

Les attentes pour 2006 et les surprises éventuelles



(Photo Belga)

LES JOURNALISTES de *L'Echo* ont consulté, à leur façon, leur boule de cristal.

Que va-t-il se passer en 2006? Y a-t-il des surprises à attendre lors de cette année qui s'ouvre?

L'or va-t-il retrouver son sommet historique de 850 dollars l'onçe? L'indice Bel 20 de la Bourse de Bruxelles va-t-il poursuivre sur sa lancée?

Après avoir défié les prévisions en 2005, le dollar va-t-il enfin

subir le poids des déficits américains?

Le pétrole va-t-il rester accroché à des niveaux élevés?

Les entreprises vont-elles à nouveau être emportées par la fièvre des fusions et acquisitions?

Une crise politique est-elle possible en Belgique avant ou après les élections communales? Le climat social risque-t-il de se détériorer? Tentatives de réponses...

Lire en page 2

Quelles surprises nous réserve cette année 2006?

L'exercice est périlleux. Quelles sont les attentes et les surprises éventuelles sur le front de l'économie, des marchés et des entreprises? Tentatives de réponses.

■ Bel 20

Il ne faut pas être grand clerc pour prévoir un nouveau et tout prochain record historique pour le Bel 20. A moins d'un fameux accident dans les tout prochains jours sur les marchés. Le Bel 20 ne se situe plus qu'à 3,02% sous son dernier record établi le 6 janvier 1999, lorsqu'il avait clôturé à 3.681,92 points.

L'année 2006 sera-t-elle celle du retour en grâce de certains secteurs, comme celui de la distribution, resté à la traîne en 2005, ou celui des télécoms, à la recherche de nouveaux moteurs de croissance? Et que dire d'Agfa-Gevaert, lanterne rouge l'an passé, et qui paraît d'excellente composition. Autre moment attendu, celui de la révision dans quelques jours de la composition du Bel 20, qui ne compte toujours que 19 titres depuis le retrait d'Almanij. Il se murmure que Nationale à Portefeuille (CNP) pourrait y faire son entrée.

■ Le dollar

Sacré dollar. La plupart des analystes l'avaient prédit à la baisse en 2005 et il a pris 13% à l'euro. Même le gestionnaire milliardaire Warren Buffett s'est brûlé les doigts en jouant le billet vert à la baisse! Alors pour 2006, les analystes sont moins formels. Un jour ou l'autre, le billet vert devrait payer le prix des déficits jumeaux (déficit budgétaire et déficit commercial), sans compter la menace toujours latente d'un dégonflement de la bulle dans l'immobilier US. Un jour ou l'autre. Mais sera-ce en 2006? En fait, les différents facteurs qui influencent les monnaies pourraient se neutraliser et offrir au dollar une année plus paisible qu'en 2005. La Federal Reserve, bientôt sous la houlette de son nouveau patron Ben Bernanke, pourrait arrêter prochainement son travail de resserrement monétaire. Et dans ce contexte, on voit mal la Banque centrale européenne (BCE) relever ses taux de manière drastique en 2006.

■ Le pétrole

Si les cours du baril de pétrole WTI (West Texas Intermediate) donnent, depuis quelques mois, l'impression de vouloir se stabiliser à hauteur de 60 USD, il se serait faux d'en déduire que le marché de l'or noir est désormais définitivement à l'abri des pressions qui l'avaient conduit en août dernier à côtoyer des sommets de plus de 70 USD. Nombreux sont, en effet, les facteurs susceptibles de raviver l'inflation pétrolière en stigmatisant à nouveau la difficulté avec laquelle l'offre parvient à répondre à la demande de brut. Parmi ces facteurs à risque, il convient de mentionner, d'un côté, la vigueur de la croissance mondiale (et, surtout, chinoise, qui tourne à un peu moins de 10%) et, de l'autre, les incertitudes pesant sur les pays producteurs de pétrole que sont la Rus-



(Photo: iStock)

sie, le Venezuela, le Nigeria et l'extrême faiblesse des capacités excédentaires de l'Opep.

■ L'or

L'or est-il en marche vers son record historique de 850 dollars l'once atteint en janvier 1980? Tous les records sont faits pour être battus, vous diront les spécialistes des cycles et historiens des marchés financiers. En 2005, l'once a bondi de 18%, au-delà des 500 dollars. En euro, la hausse de l'or dépasse les 30%. Pour que l'or batte son record en 2006, il faudra toutefois compter sur une hausse de l'inflation, sur des secousses sur le dollar et/ou sur de nouveaux troubles géopolitiques. Cela fait beaucoup...

■ La stabilité politique

Faut-il redouter une crise politique en Belgique au cours de

l'année 2006? Deux échéances se profilent en effet comme des rendez-vous à risques. D'une part, il y a les élections communales dont le résultat pourrait mettre à mal la majorité fédérale violette. Les récents sondages donnent à penser que les sociaux-chrétiens, tant au nord qu'au sud du pays, continueront de grignoter des voix aux libéraux et aux socialistes. Un autre dossier épineux pour l'équipe de Guy Verhofstadt sera celui de Bruxelles-Hal-Vilvorde, qui reviendra sur la table après l'échec de la négociation l'an dernier. Ce second dossier comporte, selon les observateurs, un risque déstabilisateur plus important que le scrutin communal.

■ Le climat social en Belgique

Après une année 2005 plus qu'agitée, les patrons et syndicats en Belgique risquent encore

de croiser le fer à maintes reprises durant cette année 2006. La paix sociale n'est pas près de pointer son nez...

Le premier duel portera sur la modération salariale. Il doit déjà se jouer dans les prochaines semaines. A la fin de l'année dernière, le Conseil central de l'économie a, dans son traditionnel rapport sur la compétitivité, pointé du doigt un nouveau dérapage des salaires. En 2005 et 2006, les salaires belges augmenteront de 5,2%, soit 2,1% de plus que chez nos voisins allemands et hollandais. Un écart qui, faute d'avoir été corrigé à temps, atteindra 2,9 sur dix ans (1996-2006). Raison pour laquelle les appels se multiplient auprès des interlocuteurs sociaux afin que ces derniers prennent leurs responsabilités. Patrons et syndicats doivent se mettre très prochainement

autour de la table pour en discuter. Rien ne dit pourtant que les discussions aboutiront à des mesures concrètes. Soit les deux parties repartiront dos à dos remplies de bonnes intentions et de promesses orales. Soit elles s'en remettent au gouvernement, comme cela s'est régulièrement vu ces derniers temps... Néanmoins, le sujet reviendra certainement sur la table à l'automne lors du lancement des négociations pour l'accord interprofessionnel 2007-2008. Enfin, l'application du Pacte de solidarité entre générations fournira encore de beaux échanges musclés aux interlocuteurs sociaux. Ils doivent notamment lister les métiers lourds offrant la possibilité d'un départ anticipé à la retraite.

■ Les fusions et acquisitions

La tendance à la multiplication

des fusions et acquisitions observée en 2005 devrait encore s'accroître cette année. Ainsi, les télécoms, grandes perdantes boursières de 2005, sont sans doute entrées dans une phase de concentration. Au plan mondial, mais aussi belgo-belge, puisque les câblo-opérateurs wallons n'ont toujours pas réussi à se définir un avenir. Dans l'hôtellerie, le rapprochement des «deux Hilton», le Britannique et l'Américain, pourrait marquer le coup d'envoi d'un vaste mouvement de fusions d'entreprises. D'autant que la nomination d'un nouveau CEO — Gilles Pélisson — chez Accor avait également pour objectif de rendre le groupe français plus offensif en termes de croissance externe. Idem dans la brasserie, où le récent changement à la tête d'InBev pourrait lui aussi préluder à l'une ou l'autre grande manœuvre. Dans l'énergie, les opérations de fusions et acquisitions ont déjà été très nombreuses en 2005, mais le marché ne semble pas asséché, loin de là. Plusieurs «utilities» ont déjà annoncé leur intention de se concentrer sur leur core business, l'énergie, histoire de se muscler pour l'avenir. Enfin, dans les services financiers, on observera avec intérêt l'évolution du secteur bancaire italien après le départ d'Antonio Fazio de la Banque d'Italie.

■ Chirac, Merkel, Bush & Co

L'Europe ne retrouvera de l'altant et de l'élan que si ses principaux leaders retrouvent assise et autorité voulues pour prendre les décisions qui s'imposent, notamment pour soutenir efficacement la reprise et consolider les institutions. Après une année très chahutée en interne de part et d'autre, le moteur franco-allemand pourrait revenir davantage à l'avant-plan. La chancelière Angela Merkel a déjà marqué son premier sommet européen de son empreinte et semble déterminée à épauler efficacement son voisin autrichien pendant sa présidence, au premier semestre. Son homologue français, Jacques Chirac, qui a une lourde dette envers l'UE suite au «non» à la Constitution, a aussi promis de prendre très rapidement des initiatives. Mais il est politiquement très affaibli et en année préélectorale, son mandat à l'Élysée s'achevant en 2007. Dans un premier temps, rien de très concret ni positif ne devrait venir d'Italie, où Berlusconi, mis au tapis par un bilan économique catastrophique, affrontera les urnes au printemps. Outre-Atlantique, si George W. Bush peut au contraire se targuer d'un très fringant bilan économique, l'aventure irakienne et sa lamentable gestion des ouragans risquent de lui coûter cher lors des élections à mi-mandat en novembre. Il devra d'ici là être davantage en phase avec les priorités quotidiennes des Américains. ■ La rédaction

De l'incertitude en économie



J. Bradford DeLong, ancien sous-secrétaire au Trésor américain, explique la difficulté d'évaluer les fondamentaux économiques à long terme dans le cadre d'une stratégie boursière.

EN 1996, Robert Shiller, un économiste de l'Université Yale, prenant en compte l'historique des cours de la Bourse, en a déduit que les titres américains étaient surévalués. Dans le passé, quand le rapport cours/bénéfice (PER) était élevé, on estimait que les perspectives de rendement à long terme étaient mauvaises. Mais si l'on se base sur l'index composite S&P 500, le PER s'élève aujourd'hui à 29, en référence au bénéfice moyen de la décennie précédente.

Sur la base d'une analyse économétrique réalisée avec John Campbell de l'Université Harvard, Shiller a prédit en 1996 que le panier de valeurs liés à l'indice S&P 500 serait un mauvais investissement pour la décennie qui allait suivre. Il estimait qu'entre 1996 et janvier 2006, la valeur réelle de l'index S&P 500 allait chuter. Même en tenant compte des dividendes, il estimait que le rendement des titres liés au S&P 500, corrigé de l'inflation prévisible, allait être nul. C'était loin derrière les quelque 6% de rendement annuels nets que nous considérons quasiment comme la norme pour la Bourse américaine.

L'argumentation de Shiller présentait un caractère irréfutable et

il m'a convaincu. C'est également ce qui a poussé Alan Greenspan à faire son célèbre discours sur «l'exubérance irrationnelle» à l'American Enterprise Institute en décembre 1996. Pourtant Shiller se trompait. A moins que la Bourse américaine ne s'effondre d'ici fin janvier, les rendements de la décennie qui vient de s'écouler auront été légèrement supérieurs à la moyenne historique, et en tout cas bien supé-

La plus grande tolérance à l'égard des risques de la part des investisseurs sur le marché boursier semble avoir entraîné une augmentation du rapport cours/bénéfice d'environ 20%.

rieurs à zéro. Ceux qui ont investi ou réinvesti leur argent dans la Bourse américaine ces dix dernières années ont presque doublé leur mise, ceci même en tenant compte de l'inflation.

Pourquoi Shiller s'est-il trompé? Au cours des dix dernières années, trois facteurs ont joué sen-

siblement dans les mêmes proportions, pour atteindre un rendement de 6% plutôt qu'un rendement nul:

- la révolution des nouvelles technologies derrière la bien réelle «nouvelle économie» qui a dopé la productivité des entreprises américaines;
- la modification de la répartition des profits au bénéfice du capital, ce qui a amélioré le positionnement des entreprises;

Exubérance et pessimisme

Cela n'enlève rien à l'importance de la question à laquelle Shiller a tenté de répondre. Mais on peut se demander pourquoi tous les marchés financiers sont sujets à des accès «d'exubérance irrationnelle» et de «pessimisme excessif». Pourquoi les investisseurs informés ne prennent-ils pas davantage en compte les fondamentaux économiques et moins les élans d'enthousiasme d'une majorité de gens mal informés? La décennie qui vient de s'écouler offre une double réponse. Tout d'abord, si nous prenons pour acquis de l'analyse économétrique de Shiller a permis il y a une dizaine d'années d'identifier correctement les fondamentaux économiques qui jouent sur le long terme, miser dessus sur la durée est des plus risqué.

Sur dix ans, il peut y avoir beaucoup de bonnes nouvelles, suffisamment pour annihiler une lé-

gies ait déjà commencé et que des signes d'une plus grande prise de risque par les investisseurs pouvaient être repérés par les observateurs les plus fins ou les plus chanceux). En 1996, il paraissait tout à fait raisonnable de parier sur l'analyse économétrique de Shiller. Mais c'était aussi un choix risqué, ainsi que l'a appris quiconque a suivi la stratégie boursière liée implicitement à son analyse.



(Photo Bloomberg)

S'il était facile d'évaluer les fondamentaux économiques à long terme avec une bonne précision, il serait simple et peu risqué de miser gros dessus.

gère tendance baissière quand les cours paraissent élevés, et il peut y avoir suffisamment de mauvaises nouvelles pour annihiler une légère tendance haussière quand les cours paraissent bas.

Aussi, même dans des situations extrêmes, comme lors de la fameuse bulle internet (de fin 1999 à début 2000), même pour ceux

qui croient connaître les fondamentaux, il est difficile de miser gros sur eux pour une longue durée. Et il est encore plus difficile pour ceux qui disent les connaître de convaincre autrui de miser leur argent dessus à long terme, à l'encontre de la tendance dominante.

S'il était facile de percer les voiles du temps et de l'ignorance

et d'évaluer les fondamentaux à long terme avec une bonne précision, il serait simple et peu risqué de miser gros dessus, à l'encontre de la tendance majoritaire. Dans ce cas, les gens avisés limiteraient l'enthousiasme — positif ou négatif — des foules ignorantes. Mais on ne peut évidemment pas vaincre les incertitudes sur le long terme. Comme

l'a si bien rétorqué J. P. Morgan quand on lui a demandé sa prévision sur les cours de la Bourse: «Ils vont fluctuer.» ■

► J. Bradford DeLong, ancien sous-secrétaire au Trésor américain lors de la présidence Clinton, est professeur d'économie à l'Université de Berkeley en Californie.

Copyright: Project Syndicate, 2005. Traduit de l'anglais par Patrice Horovitz. www.project-syndicate.org