

► Lettre Trimestrielle

Julien Devaux

Genève, le 17 juillet 2023

« Et ce qui inquiète les économistes chinois, c'est que la Chine soit en train de tomber dans ce que j'appelle la récession de bilan. Et la récession du bilan est déclenchée par cette notion que les gens se sentent mal à l'aise avec leurs bilans, estiment que leur dette est trop importante par rapport à leurs actifs. Et cela se produit généralement après l'éclatement d'une bulle. Si la bulle est financée par la dette et que les prix des actifs s'effondrent, mais que les passifs demeurent, les gens se rendent compte que leurs bilans sont sous l'eau, et si le bilan est sous l'eau, il faut le réparer.

Et la Chine a eu cette énorme bulle, en particulier dans le secteur de l'immobilier résidentiel. Et le montant de l'augmentation des prix que la Chine a observée sur l'immobilier résidentiel est presque le même que ce qui est arrivé au Japon il y a 30 ans à Tokyo et Osaka. »

Extrait d'un entretien de Bloomberg avec Richard Koo, économiste en chef du Nomura Research Institute, sur la japonification de la Chine.

Chers amis, Chers investisseurs,

En comparaison avec les trimestres précédents, le deuxième trimestre 2023 s'est avéré plutôt calme. La plupart des marchés boursiers ont légèrement augmenté ou consolidé les gains enregistrés en début d'année. Malgré toutes les craintes après l'effondrement de Silicon Valley Bank et du Credit Suisse, il n'y a plus eu de faillites bancaires notables et, bien que l'inflation reste un problème, elle diminue de mois en mois.

Pour avoir une bonne idée de la direction que prend l'inflation, ne cherchez pas plus loin que la Suisse, où le chiffre global de l'IPC (indice national des prix à la consommation), en glissement annuel, est déjà tombé en dessous du seuil arbitraire de 2% visé par la plupart des banques centrales. De fait, l'IPC suisse, à 1,7%, est déjà inférieur au taux de référence de la BNS à 3 mois, qui lui est à 1,75%. La Suisse est le premier pays développé à voir son inflation atteindre des niveaux aussi bas, principalement en raison de la force du franc suisse et parce qu'elle doit importer de nombreux biens et services. Si la Suisse montre la voie, il semble désormais clair que les autres économies développées sont également sur le chemin d'une baisse de l'inflation. Cette éclaircie économique a marqué la majeure partie du deuxième trimestre et cela a impacté positivement les marchés.

Nous souhaitons profiter de l'envoi de cette lettre trimestrielle pour aborder deux autres sujets principaux qui animent les débats économiques et financiers. Le premier est la Chine et le second est l'intelligence artificielle.



Nous avons abordé le sujet de la Chine à plusieurs reprises, durant ces dernières années. Les éléments qui nous ont surtout intéressés étaient les effets potentiels, et non le moment exact ni la probabilité de son avènement, de l'explosion de la bulle sur le marché immobilier résidentiel et comment une dictature communiste est particulièrement mal équipée pour pouvoir faire face à un tel événement. Il semble que l'éclatement de cette bulle soit désormais réel et que le gouvernement chinois ne soit pas en mesure de l'endiguer.

Après un brusque revirement de ses politiques extrêmement strictes en matière de Covid, la Chine a connu une brève explosion des dépenses de consommation, ce qui n'est pas une grande surprise puisque ses citoyens sont restés coincés chez eux pendant presque deux ans. Cette explosion des dépenses de consommation ne fut finalement qu'un baroud d'honneur avant le déclin de l'économie chinoise. Alors que les consommateurs dépensaient, les prix de l'immobilier résidentiel continuaient de baisser, déclenchant ce que Richard Koo, économiste en chef du Nomura Research Institute, appelle une récession de bilan (voir sa citation ci-dessus).

Richard Koo est LE spécialiste des récessions de bilan (balance sheet recession). C'est d'ailleurs lui qui a inventé le terme dans son merveilleux livre sur le Japon, « Le Saint Graal de la macroéconomie », dans lequel il expliquait pourquoi le Japon ne pouvait pas échapper à la récession qui avait commencé en 1990. Il est aujourd'hui à l'origine d'une nouvelle thèse sur « La japonisation de l'économie chinoise », alors que les décideurs politiques sont aux prises avec un phénomène étonnamment similaire à celui qu'a rencontré le Japon, il y a maintenant plus de trente ans.

Pour être bref, les récessions de bilan se produisent lorsqu'une grande partie de l'économie se retrouve sous l'eau et doit donc thésauriser pour tenter de sauvegarder leurs actifs. Cela se produit généralement avec des investissements à effet de levier, souvent des biens immobiliers. Quand une grande partie des agents économiques cesse de dépenser et commence à épargner, l'économie s'effondre. Ce qui est bon pour un ménage est un poison au niveau macro-économique. Le conseil de Koo est que l'autre partie de l'économie (dans ce cas, le secteur public) commence à dépenser afin d'équilibrer les choses et de stabiliser l'économie.

C'est quelque chose que nous avons également vécu aux États-Unis et en Europe après l'éclatement des bulles immobilières en 2008, et nous en ressentons encore les conséquences, en Europe en particulier, où la plupart des acteurs politiques ont décidé de ne pas dépenser l'argent public. Il s'en est suivi une décennie perdue avec peu ou pas de croissance et la richesse se concentrant davantage sur les strates les plus aisées. Cela n'a changé qu'en raison du Covid, et il n'est pas surprenant que le chômage en Europe soit maintenant à son niveau le plus bas depuis des décennies.

C'est désormais au tour de la Chine de connaître une récession de bilan, elle sera probablement massive, parce que les prix de l'immobilier y ont véritablement explosé. Encore une fois, la seule comparaison possible est celle avec le Japon de 1989, lorsque le pays a connu ce qui s'est avéré être la plus grande bulle immobilière des temps modernes. Lorsque la bulle a éclaté, en 1990, le Japon a tout simplement disparu de la carte économique mondiale (bien que le pays soit resté la 2ème économie mondiale jusqu'à ce que la Chine prenne le relais relativement récemment).



À l'époque, le Japon était mal équipé pour faire face à la crise, avec sa démocratie à parti quasi-unique et son énorme réticence à accepter les suggestions des étrangers sur la façon de faire face à un tel événement. Aujourd'hui, plus de trente ans plus tard, le Japon semble enfin sortir de sa léthargie, bien que l'indice Nikkei 225 n'ait pas encore retrouvé son précédent sommet de 1989... !

Ce à quoi la Chine doit faire face maintenant, c'est le Japon en version exponentielle, puisque l'immobilier résidentiel représente 25 à 30% de l'économie chinoise et 60 à 80% de la richesse de ses citoyens. Comme les prix commencent à baisser, tout le monde va souffrir, des emprunteurs avec des hypothèques qu'ils ne peuvent plus rembourser jusqu'aux banques chargées de prêts de très mauvaise qualité qui devront être amortis. Et si le Japon était déjà mal équipé pour y faire face, au moins ses institutions étaient quelque peu flexibles. Ce n'est pas le cas en Chine, où le régime communiste est devenu encore plus rigide, au cours des cinq dernières années.

Les premières mesures pour contrer le ralentissement sont les mêmes mesures inefficaces utilisées ailleurs auparavant : des taux d'intérêt plus bas et un assouplissement des normes de prêt. Mais lorsque les consommateurs ne veulent plus emprunter (puisqu'ils sont déjà surendettés) et que les banques ne veulent plus prêter (puisque leurs portefeuilles de prêts sont trop importants et à risque), cela n'a aucun effet.

Comme l'a expliqué Richard Koo, la seule façon possible d'atténuer le choc est que le secteur public commence à dépenser davantage. Mais là encore, les dirigeants chinois semblent très réticents à adopter cette approche, notamment parce que le système fiscal en Chine est incroyablement inégal. De manière très étonnante pour un pays communiste, il n'y a pas d'impôt national sur le revenu. Nous nous attendons donc à un gros choc que nous suivrons de très près.

Passons maintenant au deuxième sujet : l'intelligence artificielle (IA). En écrivant cette lettre, nous réalisons que ChatGPT pourrait peut-être faire un travail plus rapide (et peut-être même meilleur) que nous. Beaucoup d'entre vous nous ont posé le même genre de question : l'IA est-elle la prochaine révolution industrielle ? Est-ce juste du battage médiatique ? L'utilisez-vous ? Cela va-t-il tuer beaucoup d'emplois ? Quel impact sur nos stratégies d'investissement ?

Afin d'essayer de répondre à ces questions (sans demander à ChatGPT), nous devons d'abord insister sur un point dont nous avons souvent parlé par le passé : les bulles sont inhérentes à un système capitaliste. La plupart des bulles restent plutôt petites, ont peu ou pas d'impact sur l'économie mondiale et se fanent et meurent (ou stagnent) après un certain temps. Un parallèle récent pourrait être l'engouement pour l'impression 3D à partir de 2010. À l'époque, beaucoup voyaient cette nouvelle technologie comme l'avenir de l'industrie, qui devait rebattre les cartes du paysage industriel, de la production et changer les habitudes de consommation. Cela pourrait encore arriver, dans 10, 20 ou 100 ans, mais jusqu'à présent, cela ne s'est pas produit.

Plus récemment encore, une situation similaire s'est produite avec les crypto-monnaies, que beaucoup considéraient comme le futur des transactions et des flux financiers et synonyme d'une disparition imminente des banques centrales.



Nous avons plutôt été d'avis que les cryptomonnaies étaient une solution à la recherche d'un problème qui n'existait pas et que les États ne seraient pas prêts à abandonner l'un de leurs monopoles si facilement. Jusqu'à présent, nous ne voyons rien de particulier contredisant cette analyse. Le Bitcoin est probablement là pour rester, mais dans quelle mesure et comment il sera réellement utilisé dans notre vie quotidienne reste à voir. Jusqu'à ce jour, nous ne pouvons pas vraiment parler de révolution.

Nous sommes désormais confrontés à l'énigme de l'IA. La révolution technologique est-elle à la hauteur du phénomène médiatique ? Il est peut-être trop tôt pour le dire. Pour nous, l'utilisation même du terme intelligence artificielle est problématique. Il a été inventé dans les années 1950 et implique, pour beaucoup d'entre nous, des personnages hollywoodiens. L'intelligence artificielle telle qu'elle existe aujourd'hui est clairement artificielle, mais il n'y a pas beaucoup d'intelligence à y trouver.

Un meilleur terme pour ce que l'IA fait vraiment est celui de probabilités appliquées. Si vous avez essayé ChatGPT, vous avez certainement été impressionnés, tout comme nous. Mais vous devez comprendre comment cela fonctionne. À la base, il s'agit d'un calculateur de probabilités. Au fur et à mesure qu'un mot sort, il calcule de manière probabiliste ce que le mot suivant, le plus approprié, devrait être. Il ne se rend pas compte de ce qu'il écrit, il ne pense pas au paragraphe suivant ou à ce que devrait être le but ultime de l'article. Il calcule simplement à un rythme très rapide et inhumain.

En ce sens, l'effet médiatique de l'IA nous semble probablement exagéré, pour le moment, en tous cas. Bien qu'elle soit devenue une aide énorme pour de nombreux métiers à cols blancs, il ne s'agit pas à ce stade d'une véritable révolution. L'IA ne remplacera pas les travailleurs tout de suite, mais il est certain que les travailleurs qui savent comment l'utiliser, seront mieux lotis que ceux qui ne veulent pas s'en servir, comme ce fut le cas avec le numérique. Nous développerons ce sujet dans de futurs articles et lors des conférences que nous prévoyons à la fin de l'été. Il y a des implications évidentes en matière d'investissement, à la fois en termes de ce dans quoi il faut investir et, peut-être plus important encore, de ce qu'il faut éviter.

Ce qui est clair pour nous, cependant, c'est que nous en sommes encore aux toutes premières étapes de cette 'évolution' de l'IA et que, contrairement au battage médiatique de la 3D et de la crypto-monnaie, cela pourrait s'avérer être une véritable révolution, comme le fut la révolution des télécommunications et de l'Internet de la fin des années 1990. Nous suivons évidemment de très près les développements à ce sujet.

Avec nos salutations les meilleures,

Votre équipe CaridaB

