions actuelles se ferait donc très progressivement.

La guerre commerciale pèse toujours sur l'économie suisse. Le PMI manufacturier ralentit (46,3 vs 48 att.) et la confiance des consommateurs reste basse (-37 vs -38 att.). **Le SECO a revu à donc revu à la baisse sa prévision de croissance pour 2026 de +1,2% à +0,9%**. Les exportations ont augmenté de +3,3% m/m en septembre portées par des envois vers les Etats-Unis en forte accélération (+43% m/m) après le creux du mois d'août consécutif aux droits de douane de Trump. Les exportations de produits pharmaceutiques ont largement contribué à cet envol dans la mesure où le secteur est sous le coup d'une enquête Section 232 qui pourrait susciter la mise en place de droits de douane. Cependant, l'exemption accordée à Pfizer laisse espérer un adoucissement du ton de l'administration Trump, en échange de baisses de prix finaux. **Autre motif d'espoir, l'inflation s'est stabilisée** (+0,2% a/a vs +0,3% att.) près de la limite basse de l'objectif de la BNS. A l'avenir, il faudra garder un œil sur les prix à la production (PPI : -1,3% a/a) qui rappellent que les pressions déflationnistes ne sont jamais très loin.

## MARCHÉS ACTIONS

La Tech  
américaine tire le  
rallye en octobre

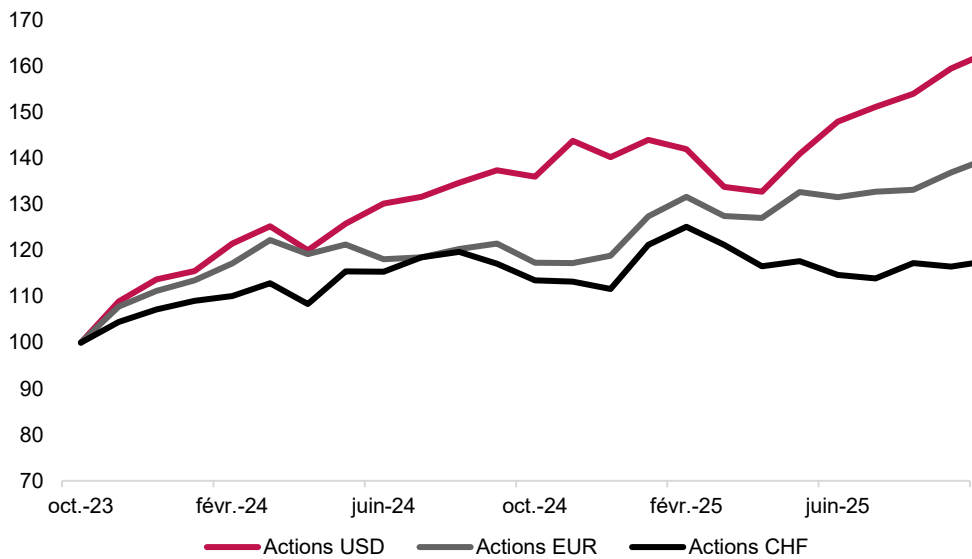
Les actions américaines signent **leur sixième mois d'avancée consécutif** (S&P 500 : +2,3%, Nasdaq 100 : +4,8% en USD). Wall Street entre donc dans la quatrième année du **bull market** entamé fin 2022. Comme souvent en octobre, **la volatilité a fait irruption par moment** (menaces de Trump vis-à-vis de la Chine, doutes sur la solidité de certaines banques régionales, remise en question d'une nouvelle baisse de taux de la Fed en décembre). Mais les craintes se sont vite dissipées. En toile de fond, le **shutdown** du gouvernement américain passe presque inaperçu pour l'instant.

La saison des résultats du troisième trimestre se révèle prolifique en bonnes surprises. Factset rapporte qu'après la publication de 64% des résultats, 83% des sociétés du S&P 500 ont dépassé les attentes de profits. **Plus que jamais, la performance du marché américain est tirée par les valeurs de la technologie** (Technology ex Mag7 : +7,3%, Magnificent 7 : +6,9%). La réaction des marchés aux publications de ces géants est révélatrice de la façon dont les investisseurs perçoivent la nécessité d'investir toujours plus en **datacenters**. D'un côté, quelques doutes ont ressurgi après les perspectives communiquées par Meta (-11,7%), Zuckerberg étant même prêt à s'endetter par peur de « sous-investir ». Pas d'inquiétude en revanche concernant Amazon (+11,2%) ou Alphabet (+15,7%) sur le même sujet. Par conséquent, Nvidia (+8,5%) en profite pour devenir la première entreprise à 5000 milliards de capitalisation boursière. Avec son biais « Tech » toujours plus prononcé, le marché américain est cher. Selon Factset, le P/E à 12 mois tutoie les 23, un record sur les vingt dernières années dépassé seulement en 2020.

En Europe, le mouvement haussier est un peu plus uniforme (Stoxx Europe 600 : +2,5% en EUR). On note quand-même **une relative avancée des secteurs défensifs** (Services Publics : +7,5%, Energie : +5,7%) par rapport aux cycliques (Automobile & Parts : -3,5%, Chimie : -1,1%). Pour une fois, les Banques (+1,4%) ne sont pas au zénith. **La dégringolade de BNP Paribas** (-13,3%) en raison de risques juridiques aux Etats-Unis a pu inciter à prendre des profits sur un segment à la trajectoire impressionnante. Cependant, le CAC 40 (+2,9%) se porte bien. **Les résultats encourageants de LVMH** (+17,6%) laissent espérer un nouvel essor pour le luxe français, notamment Kering (+8,6%).

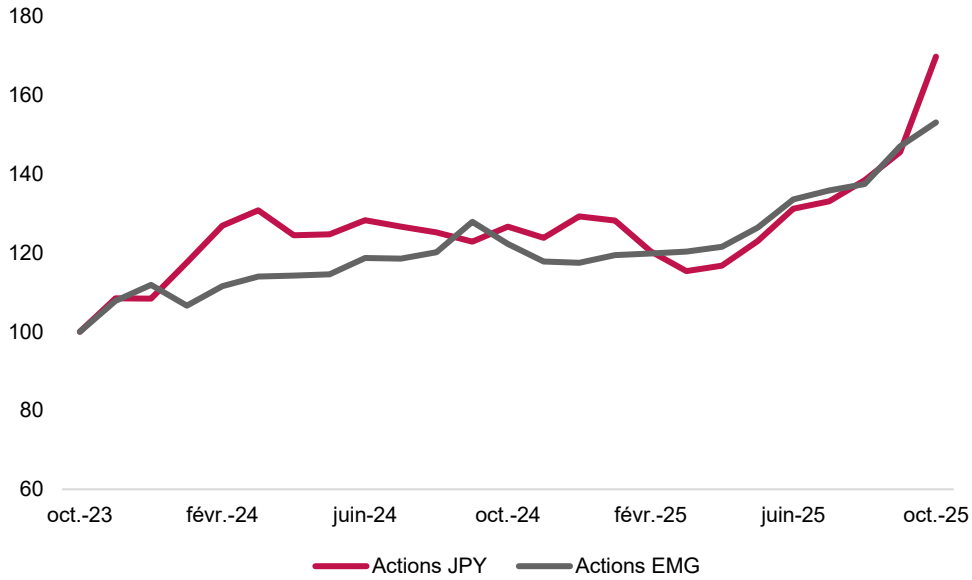
# MARCHÉS ACTIONS

## MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/10/2025

## MARCHÉS ACTIONS JAPON – PAYS EMERGENTS PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/10/2025  
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

# MARCHÉ OBLIGATAIRE

Malgré une remontée des taux en fin de mois en raison du discours « hawkish » de Powell, **les marchés obligataires ont terminé le mois d'octobre sur leurs plus hauts**. Le taux 10 ans US est remonté vers 4.1% après s'être aventuré sous les 4%, tandis que le rendement du Bund 10 ans a perdu 7bp vers 2.63%.

**Sur le crédit**, les dettes subordonnées ont encore largement surperformé dans cet environnement de marché *risk-on*, tandis qu'aux US le segment IG a profité de la bonne performance des Treasuries depuis le début de l'année. Il fait d'ailleurs légèrement mieux que la dette HY qui embarque moins de duration. Nous noterons que la **dette émergente a continué son chemin en tête des performances** avec désormais une avance de +12.5% YTD pour la dette EM en dollar.

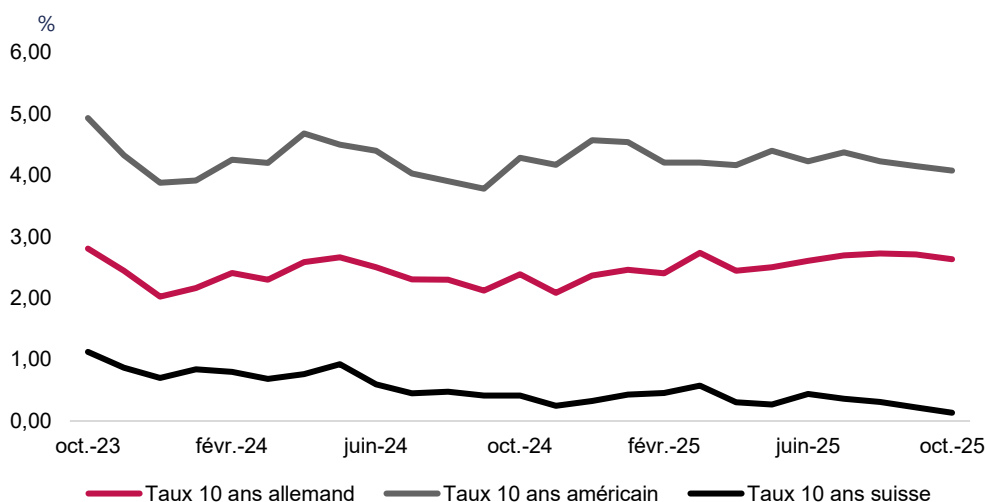
**Les soubresauts sont venus ce mois-ci du crédit privé US** avec quelques affaires de fraudes dans le segment de l'affacturage (Tricolor, First Brands). Ces dossiers ont coûté de la crédibilité à quelques grands établissements présents sur la dette privée et a remis temporairement le **doute sur certaines banques régionales (même si les expositions en jeu n'ont rien de systémique)**. Ces événements ont également contribué au mouvement d'écartement sur le HY : ce segment s'est écarté de 10bp sur le mois en Europe et de +14bp aux US, même si la compression des spreads a repris sur la dernière semaine du mois. **Il faut dire que la saison Q3 des résultats a été plutôt bonne aux US** et correcte en Europe, permettant en partie de justifier les valorisations tendues.

Si la FED peut encore faire bouger les marchés sur son FOMC de décembre, 2025 sera sans doute un très bon millésime pour le marché du crédit. **2026 s'annonce plus compliqué au regard d'un niveau de spread déjà sur ses planchers historiques**.



Les performances au plus haut

## RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/10/2025  
*Les performances passées ne préjugent pas des performances futures*

# DEVISES

**En octobre, le dollar gagne du terrain (+2,1%).** Bien que la Fed ait baissé ses taux pour la deuxième fois de suite, **le message de Powell sur la suite de la campagne d'assouplissement s'est révélé plus prudent qu'attendu**, ce qui a encore calmé le « *hedge America trade* ». Les surprises de croissance sont favorables aux Etats-Unis et les discussions commerciales sont aussi allées dans le sens d'un apaisement des tensions, ce qui soutient le dollar depuis le *Liberation Day*. Finalement, la vigueur des marchés actions nourrit aussi un certain « exceptionnalisme américain ». Le DXY reste dans la fourchette 96,5-100 depuis cinq mois. Il en teste la limite supérieure.

**Le CHF résiste bien face au dollar (CHFUSD : -1,0%).** Il reste tout proche de ses sommets historiques grâce à des chiffres d'inflation positifs qui ont un peu plus repoussé la perspective de voir la BNS pousser ses taux sous 0%. Dans un environnement géopolitique toujours aussi tendu, les obligations suisses font figure d'actif refuge, le spread avec les taux allemands à 10 ans dépassant désormais les 250 points de base.

**L'euro recule (EURUSD : -1,7%).** Bien que résiliente, la croissance européenne se montre moins dynamique que celle des Etats-Unis. La paire EURUSD descend vers 1,15.

**La livre connaît une dépréciation marquée (GBPUSD : -2,2%).** La perspective de voir la BoE reprendre sa campagne d'assouplissement a pesé sur la devise britannique. De plus, les **incertitudes autour du nouveau budget** qui sera annoncé fin novembre ont amené un mouvement de sortie de la livre sterling. Face à l'euro, la GBP tombe à son plus bas depuis mai 2023 (EURGBP : 0,88)

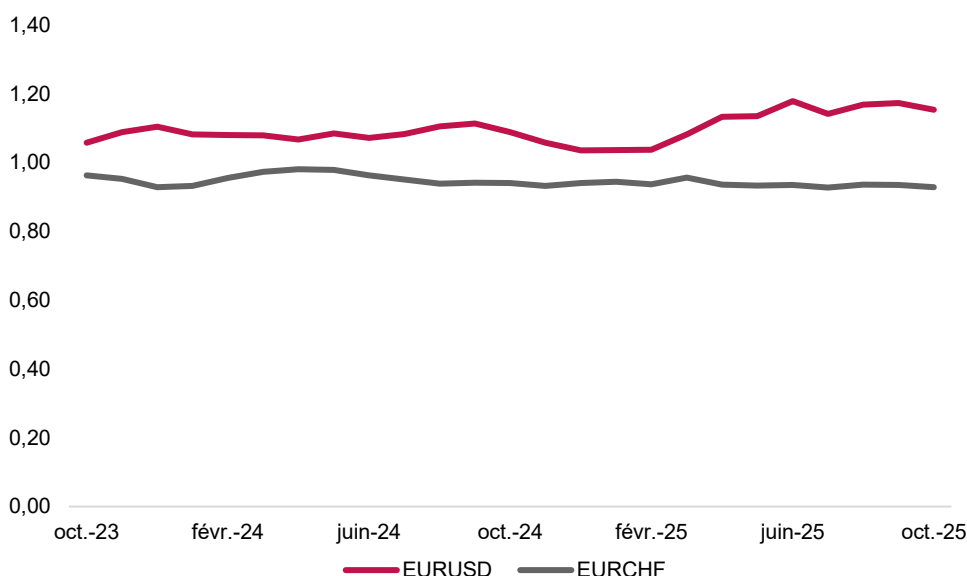
**Le yen accuse le coup (USDJPY : +4,1%).** L'arrivée au pouvoir de Sanae Takaichi a pesé sur la devise nippone qui pourrait faire les frais de ses projets de politiques expansionnistes. L'environnement international restant incertain et l'inflation des services toujours trop molle, **la BoJ a préféré passer son tour en octobre**. A 154 contre dollar, le yen retombe près de ses plus bas de l'année. Pour l'instant, le yen ne profite pas du resserrement de l'écart de taux entre la Fed et la BoJ.



Un Powell un peu moins accommodant et une croissance encore meilleure qu'attendu renforcent le billet vert

## USD & CHF

ÉVOLUTION SUR 2 ANS CONTRE EUR



Source : Bloomberg, 31/10/2025  
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

# MATIÈRES PREMIÈRES

## PÉTROLE

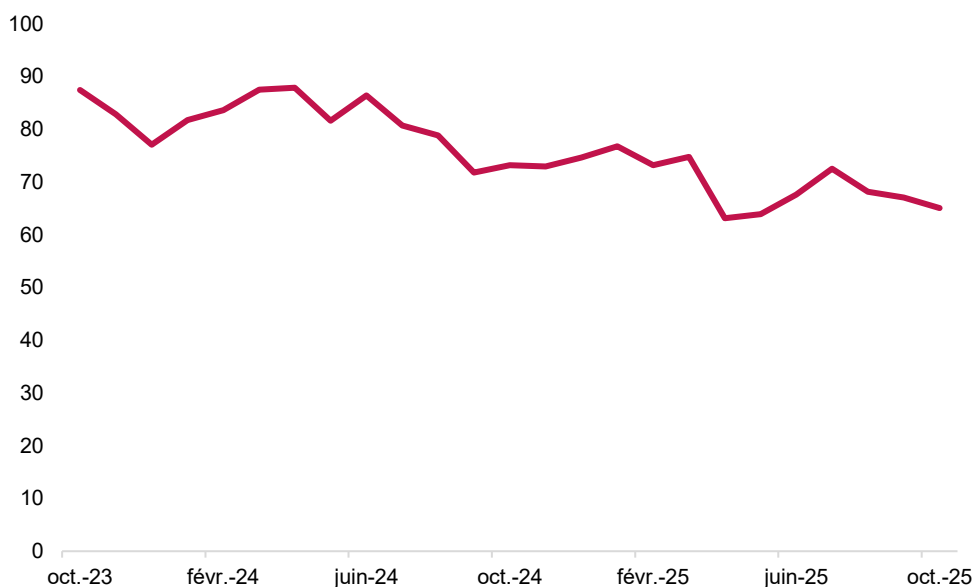
Le pétrole recule encore après une période agitée (Brent : -2,9% WTI : -2,2%). Les équilibres restent structurellement excédentaires sur le marché de l'or noir, ce qu'a rappelé la décision de l'OPEP d'augmenter sa production de 137 000 barils/jour à partir de novembre. L'apaisement des tensions au Moyen Orient après le plan de paix de Trump pour Gaza a aussi pesé sur les cours. Finalement une saisonnalité défavorable à la consommation de pétrole dans les pays développés contribue aussi à précipiter le Brent vers les 60 dollars, c'est-à-dire son plancher des cinq dernières années. Cependant, **les sanctions prononcées par l'administration Trump contre Rosneft et Lukoil** ont fini par soutenir les cours. Mais bien que les épisodes de tensions géopolitiques réactivent parfois une prime de risque sur le prix du baril, la tendance reste baissière.



**La tendance reste baissière, malgré des épisodes de tensions géopolitiques**

### PÉTROLE

#### ÉVOLUTION SUR 2 ANS (BRENT)

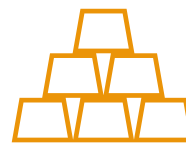


Source : Bloomberg, 31/10/2025  
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

# MATIÈRES PREMIÈRES

## OR

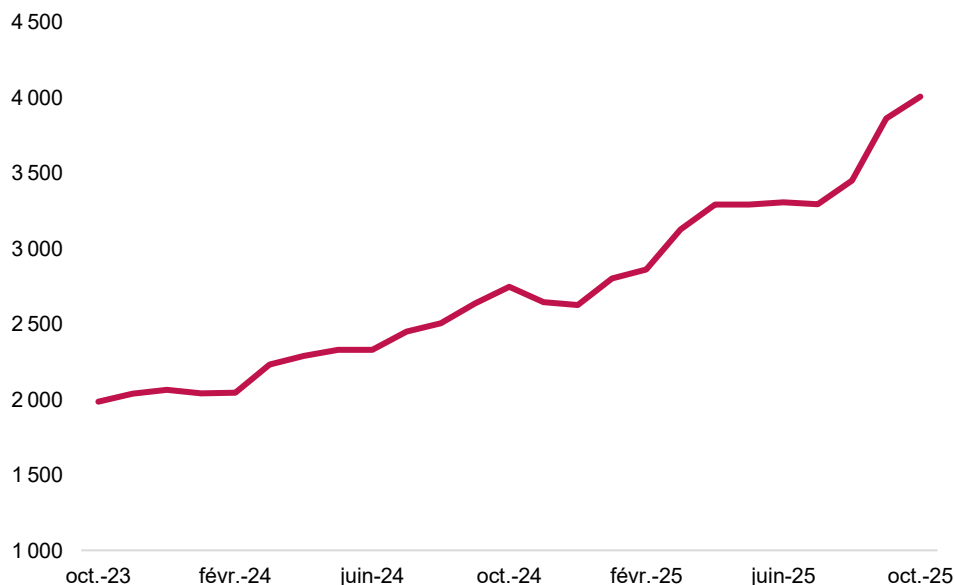
Le mois a aussi été très mouvementé pour les métaux précieux dont l'honorable avancée cache une grande volatilité (Or : XAUUSD : +3,7%, Argent : XAGUSD : +4,4%). **Après avoir connu une ascension fulgurante l'or et l'argent ont sévèrement corrigé.** Derrière l'envolée puis la chute de l'or, on peut voir une certaine frénésie qui s'était emparée des investisseurs dès l'été. Si les facteurs fondamentaux restent favorables au métal jaune (géopolitique, achats de banques centrales...), **sa progression au-dessus de 4000 dollars l'once a été si brusque que la correction est assez logique.** L'argent a suivi un mouvement similaire jusqu'à tutoyer les 55 dollars l'once, dévoilant sa facette d'« or avec beta ». La consolidation du métal gris est survenue après un **squeeze de liquidité** assez fort, qui s'est traduit par un écartement des prix entre Londres et New York. En effet, le marché de l'argent représente seulement un peu plus d'un dixième de celui de l'or, ce qui expose à de telles situations. Nous préférons l'or, qui a pour avantage d'être acheté par les banques centrales.



**Or et argent entre  
ascension fulgurante et  
chute foudroyante**

## OR

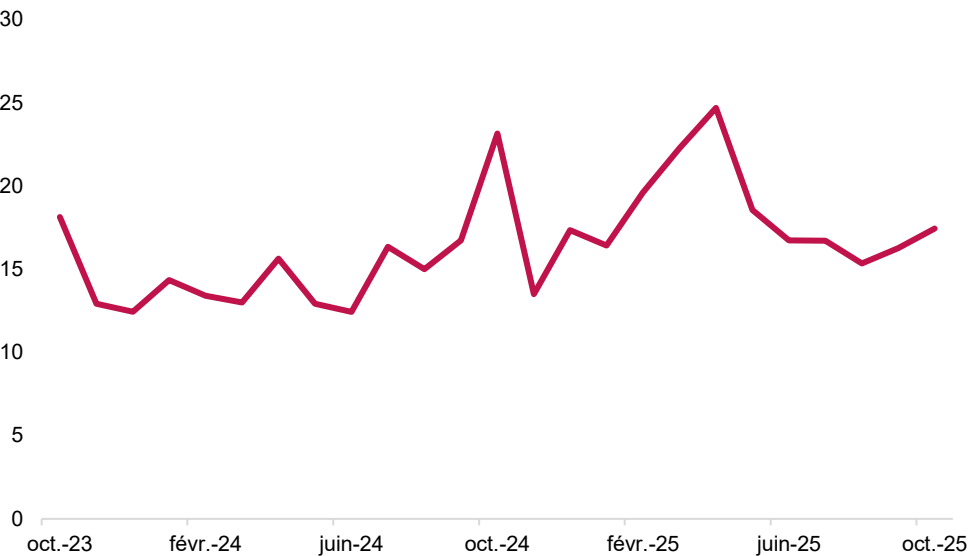
### ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/10/2025  
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

# VOLATILITÉ

**VOLATILITÉ – INDICE VIX**  
ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/10/2025  
*Les performances passées ne préjugent pas des performances futures*

# CALENDRIER

| Date           | Pays        | Donnée économique                 | Période  | Précédent |
|----------------|-------------|-----------------------------------|----------|-----------|
| <b>3-nov.</b>  | Etats-Unis  | PMI manufacturier                 | oct.-25  | 49.1      |
|                | Chine       | PMI manufacturier Caixin          | nov.-25  | 50.6      |
|                | Zone euro   | PMI manufacturier Markit          | nov.-25  | 50.0      |
|                | Royaume Uni | PMI manufacturier Markit          | nov.-25  | 49.6      |
|                | Suisse      | PMI manufacturier                 | oct.-25  | 46.3      |
|                | Suisse      | Inflation                         | oct.-25  | 0.2       |
| <b>4-nov.</b>  | Japon       | PMI manufacturier Nikkei          | nov.-25  | 48.3      |
| <b>5-nov.</b>  | Etats-Unis  | ISM non-manufacturier             | oct.-25  | 50.0      |
|                | Zone euro   | PMI services Markit               | nov.-25  | 52.6      |
|                | Royaume Uni | PMI services Markit               | nov.-25  | 51.1      |
| <b>6-nov.</b>  | Royaume Uni | Réunion de la Banque d'Angleterre | déc.-25  | 4.0       |
|                | Allemagne   | Production industrielle           | sept.-25 | -4.3      |
|                | Suisse      | Taux de chômage                   | oct.-25  | 3.0       |
| <b>7-nov.</b>  | Etats-Unis  | Confiance des ménages             | nov.-25  | 53.6      |
|                | Etats-Unis  | Emplois                           | sept.-25 | 22.0      |
|                | Etats-Unis  | Taux de chômage                   | sept.-25 | 4.3       |
|                | Chine       | Exportations                      | oct.-25  | 8.3       |
| <b>9-nov.</b>  | Chine       | Inflation                         | oct.-25  | -0.3      |
| <b>11-nov.</b> | Royaume Uni | Taux de chômage                   | sept.-25 | 4.8       |
| <b>13-nov.</b> | Etats-Unis  | Inflation                         | oct.-25  | 3.0       |
|                | Zone euro   | Production industrielle           | sept.-25 | -1.2      |
|                | France      | Taux de chômage                   | sept.-25 | 7.5       |
|                | Royaume Uni | Croissance du PIB                 | sept.-25 | 0.3       |
| <b>14-nov.</b> | Chine       | Ventes au détail                  | oct.-25  | 3.0       |
|                | Chine       | Production industrielle           | oct.-25  | 6.2       |
|                | Zone euro   | Emploi                            | sept.-25 | 0.1       |
|                | Zone euro   | Croissance du PIB                 | déc.-25  | 0.2       |
| <b>17-nov.</b> | Japon       | Production industrielle           | oct.-25  | 2.2       |
|                | Japon       | Croissance du PIB                 | sept.-25 | 2.2       |
| <b>18-nov.</b> | Etats-Unis  | Production industrielle           | sept.-25 | 0.1       |
| <b>19-nov.</b> | Etats-Unis  | Minutes de la Fed                 | avr.-26  |           |
|                | Royaume Uni | Inflation                         | oct.-25  | 3.8       |
| <b>20-nov.</b> | Etats-Unis  | Enquête de la Fed de Philadelphie | nov.-25  | -12.8     |
| <b>24-nov.</b> | Allemagne   | Climat des affaires ifo           | nov.-25  | 88.4      |
| <b>25-nov.</b> | Allemagne   | Croissance du PIB                 | déc.-25  | 0.0       |
| <b>26-nov.</b> | Etats-Unis  | Croissance du PIB                 | sept.-25 | 3.8       |
| <b>28-nov.</b> | France      | Croissance du PIB                 | déc.-25  | 0.5       |
|                | Italie      | Croissance du PIB                 | déc.-25  | 0.0       |
|                | Suisse      | Croissance du PIB                 | sept.-25 | 0.1       |
|                | Suisse      | Indicateur avancé Kof             | nov.-25  | 101.3     |



**MILLENIMUM PATRIMOINE**

Mas de Maruèze – Route de Jol

30700 Saint-Quentin-La-Poterie

Tel : 04 66 57 21 53

[frederic.garnier@millenium-patrimoine.fr](mailto:frederic.garnier@millenium-patrimoine.fr)

Document achevé de rédiger le 31 octobre 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.