

## Commentaires trimestriels sur l'économie et les marchés 30 juin 2024

L'élément principal qui rend l'investissement intelligent si difficile est peut-être le fait que les deux principaux thèmes - le momentum et le retour à la moyenne - sont souvent en conflit. La tendance est votre amie est un truisme du marché et l'ignorer peut s'avérer risqué. Dans le même temps, l'élastique ne peut être étiré que jusqu'à un certain point et les tendances qui s'éloignent trop de la moyenne peuvent s'attendre à des corrections, souvent inattendues et parfois violentes. Occasionnellement, les tendances qui s'écartent trop de la moyenne pendant trop longtemps peuvent conduire à une bulle d'actifs qui, à son tour, peut conduire à un événement de retour à la moyenne (c'est-à-dire à une panique ou à un krach). Les bulles boursières américaines ont été relativement rares. On peut dire qu'il y en a eu cinq au cours des 150 dernières années. Malheureusement, les bulles ne peuvent être identifiées avec certitude qu'après coup. Avec le recul, elles ne sont que trop évidentes et nous nous demandons comment les investisseurs ont pu être aussi stupides pour ne pas les voir. Pourtant, si l'on fait abstraction du fait que le recul est de 20/20, il existe des raisons parfaitement compréhensibles pour lesquelles les gens ne "voient pas". Tout d'abord, il y a ce que nous appelons aujourd'hui la FOMO, "la peur de manquer", qui n'a rien à voir avec l'intelligence. En 1720, Issac Newton, l'une des personnes les plus intelligentes de tous les temps, possédait des actions de la South Sea Company qu'il a vendues avec profit lorsqu'elles sont devenues, selon lui, surévaluées. Comme l'action continuait à monter et que ses amis lui parlaient de l'argent qu'ils gagnaient, il a racheté des actions et a finalement perdu 1,2 million de livres sterling (valeur de 2021). "Je peux calculer le mouvement des étoiles, mais pas la folie des hommes", a-t-il déclaré. Il y a aussi l'investisseur à succès Stan Druckenmiller, protégé de George Soros, qui raconte : "En janvier 2000, je suis entré dans le bureau de Soros et j'ai dit que je vendais toutes nos actions dans le secteur de la technologie. Vers le mois de mars, je n'avais plus qu'à jouer. Je n'ai pas pu m'en empêcher. Je crois que j'ai raté le sommet d'une heure environ. J'ai acheté pour 6 milliards de dollars d'actions technologiques et, six semaines plus tard, j'avais quitté Soros en ayant perdu 3 milliards de dollars sur ce seul coup. Vous me demandez ce que j'ai appris. Je n'ai rien appris. Je savais que je n'étais pas censé faire cela". Pour ceux qui "voient", mais ne capitulent pas, il y a toujours la probabilité d'être tourné en dérision par le public et de voir leur carrière compromise. Dans les années 1920, Paul Warburg, fondateur très respecté de la Réserve fédérale, a mis en garde contre la spéculation et une dangereuse bulle boursière. Pour ses problèmes, il a été surnommé "le Cassandre de Wall Street", a fait l'objet de moqueries publiques et a été hué lorsqu'il entrait dans son club d'hommes. Dans les dernières nouvelles, le principal stratège de marché de JP Morgan, Marko Kolanovic, est au chômage, car il a annoncé une récession qui ne s'est pas (encore) concrétisée et n'a pas vu venir le boom de l'intelligence artificielle de ces 18 derniers mois. Enfin, bien qu'il y ait toujours un tas de spéculations vers la fin d'un mouvement de hausse, il y a aussi toujours un scénario apparemment crédible qui explique pourquoi les prix peuvent encore augmenter. En 1929, Business Week écrivait : "Il s'agit de la plus longue période de hausse pratiquement ininterrompue des prix des titres de notre histoire. L'illusion sur laquelle elle repose est que les conditions et exigences fondamentales du progrès et de la prospérité ont changé, que les vieux principes économiques ont été abrogés, que les bénéfices des entreprises sont destinés à croître plus rapidement et sans limite, et que l'expansion du crédit ne peut avoir de fin." Ajoutez à cela une référence à l'intelligence artificielle et vous comprendrez que cet ouvrage n'aurait pas pu être écrit

aujourd'hui. Pourtant, Sir John Templeton nous avertit que "les quatre mots les plus dangereux en matière d'investissement sont : Cette fois, c'est différent". Les trois premières règles d'investissement du légendaire Bob Farrell sont les suivantes : (1) Les marchés ont tendance à revenir à la moyenne au fil du temps ; (2) Les excès dans une direction entraîneront un excès opposé dans l'autre direction ; (3) Il n'y a pas de nouvelles époques - les excès ne sont jamais permanents. Enfin, Jesse Livermore, l'un des plus célèbres négociants en valeurs mobilières de tous les temps, a déclaré : "Il n'y a rien de nouveau à Wall Street. C'est impossible, car la spéculation est vieille comme le monde. Tout ce qui se passe aujourd'hui sur le marché boursier s'est déjà produit par le passé et se reproduira à l'avenir.

Qu'en est-il du marché boursier américain aujourd'hui ? Le Financial Times note que "le momentum - une stratégie qui consiste à acheter ce qui gagne et à vendre ce qui perd du terrain - est toujours une force puissante sur les marchés, mais sa surperformance depuis que ChatGPT a déclenché la frénésie de l'intelligence artificielle a été d'une ampleur jamais vue auparavant et a dépassé le sommet atteint lors de la bulle Internet de 2000". Cela s'est vérifié au cours du deuxième trimestre, comme l'explique Joe Calhoun d'une manière qui mérite d'être reproduite : "Le deuxième trimestre a été l'un des plus étranges de mes 33 ans de carrière. Si vous déteniez des actions de croissance à grande capitalisation, vous avez passé un bon trimestre ; si vous déteniez presque n'importe quoi d'autre, vous ne l'avez pas fait et vous avez probablement perdu de l'argent. Je ne sais pas quand le marché baissier des bonnes actions prendra fin, mais ce n'était pas le cas ce trimestre. Qu'est-ce que j'entends par "ce qu'il faut faire" ? Eh bien, il y a certaines choses que la recherche et l'histoire disent qu'il est prudent de faire, mais la seule façon de (rivaliser avec le S&P 500) au cours de la dernière décennie a été de les ignorer. Diversifier, non, il suffit d'acheter le S&P 500 (qui n'est pas très diversifié). Diversifier à l'échelle internationale ? C'est raté. Diversifier les actions à moyenne/petite capitalisation ? Perdant. Acheter des actions en se basant sur les fondamentaux, comme les ratios prix/ventes. Perdant. Posséder des actifs ayant une corrélation faible ou négative avec le S&P 500. Perdant. Morningstar suit 370 fonds d'allocation d'actifs. Un seul a battu le S&P 500 sur une base ajustée au risque depuis 2009. Selon les fonds Cambria, les portefeuilles largement diversifiés ont sous-performé le S&P 500 au cours de 13 des 15 dernières années, ce qui n'est arrivé qu'une seule fois au cours du siècle dernier". Les obligations ont atteint le seuil de rentabilité au deuxième trimestre, mais sont en proie au plus long marché baissier de l'histoire (près de quatre ans), au cours duquel les obligations du Trésor ont perdu près de la moitié de leur valeur. Au cours des sept dernières années, la quasi-totalité des gains d'un portefeuille 60/40 actions/obligations américaines ont été réalisés par les actions. Les actions américaines surpassent les actions internationales depuis 16 ans, et de beaucoup, et se situent actuellement à 3 écarts-types au-dessus de la moyenne de la surperformance historique des actions américaines, ce qui constitue un record. Il convient de noter que, sur les 30 années allant de 1980 à 2010, le rendement des actions américaines et européennes a été le même. De même, les actions américaines à grande capitalisation ont surperformé les actions à petite capitalisation pendant 14 ans, soit la plus longue période jamais enregistrée. L'indice Russell 2000 des petites capitalisations n'a jamais connu une période aussi longue sans enregistrer un nouveau sommet lorsque le S&P 500 atteignait de nouveaux sommets. Depuis 2009, les actions à faible capitalisation ont enregistré une sous-performance spectaculaire, alors qu'entre 1930 et 1980, elles avaient surperformé de manière spectaculaire. Enfin, les actions dites "de valeur" ont reculé par rapport au S&P 500 pendant plus d'une décennie, ce qui a conduit certains à proclamer que l'investissement de valeur était mort. La sous-performance de tant de secteurs du marché est à l'origine du discours de Calhoun sur la futilité apparente de concepts aussi anciens que la diversification et l'investissement axé sur la valeur.

Toutefois, il n'a pas suffi de détenir des actions américaines à grande capitalisation au cours du deuxième trimestre. Bespoke Investment Group a divisé l'indice Russell 1000 (grandes capitalisations) en déciles et a calculé leur performance au deuxième trimestre. Le seul décile qui a enregistré une

hausse est celui des 100 plus grandes actions, qui ont progressé de 0,76 %, contre un gain de 4 % pour l'indice pondéré en fonction de la capitalisation. L'action moyenne a baissé de 4 % et le décile des 100 plus petites actions a baissé de près de 10 %. Même si la performance de l'indice Russell 1000 a été médiocre, il a surpassé l'indice Russell 2000 à plus petite capitalisation de la manière la plus importante depuis le début des données en 1979. À l'instar de la performance "sous le capot" de l'indice Russell 1000, seules 25 % des actions du S&P 500 ont dépassé l'indice depuis le début de l'année, soit le pourcentage le plus bas depuis au moins 50 ans. L'indice canadien TSX et l'indice Dow Jones des valeurs industrielles ont tous deux baissé au cours du trimestre et n'ont progressé que d'environ 4 % depuis le début de l'année, soit à peu près la même chose que l'action moyenne du S&P 500 (la plus forte sous-performance de l'action moyenne par rapport à l'indice depuis au moins 1990).

Alors, qu'est-ce que c'est que cette histoire de nouveaux sommets pour le S&P 500 et de bonne santé des actions ? En un mot, les "Magnificent 7", qui ont progressé de 17 % au cours du trimestre et de 37 % au cours du semestre, et plus particulièrement Nvidia, qui a augmenté de 37 % au cours du trimestre et de 150 % au cours du semestre. Cinq noms bien connus représentent 60 % de la performance du S&P 500 depuis le début de l'année et 44 % des gains réalisés depuis le début de 2022 proviennent d'un seul titre. Il s'agit là d'une dynamique qui s'emballa. S'agit-il d'une bulle ? Bien sûr, nous ne le saurons que bien plus tard, mais il y a certainement de bonnes raisons de penser que cela pourrait être le cas. Au cours de la dernière décennie, le secteur technologique du S&P 500 a enregistré un rendement trois fois supérieur à celui du S&P 500 et représente près d'un tiers de l'indice, alors qu'il n'en représentait que 6 % en 1990. La capitalisation boursière des "Magnificent 7" est plus importante que celle de toutes les valeurs mondiales de l'énergie, des matériaux de base, des services publics et des transports réunies. Au plus haut niveau atteint par Nvidia en juin, trois titres (dont Apple et Microsoft) avaient une valeur de marché supérieure à l'ensemble du marché boursier chinois et égale au PIB de l'Allemagne, de la France et du Royaume-Uni réunis. Elles représentent 20 % du S&P 500 et près de 10 % de la valeur totale du marché boursier mondial. Il a fallu 20 jours à Nvidia pour ajouter 1 000 milliards de dollars de capitalisation boursière, soit plus que la capitalisation boursière totale de Berkshire Hathaway, que Warren Buffett a mis 60 ans à construire. Les risques de concentration étaient typiques des bulles de 1929, des années 1960 et de l'an 2000 et, selon l'indicateur utilisé, il pourrait s'agir de la plus forte concentration jamais observée. Le volume quotidien d'actions de Nvidia est dix fois supérieur à celui des autres actions du groupe Magnificent 7, et les FNB à effet de levier sur Nvidia ont rapporté 750 millions de dollars en une semaine en juin. Les marchés dominés par une poignée d'actions favorites sont typiques de l'action surévaluée ; en effet, la règle numéro 7 de Bob Farrell stipule que "les marchés sont les plus forts lorsqu'ils sont larges et les plus faibles lorsqu'ils se réduisent à une poignée de valeurs sûres". En ce qui concerne les années 1920, John Brooks écrit : "Le boom de 1929 était, en fait, assez étroit et sélectif. Il s'agissait d'un boom des actions les plus activement négociées portant les noms des entreprises les plus célèbres, mais ce n'était absolument pas un boom des actions secondaires". En 1977, le magazine Fortune, parlant de la bulle des Nifty Fifty, écrivait : "Le marché à deux niveaux se composait en réalité d'un seul niveau et de beaucoup de décombres en dessous. Qu'est-ce qui a permis au Nifty Fifty de se maintenir ? L'illusion que ces entreprises étaient si bonnes que peu importait le prix que vous payiez pour elles, leur croissance inexorable vous tirerait d'affaire". John Kenneth Galbraith a également écrit à propos de l'ère Nifty Fifty/GoGo : "Le concept même des actions glamour est une reproduction parfaite de 1929 et, dans une mesure extraordinaire, les industries sont les mêmes. En 1929, l'action vedette était une entreprise d'électronique - RCA - alors que le mot "électronique" n'avait pas encore été inventé. Les investisseurs pensaient qu'il devait y avoir de la magie dans tout processus industriel qu'ils ne comprenaient pas, et c'est encore le cas aujourd'hui. Dans le même ordre d'idées, un récent article de CNN observe que la plupart des acheteurs de Nvidia ne savent pas vraiment ce qu'elle fait.

Ce qui nous amène à faire des comparaisons entre aujourd'hui et le boom des "dot.com", en particulier entre les cinq dernières années de la course de Cisco jusqu'à son pic de mars 2000 et Nvidia aujourd'hui. Aussi incroyable que cela puisse paraître, le rendement de 3 440 % de Nvidia a fait passer son ratio prix/ventes de 9 à 42, alors qu'elle a dépassé Microsoft pour devenir la plus grande entreprise du monde (en termes de capitalisation boursière). Le rendement de 3 590 % de Cisco a fait passer son ratio prix/ventes de 7 à 39, alors qu'elle a dépassé Microsoft pour devenir la plus grande entreprise du monde. Il convient de noter que les actions de Cisco ont chuté d'environ 80 % pendant la crise des "dot.com", mais qu'en 2003, ses bénéfices étaient plus élevés qu'en 2000 et qu'en 2010, alors que les actions avaient encore chuté de 70 %, les ventes et les bénéfices atteignaient de nouveaux sommets. Cela met en lumière le commentaire fait récemment par un analyste : "Il y a une magnifique différence entre une magnifique entreprise et une magnifique action - la différence réside dans une magnifique évaluation". Au cours des 50 dernières années, la seule fois où le S&P 500 a surpassé le S&P à pondération égale de plus de deux ans a été en 1998-99. La surperformance des grandes capitalisations (S&P 500) par rapport aux petites capitalisations (Russell 2000) est à son maximum depuis 1999. Il s'agissait alors d'un retour à la moyenne puisque, au cours des sept années suivantes, le Russell a gagné 90 % contre 10 % pour le S&P. La surperformance des actions de croissance par rapport aux actions de valeur est à son plus haut niveau depuis 2000. Le résultat a été une fois de plus un retour à la moyenne, puisque les valeurs de croissance ont chuté de 27 % et les valeurs de valeur ont augmenté de 84 %. En 1999, le magazine Barron's a écrit "What's Wrong, Warren" (Qu'est-ce qui ne va pas, Warren ?), affirmant que Buffett perdait sa touche magique, Berkshire Hathaway ayant chuté de 40 % par rapport à son sommet, alors que "le marché" atteignait des sommets inégalés. Que s'est-il passé ensuite ? Le S&P 500 a chuté de 40 % et Berkshire a progressé de 50 %. Les investisseurs semblent s'accommoder d'un ratio cours/ventes d'environ 8 pour les 7 Magnifiques, comme si de rien n'était, alors qu'il n'était que de 3 il y a dix ans. En 2002, Scott McNealy, PDG de Sun Microsystems, l'une des valeurs vedettes de l'époque, s'est lancé dans une célèbre diatribe sur le fait qu'il était fou pour les investisseurs de payer dix fois les revenus. Au-delà des excès entourant l'intelligence artificielle, le sentiment général des investisseurs est à un niveau record ou presque, l'allocation en actions est à un niveau record ou presque, les valorisations sont à un niveau record ou presque, les niveaux de liquidités sont à un niveau record ou presque et, enfin et surtout, les vendeurs à découvert, ceux qui parient sur la chute des prix des actions, ont été presque éliminés (en effet, l'un des plus importants, Jim Chanos, a fermé ses fonds). Le géant des fonds d'investissement, Vanguard, qui n'est guère connu pour sa tendance baissière, prévoit un retour à la moyenne au cours de la prochaine décennie, les actions internationales, les actions américaines de petite capitalisation, les actions de valeur américaines et les obligations surperformant les actions de croissance américaines, les actions de grande capitalisation et les actions américaines en général. Ils s'attendent à ce que les actions de croissance américaines produisent des rendements réels négatifs.

Un retour à la moyenne au cours de la prochaine décennie ? L'histoire suggère qu'ils auront raison, mais qu'en est-il à plus court terme ? Ici, ceux qui croient vraiment au pouvoir et au potentiel de l'I.A. pensent qu'il y a encore du chemin à parcourir. Mustafa Suleyman, PDG de Microsoft AI, par exemple, pense que nous n'en sommes qu'au début d'une "expérience transformatrice". Un autre fan, qui compare le boom de l'I.A. à l'introduction du navigateur Netscape, déclare : "Regardez ce qui s'est passé entre 1995 et 2000. L'inflation a baissé, les marges bénéficiaires ont augmenté. Nous sommes aujourd'hui dans une situation comparable, probablement similaire à celle de 1996-1997." Un troisième analyste, dans un article intitulé "Tech looks Bullet Proof Despite High Valuations and Narrow Markets" opine : "Je m'attends à des prix plus élevés d'ici la fin de l'année et jusqu'en 2025, car les valorisations élevées sont justifiées par l'incroyable croissance des bénéfices des entreprises et la promesse d'une croissance continue due à d'énormes améliorations de la productivité." Bien entendu, si l'on examine les époques précédentes marquées par d'importantes avancées technologiques - du télégraphe et du

chemin de fer au smartphone et à l'internet - on constate que les booms boursiers qui en ont découlé n'ont pas été si différents, en termes corrigés de l'inflation, et qu'ils ont toujours été suivis d'une période pluriannuelle de régression vers la moyenne. Suggérer que quelque chose de radicalement différent va se produire cette fois-ci revient à suggérer que Templeton, Farrell et Livermore vont se tromper. Comme toujours, nous ne le saurons qu'après coup, mais même s'il s'avère qu'il n'y a pas de "nouvelle ère", cela ne signifie pas que l'actuelle hausse due à l'élan doit atteindre son point culminant en juillet 2024.

Pour une perspective à plus court terme, il est peut-être utile d'examiner l'état de l'économie américaine et mondiale. Comme dans le cas de l'I.A. et du marché boursier, les investisseurs sont tentés de croire que la situation est différente cette fois-ci. En 2022, alors que les banques centrales du monde entier commençaient à relever les taux d'intérêt et que les cours des actions chutaient, les économistes américains ont commencé à prévoir une récession et des cours des actions encore plus bas en 2023. Toutefois, en 2023, sans récession aux États-Unis et avec des cours boursiers en hausse, la majorité des investisseurs et des économistes ont commencé à croire que la Réserve fédérale avait réussi le fameux "atterrissage en douceur" (c'est-à-dire qu'elle avait ramené l'inflation à un niveau acceptable sans qu'une récession ne soit nécessaire). De nombreuses raisons plausibles ont été avancées pour expliquer la résistance de l'économie américaine. D'une part, les secteurs cycliques - la construction résidentielle, l'industrie manufacturière et les biens durables - qui sont particulièrement sensibles au resserrement des conditions de crédit, représentent une part moins importante de l'économie qu'auparavant. Par exemple, l'industrie manufacturière représentait 66 % de la capitalisation boursière du S&P 500 en 1980, contre 18 % aujourd'hui. Deuxièmement, dans le cycle actuel, seuls 11 % de la dette des ménages américains ont un taux d'intérêt ajustable et le taux d'intérêt moyen pondéré des entreprises du S&P 500 a à peine bougé, de sorte que l'impact de la hausse des taux a été atténué. Enfin, la stimulation fiscale a été massive et sans précédent dans un contexte autre que celui d'une guerre. Bien que ces facteurs aient permis à l'économie américaine d'être plus forte plus longtemps qu'elle ne l'aurait été autrement, l'histoire suggère qu'une récession a probablement été retardée, mais pas évitée.

L'ampleur des hausses de taux d'intérêt a été plus importante et a poussé le taux réel des Fed Funds plus loin que le taux d'intérêt naturel, comme cela n'a été le cas dans aucun des cycles des 35 dernières années au moins. Toutes les récessions des 50 dernières années - et, selon certains, des 150 dernières années - ont été précédées d'une inversion de la courbe des taux (taux courts plus élevés que les taux longs) provoquée par un resserrement des conditions monétaires. Dans ce cycle, la courbe des rendements est inversée depuis une durée record et la dynamique actuelle de la courbe indique que les probabilités de récession sont supérieures à 95 %. Les seules périodes d'inversion de la courbe des rendements dans l'après-Seconde Guerre mondiale qui soient à peu près comparables à celles d'aujourd'hui ont conduit aux trois grandes récessions des 80 dernières années.

Entre-temps, les signes de faiblesse de l'économie américaine refusent de se dissiper et, au contraire, s'accroissent. L'indice des indicateurs économiques avancés du Conference Board, qui a prédit sans problème les récessions des 65 dernières années, n'a pas augmenté depuis 27 mois, ce qui est un record. Comme pour la courbe de rendement, les seules autres périodes de faiblesse prolongées ont précédé les deux récessions les plus graves de l'après-Seconde Guerre mondiale. Les petites entreprises sont plus pessimistes qu'elles ne l'ont jamais été au cours des 40 dernières années, à l'exception de la crise financière mondiale. Le rapport ISM sur les entreprises a montré que le secteur manufacturier américain s'est contracté en juin pour la 19e fois au cours des 20 derniers mois. Le pourcentage d'Américains qui prévoient d'acheter un logement est inférieur aux niveaux atteints lors des onze dernières récessions et le pourcentage de ceux qui prévoient d'acheter une voiture est inférieur aux niveaux atteints lors de dix d'entre elles. Les préoccupations économiques ne se limitent

pas aux États-Unis. La Chine, le Japon, l'Europe et le Royaume-Uni, qui représentent 42 % du PIB mondial, sont tous en difficulté. Bien sûr, la seule grande cloche qui n'a pas sonné est celle du chômage, mais, même là, les choses commencent à se détériorer. Le taux de chômage aux États-Unis est passé de 3,4 % à 4,1 %, au Canada de 5,0 % à 6,4 %, en Suède de 7,1 % à 8,3 %, et le taux de chômage de 6,0 % en Allemagne est le plus élevé depuis deux ans.

Bien entendu, lorsqu'il s'agit de faiblesse économique, de nombreux membres de la communauté des investisseurs disent : "Allez-y !", car cela signifie un assouplissement monétaire important. La part des banques centrales mondiales dans les cycles d'assouplissement a déjà atteint son plus haut niveau depuis mars 2022 et ce chiffre devrait doubler d'ici le quatrième trimestre de cette année. Mais si l'assouplissement monétaire est incontestablement une bonne nouvelle pour les obligations et certains secteurs du marché boursier, l'impact positif de la baisse des taux d'intérêt sur l'économie et sur les actions en général peut prendre un certain temps avant de se manifester. Dans le cas des six dernières récessions américaines, le PIB n'a atteint son niveau le plus bas en moyenne que plus de deux ans après la dernière hausse des taux, et l'effet économique d'une courbe inversée s'est toujours fait sentir pendant une période de 15 mois ou plus après la désinversion de la courbe (les taux courts tombent en dessous des taux longs), ce qui ne s'est pas encore produit dans le cycle actuel. En outre, depuis la Seconde Guerre mondiale, 13 des 14 cycles de hausse des taux d'intérêt ont conduit à une récession des bénéfices et celui qui ne l'a pas fait était très différent (par exemple, la courbe de rendement ne s'est jamais inversée). Ce point est important car la baisse des cours boursiers a été - sans surprise - corrélée à une baisse des bénéfices et les analystes s'attendent aujourd'hui à une forte hausse des bénéfices au cours de l'année à venir.

---

*Nos commentaires trimestriels peuvent contenir des prédictions ou des prévisions ("déclarations prospectives") concernant nos croyances et nos opinions sur l'avenir. Les déclarations prospectives impliquent nécessairement des risques et des incertitudes, et il convient de ne pas leur accorder une confiance excessive. Il n'y a aucune garantie que les déclarations prévisionnelles se révèlent exactes, et les résultats réels et les événements futurs peuvent différer matériellement de ceux anticipés dans ces déclarations.*