

Lettre 37

La hausse des prix du pétrole, une chance pour les producteurs et pour la transition énergétique

« Dans 30 ans, il y aura une immense quantité de pétrole mais pas d'acheteurs. Dans 30 ans, il n'y aura pas de problème avec le pétrole. Le pétrole sera laissé dans le sol... L'âge du pétrole ne prendra pas fin parce que nous manquerons de pétrole »
Sheik Ahmed Zaki Yamani en l'an 2000.

Sheik Ahmed Zaki Yamani en l'an 2000 prévoyait un effondrement de la demande de pétrole à l'horizon de l'année 2030 et ce visionnaire, longtemps ministre du pétrole en Arabie Saoudite, longtemps secrétaire général de l'OPEP, réputé pour ses positions modérées, devrait avoir raison dans ses prédictions, ses prémonitions maintenant vieilles de plus de vingt ans alors que tant d'autres d'experts se laissent abuser par leurs certitudes et tromper par leur cécité.

La transition énergétique s'impose à nous car comme l'écrit *Bill Gates* dans son livre très intéressant, « *Climat, comment éviter un désastre ?* », la demande mondiale d'énergie devrait augmenter de 50% d'ici 2050 et, si rien ne change, les émissions de gaz à effet de serre croîtront presque autant.

Cette transition est coûteuse car elle nécessite des investissements onéreux et il est clair qu'elle n'est pas facilitée par le bas prix du pétrole. A \$70/baril, le litre de pétrole revient à \$0.44, moins cher qu'une boisson non alcoolisée.

Quelles évolutions pour l'offre de pétrole ? Quelles perspectives pour la demande ? Quelles anticipations pour les pays producteurs de brut ? Quelles attentes pour les prix ? Telles sont quelques-unes des questions envisagées dans cette Lettre 37.

Quelles perspectives pour l'offre ?

Les dépenses d'investissement en exploration et production ont atteint un pic en 2014 à plus de \$850 milliards mais l'année dernière, elles sont tombées à \$400 milliards. Elles vont augmenter mais ne retrouveront pas les niveaux d'avant crise car, chacun le sait, les ¾ des gaz à effet de serre proviennent des énergies fossiles et le suivi des Accords de Paris suppose un rapide développement des énergies renouvelables.

Réfléchir à l'évolution de l'offre, c'est dissocier la problématique des sociétés cotées en Bourse de celle des pays producteurs et des compagnies nationales, tout en montrant que même ces derniers ne peuvent s'abstraire des enjeux liés aux changements climatiques.

- Les compagnies pétrolières n'ont d'autre choix que d'investir dans les énergies renouvelables :

Depuis peu, la pression sur les compagnies et leurs banques est avivée et les stratégies de développement ont dû être adaptées aux exigences de développement dans les énergies renouvelables.

En Europe, comme aux Etats-Unis, les acteurs du pétrole, et les banques qui les financent, ne peuvent ignorer l'action exercée par les fonds d'investissement, les ONG, Amazon Watch ou Stand.earth

notamment, et les actionnaires minoritaires pour désinvestir des actifs pétroliers et investir dans les énergies renouvelables.

Selon le spécialiste du secteur Wood Mackenzie, les seuls « Majors » ont cédé \$28 milliards d'actifs depuis 2018 et pourraient en vendre encore pour une trentaine de milliards. Et globalement, selon le cabinet, il y a eu ou il va y avoir \$140 milliards de cessions dans ce secteur. Assurément, un revirement stratégique pour ces « Majors » mais, possiblement, une opportunité pour des entreprises non cotées, pour des fonds d'investissements ou d'autres acteurs hors des radars des vigies du changement climatique.

En Europe, Total, rebaptisé TotalEnergies, tout un symbole, et BP ont opéré cette révision. Le premier consacre \$2,5 milliards de ses \$13 milliards d'investissements annuels aux énergies renouvelables. BP investit également dans le solaire et l'éolien. Royal Dutch, condamné par un tribunal hollandais à réduire ses émissions de CO2 de 45% d'ici 2030, stoppera l'exploration de nouveaux champs d'hydrocarbures dès 2025, se contentera alors d'entretenir les gisements existants et a promis d'atteindre la neutralité carbone en 2050. D'autres sociétés pourraient être affectées par des actions en justice similaires. Les banques, même quand elles financent le négoce de pétrole, sont également montrés du doigt par les ONG comme on l'a vu récemment avec Crédit Suisse et UBS.

Aux Etats-Unis, Exxon, en retard par rapport aux groupes européens dans la transition énergétique a dû se résoudre, sous la pression de BlackRock et d'autres actionnaires à déprécier \$20 milliards d'actifs non stratégiques et à publier une perte de \$22 milliards après un bénéfice de \$14 milliards en 2019. Certes, le groupe refuse d'investir dans la production d'électricité propre mais il se concentre sur la recherche dans l'hydrogène et la capture du carbone. Chevron, l'autre « Major » américain, est incité par les investisseurs à réduire les émissions en aval.

Autant d'exemples, non surprenants, d'une industrie du pétrole ciblée par les fonds activistes, autant d'exemples, également, de pressions contre l'exploration du pétrole de schiste, de la raréfaction et du renchérissement des prêts bancaires. Voilà pourquoi, en dépit de la forte récente appréciation des prix du pétrole, la production américaine est encore 15% inférieure à son acmé de 13Mb/jour de 2019. Voilà pourquoi le nombre de puits de forages, tel que mesuré par Baker Hughes, 376, est loin des niveaux d'avant Covid, 683, compatible avec un objectif de réduction d'un endettement actuel évalué par Wood Mackenzie à près de \$150 milliards mais insuffisant pour maintenir le rythme de production actuel. Voilà pourquoi, les sociétés cotées, inquiètes des actions en justice des actionnaires, jouent la prudence et utilisent leur cash flow à l'amélioration de leurs bilans.

Aux Etats-Unis, les opposants au changement climatique y voient un sacrifice des atouts américains, une perte de l'indépendance énergétique chèrement acquise, au bénéfice de régimes autoritaires et sans profit pour la décarbonation de la planète car la demande de pétrole est toujours là.

- ***Les enjeux pour les pays producteurs et les compagnies nationales :***

A priori, les pays producteurs et les compagnies nationales de ces Etats n'ont guère à s'inquiéter d'ONG mais ils ne peuvent faire fi de la pression en faveur des énergies renouvelables.

Près de \$2000 milliards d'investissements seraient envisagés d'ici 2030 (selon Natural Resource governance institute) par ces sociétés nationales non dépendantes d'actionnaires privés et de la Bourse. Les Emirats (E.A.U) ont porté leur capacité de production de 3.1Mb/j à 3.8Mb/j et ambitionnent de produire 5Mb/j en 2030 pour pouvoir financer la conversion énergétique. La Russie, favorisée par des coûts de production bas, avantagée par la faiblesse de la devise, ne songe pas à se priver des hydrocarbures, 40% de ses recettes budgétaires, même si l'économie est diversifiée. Elle investit \$10 milliards dans les chemins de fer pour faciliter l'exportation de charbon, construit des pipelines pour

vendre son gaz et laisse Rosneft annoncer un projet d'investissement de \$170 milliards au nord de la Russie dans le gaz et le pétrole.

Mais, on peut examiner 4 défis pour les pays producteurs :

D'une part, ils restent trop dépendants des revenus pétroliers : le développement lent et la diversification des économies faible. Tel n'a pas toujours été le cas. Si le pétrole est connu depuis l'Antiquité, en 1900, 90% de la production de pétrole était réalisé aux Etats-Unis ou en Russie et, au Moyen Orient, seul L'Irak avait, sous la tutelle ottomane, une production marginale. Il a fallu attendre 1945 pour assister à un essor rapide de la production des pays arabes.

Aujourd'hui, autant les pays du Golfe ont un PIB/habitant élevé, autant la majorité des autres pays producteurs (syndrome hollandais ?) sont en retard et n'ont pas connu le développement de l'Asie du Sud Est : en 1966, rappelle *Amin Maalouf* dans « *Le Dérèglement du monde* », le revenu/habitant était de \$130/habitant en Corée du Sud contre \$160/habitant pour l'Egypte ; aujourd'hui, il est de \$31 000 en Corée du Sud mais de moins de \$2500 en Egypte, moins riche en pétrole que ses voisins mais plus diversifiée !

Dans les pays producteurs, la rente pétrolière a été accaparée par de petits groupes et n'a pas permis le décollage.

Les hydrocarbures, en 2018, représentaient, selon *Pétriart* dans son livre « *Aux pays de l'or noir* », 65% du PIB en Irak, 60% en Libye, 42% en Arabie saoudite, 40% au Koweït, 30% dans les Émirats et en Algérie. Dans tous ces pays les hydrocarbures apportaient au minimum 80% des recettes d'exportation et, à l'exception de l'Algérie, plus de 80% des revenus des Etats cités.

L'Irak, comme l'Iran, a peu investi dans la diversification de ses revenus. En Libye, au Nigéria, le pétrole représente la moitié des revenus et le réseau électrique est lacunaire.

L'Arabie Saoudite offre une certaine diversification de son économie mais elle est confrontée à une croissance démographique rapide. Le problème, en Arabie saoudite, comme en Algérie, ce sont les faibles créations d'emplois offertes par le développement des hydrocarbures, entre 1,5% et 2,5% de la population active. Ces dernières années, l'Arabie saoudite et le Koweït ont renvoyé hors de leurs frontières beaucoup d'asiatiques et d'africains mais cela n'a pas suffi. En 2020, plus de 60% des Saoudiens entre 20 et 29 ans sont au chômage et les classes moyennes sont touchées par la crise actuelle. De surcroît, dans de nombreux Etats, le taux d'analphabétisme est encore élevé.

Pire est la situation de l'Iran, pays confronté à un taux d'inflation de 40%, un taux de chômage officiel supérieur à 12%, une crise profonde et une production de brut sous embargo américain, à moins de 2Mb/j aujourd'hui. Si un accord est conclu avec les Américains, la production pourrait atteindre 3Mb/j en fin d'année et plus encore l'année prochaine et cela pourrait faire baisser le prix du brut.

Deuxième défi, la croissance de la consommation de pétrole par ces pays est mal maîtrisée : dans les années 90 les pays du Golfe consommaient 13% de leur production de pétrole, en 2010, 25%, aujourd'hui, plus encore. Entre 2010 et 2017, la consommation intérieure de pétrole a augmenté de 7,6% chaque année au Qatar et 4,5% en Arabie saoudite et, comme l'a noté le ministre saoudien du pétrole de l'époque, *Al Naimi*, « A ce rythme le pays pourrait devenir importateur net en 2038 ». A partir des années 2010, les pays producteurs ont commencé à réduire les subventions sur les prix afin de réduire la croissance de la consommation et de préparer à terme une libéralisation des prix. Mais les Printemps arabes ont ralenti ce mouvement. Tout au plus, les pays profitent des moments de baisse des prix du brut pour ne pas ajuster à la baisse les prix à la pompe.

Troisièmement, selon une étude récente de l'AIE (Agence internationale de l'énergie), l'ambition d'atteindre zéro émissions de gaz à effet de serre en 2050 pourrait abaisser les revenus des pays producteurs de 75% d'ici les années 2030, même si la part de l'OPEP dans la production mondiale augmente à plus de la moitié. Comme le notent les auteurs du rapport de la CIA, « Le Monde en 2040 », les producteurs de pétrole, 8% du PIB de la planète et 900 millions d'habitants, pourraient être confrontés à d'importantes pertes de revenus dans un scénario de décarbonisation agressive.

Cette transition limitera en outre la capacité de ces pays à utiliser l'énergie comme outil de coercition ou d'action politique car les systèmes énergétiques deviendront plus décentralisés.

Quatrièmement, il faut investir dans le renouvelable : des pays aussi divers que le Canada, les Emirats, la Norvège, l'Australie sont engagés dans la transition. Les pays producteurs, au Moyen Orient ne sont pas nécessairement les plus gros pollueurs mais ils ne peuvent négliger le réchauffement de la planète et les difficultés à développer les productions agricoles car l'incidence sur la désertification, l'insécurité alimentaire et hydrique, le risque de montée des eaux, sont des problèmes concrets pour chacun. Impossible pour eux d'ignorer le réchauffement dans l'Arctique, trois fois plus rapide que dans le reste du monde, car, depuis la fin du XIXème, la fonte de la glace a déjà provoqué une hausse du niveau de la mer de 20 à 23 centimètres. Ces vingt prochaines années, elle pourrait susciter une nouvelle hausse de 7 à 36 centimètres qui n'épargnerait pas les pays du Golfe.

Pour pallier les risques, pour diversifier leurs exportations, plusieurs Etats se sont dotés de fonds souverains puissants. L'Arabie saoudite et l'Algérie ont remboursé dans les années 2000 les dettes contractées pendant les années 1980 et 1990 mais les dépenses militaires sont en forte hausse et les fonds souverains sont souvent utilisés pour investir dans des sociétés étrangères et non pour investir dans des industries locales.

La promotion de l'après pétrole avait été inauguré dès 1996, avec Oman. En 2008, ce furent Bahreïn et le Qatar avec des plans 2030. En 2010, le Koweït a lancé un plan 2035 et, en 2016, l'Arabie saoudite a annoncé un plan 2030. Les entreprises pétrolières nationales comme l'Aramco ou la Sonatrach sont soucieuses de jouer un rôle pionnier dans le développement des énergies renouvelables et, pour y parvenir, l'Aramco veut accroître sa capacité de production de 12 à 13Mb/j. Les Emirats, dans le même esprit, veulent investir \$120 milliards pour porter d'ici 2030, leur capacité de production de brut de 3.1Mb/j à 5Mb/j afin d'engranger des recettes susceptibles de financer la transition.

Dans la majorité des plans, il y a le but d'attirer des investisseurs étrangers mais ce n'est pas toujours évident. Devant l'importance du débouché asiatique, environ 70% des exportations de brut saoudien et plus de 90% les exportations des Émirats, les entreprises chinoises, japonaises et coréennes sont devenues des interlocuteurs privilégiés dans des projets de développement d'énergies renouvelables et elles multiplient les investissements dans les consortiums avec des entreprises locales.

Mais, dans ces pays où le gaz et le pétrole sont abondants et peu chers, les énergies alternatives restent peu compétitives et ainsi, plus de 60% de la production d'électricité est réalisée avec le gaz naturel, le reste essentiellement avec le pétrole.

A cause de la crise de la Covid, des ponctions ont été opérées dans les fonds souverains pour couvrir les déficits et des projets d'investissement ont dû être reportés.

La demande et les prix du pétrole :

La demande, dans beaucoup d'usages présente un caractère incompressible :

A court terme, on assiste à une forte reprise de la demande dans les pays de l'OCDE. Ne serait-ce qu'aux

Etats-Unis, la consommation s'accroît de 1.5 million baril/jour pour le plus grand bénéfice des raffineurs. Pour l'ensemble des pays développés, l'OPEP évalue à 2.7Mb/j le surcroît récent de la demande et à 3.1Mb/j la hausse en fin d'année. Ainsi, au 3^{ème} trimestre, la demande mondiale pourrait, selon **BIS Markit**, atteindre 99Mb/j à une encablure des 102Mb/j enregistrés avant la crise. A moyen terme, la demande des pays émergents d'Asie va rester forte.

Autre frein à la diminution de la demande, les transports : près de 60% de la consommation mondiale est dans les transports et, même si les producteurs d'automobiles vont investir \$330 milliards dans l'électrique ces prochaines années, même si Stellantis, par exemple, promet 70% de ventes de voitures électriques en Europe d'ici 2030, le renouvellement du parc, un milliard de véhicules dans le monde, sera lent et convertir les avions et les camions à l'électrique pose des problèmes. Dernier grand consommateur, l'industrie, un tiers de la demande, et là, également, la reprise est vive et la substitution lente.

Dans une optique à moyen terme, l'AIE exhorte les pays émergents à faire des efforts car, avec 2/3 de la population mondiale, ils vont représenter 90% des nouvelles émissions. Mais les investissements annuels nécessaires dans les énergies propres sont évalués par l'AIE à \$1000 milliards/an contre \$150 milliards aujourd'hui. Les pays émergents se défendent en invoquant leur manque de capitaux et on ne voit pas comment interdire aux 800 millions de personnes aujourd'hui sans accès à l'électricité de faire des émissions de carbone demain. Parmi les pays développés, le Japon, importateur de 90% de ses besoins énergétiques, investit massivement dans l'hydrogène et il n'est pas le seul mais les capitaux disponibles sont plus importants.

Un prix du baril soutenu arrange tout à la fois les producteurs de brut et les investisseurs dans le renouvelable :

Le prix a toujours été volatile : en 1998, il était à 20\$/b, en 2008, à 150\$ avant de chuter à 40\$ fin 2008 et de remonter à nouveau à 100\$ fin 2010, lors des premières manifestations du Printemps arabe en Tunisie, puis 120\$ en 2013 grâce à la reprise de la demande et à l'interruption de la production dans les pays, comme la Libye, bousculés par les Printemps arabes. Ce niveau de prix, supérieur à celui enregistré lors des 2 chocs pétroliers, s'expliquait par la forte croissance de la demande chinoise et la paralysie de l'industrie pétrolière irakienne après l'invasion américaine en 2003.

L'Arabie saoudite a souvent joué le rôle de « Swing producteur », le meilleur exemple ayant été, au lendemain du 2^{ème} choc pétrolier, quand la production a baissé de 10 millions de barils jour en 1981 à 2,2 millions barils par jour en août 1985. Inquiet du tarissement de la demande, le Royaume saoudien avait adopté une stratégie de prix modérés pour encourager la consommation et ralentir l'adoption de nouvelles énergies.

En 2014, la chute des prix du pétrole fut la conséquence du ralentissement de la croissance économique en Chine et de la décision de l'Arabie saoudite de casser la rentabilité et la dynamique de développement des producteurs américains de pétrole et de gaz de schiste par des prix bas. Le coût de cette politique fut élevé pour tous les producteurs et ainsi, les réserves de changes de l'Algérie passèrent de 200 milliards de dollars en 2013 à la moitié en 2017 et celles de l'Arabie saoudite diminuèrent de \$745 milliards à 510 milliards. Le déficit budgétaire de l'Arabie saoudite passa à 100 milliards en 2015.

En 2016, les prix remontèrent grâce à un accord de limitation de la production entre les pays de l'OPEP et la Russie.

Les restrictions à l'offre de 9.7Mb/j l'année dernière sont encore de 5./Mb/j. Le baril de Brent s'échange à \$75/baril et l'appréciation depuis le début de l'année excède 45%. Le cours a dépassé le niveau d'avant Covid mais Biden, déterminé à ne pas tolérer une reprise de la production américaine dans des zones

comme l'Alaska, fait pression sur l'OPEP pour accroître l'offre et alléger les pressions à la hausse des prix.

La hausse des cours pourrait se poursuivre : d'une part, les pays de l'OPEP, conscients qu'ils regagnent une emprise sur la production, tardent à ouvrir les vannes de la production ; d'autre part, des prix élevés servent tout à la fois les besoins des pays producteurs et l'objectif de développement des énergies renouvelables. Coûteuses à développer, elles gagnent ainsi en compétitivité. Reste à envisager un retour probable de l'Iran sur le marché car il pourrait ajouter 1.5% à 2% à l'offre mondiale.

Conclusion : « *Agis de façon que les effets de ton action ne soient pas destructeurs pour la possibilité future d'une telle vie* ». **Hans Jonas** dans Le Principe responsabilité.

- **Sous l'angle de la transition**, l'exhortation de **Hans Jonas** doit être entendue car si les émissions de gaz à effet de serre ont diminué de 6% en 2020, un chiffre proche de celui fixé dans l'Accord de Paris, l'année a été exceptionnelle. **L'étude annuelle de BP** montre qu'en 2020, les capacités mondiales de production dans l'énergie solaire ont augmenté de 22% et celles des éoliennes de 18% mais globalement les énergies renouvelables ne représentent que 6% du bilan énergétique contre 31% pour le pétrole, 27% pour le gaz, 25% pour le gaz et le solde pour le nucléaire et l'hydroélectrique. Le chemin de la neutralité carbone est donc long.
- **Sous l'angle sectoriel**, l'**AIE**, Agence internationale de l'énergie, conjure les compagnies et les Etats producteurs à stopper l'exploration pétrolière d'ici 2050 pour parvenir à l'objectif de zéro émission gaz à effet de serre mais la demande est toujours là et les substituts sont plus onéreux.
- **Sous l'angle de la demande**, la consommation mondiale d'énergie a diminué selon **BP** de 4.5% en 2020, du jamais vu, mais la dépendance au pétrole persiste dans les transports, 60% de la consommation mondiale, et celle-ci va persister même si le parc de voitures électriques se densifie. Il y a certes des économies d'énergie dans les pays développés et une moindre croissance démographique mais la hausse du niveau de vie dans les pays émergents implique une croissance de la consommation d'hydrocarbures et camions ou avions ne sont pas prêts d'utiliser des batteries électriques.
- **Sous l'angle des sociétés** cotées en Bourse, les attentes des investisseurs sont grandes. Aux yeux de beaucoup, les entreprises peuvent et doivent faire plus que les gouvernements en faveur du climat. Certes, la communication active sur les désinvestissements ne saurait masquer, parfois, la poursuite de la production dans le cadre de « joint ventures » non consolidées. Mais, les sociétés pétrolières sont victimes de leur image et d'un rejet par nombre d'investisseurs et n'en sont que d'autant sous-évaluées en Bourse. Avantagées par une génération importante de cash et un faible endettement, elles financent pourtant des investissements massifs dans les énergies renouvelables. Les « Majors » sont souvent les plus gros investisseurs dans la transition énergétique et, à ce titre devraient, de plus en plus, figurer dans les fonds ESG. Ces « Majors » bénéficieraient d'une revalorisation, plus justifiée que celle des 25 plus grosses sociétés de production américaines dont la capitalisation a pourtant doublé cette année quand l'indice S&P500 n'est en hausse que de 16%.
- **Sous l'angle des écologistes** et des activistes, la focalisation sur les grandes sociétés cotées est excessive car elles ne détiennent, selon l'AIE, que 12% des réserves mondiales d'hydrocarbures et ne réalisent que 15% de la production. Le projecteur et les pressions devraient être portés sur les compagnies nationales des pays producteurs parfois moins soucieuses de réduire les émissions de gaz.
- **Sous l'angle des pays**, longtemps les Etats-Unis ont été les premiers pollueurs de la planète, aujourd'hui, la Chine a pris cette place et est responsable de 29% des émissions de gaz à effet de

serre devant les Américains, 16%, et l'Union européenne 12%. L'Inde est également un gros pollueur mais tous les pays sont évidemment concernés. Les émissions/habitant sont doubles aux Etats-Unis de celle des Chinois. Premier pays pollueur, la Chine est également première dans les investissements pour les énergies renouvelables : la Chine contrôle bien la filière solaire, et la filière électrique avec 50% des capacités de production de lithium, bientôt 50% de celles de cobalt et beaucoup des capacités de nickel.

- **Sous l'angle économique**, la récente envolée des prix va fortifier les pays producteurs comme la Russie et les pays du Golfe mais fragiliser la croissance des pays émergents (sous-pondérés dans notre stratégie de placement), aggraver leur déficit des paiements courants et accroître l'inflation mais elle ne cassera pas la reprise des pays développés car les services, plus de 70% du PIB, consomment beaucoup moins de pétrole que l'industrie, 10 à 20% du PIB, et car dans le bilan énergétique, les énergies renouvelables, en Europe par exemple, représentent 20% du total. Ainsi, au cours actuel, la facture pétrolière est inférieure à 3% du PIB et les ménages pourront compter sur leur épargne supplémentaire pour absorber une hausse du prix de l'essence.

Genève, le 12 juillet 2021

Bruno Desgardins



Bruno Desgardins
CIO
Switzerland

SingAlliance (Switzerland) SA
16bis rue de Lausanne
1201 Genève
Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@sing-alliance.com



SingAlliance Pte Ltd
20 McCallum Street
#18-01 Tokio Marine Centre
Singapore 069046
T: +65 6303 5050
E: info@sing-alliance.com

SingAlliance (Hong Kong) Ltd
1205, 12/F Bank of America Tower
12 Harcourt Road, Central
Hong Kong
T: +852 3611 7790
E: info.hongkong@sing-alliance.com

Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.