

MARKET VIEW

17 MAI 2021

« Marché aux puces »



Laurent DENIZE,
CIO Asset Management



Jan VIEBIG,
CIO Private Wealth Management

Genèse d'une pénurie

L'économie mondiale est frappée actuellement par une pénurie sans précédent de composants électroniques. Les secteurs automobile et industriels ne sont plus approvisionnés. L'origine de cette pénurie remonte au deuxième trimestre 2020.

En Chine, après un confinement très strict au premier trimestre, la demande industrielle s'est accélérée brutalement dès le second trimestre 2020, mettant sous tension une grande partie de l'industrie mondiale.

Au même moment, les principaux fabricants de smartphones chinois (Oppo, Vivo, Xiaomi) se sont menés à une concurrence acharnée pour suppléer Huawei sur le marché, à coup de « double commandes » de puces et de composants électroniques pour assécher l'offre à disposition des concurrents directs.

Au quatrième trimestre, l'industrie automobile s'est à son tour réveillée, la demande de semi-conducteurs étant démultipliée par les besoins croissants liés à la transition des moteurs thermiques vers les moteurs électriques.

Enfin, la demande de semi-conducteurs liée au « stay-at-home » n'a pas flanché, ceux-ci étant essentiels au fonctionnement des PC, smartphones, jeux vidéo etc.

Plus récemment, en février 2021 des phénomènes météorologiques ont amplifié le phénomène en conduisant à la fermeture partielle d'usines de composants. Le grand froid du mois de février 2021 au Texas a causé des pannes de courant dans des usines de production majeures chez Samsung Electronics, Infineon et NXP et, au même moment, un tremblement de terre au Japon a entraîné deux jours de fermeture dans la Naka fab de Renesas.

Le marché des semi-conducteurs est dominé par un duopole : TSMC (Taiwanais) et Samsung Electronics (Coréen) qui cantonnent les autres acteurs du marché (Global Foundries, UMC et SMIC par exemple) à des rôles satellites. L'appareil de production de ces deux acteurs constitue clairement

Définition : les semi-conducteurs

Le mot semi-conducteur désigne la propriété du matériau de base utilisé dans la fabrication des circuits intégrés. Lorsqu'on parle de l'industrie des semi-conducteurs, on parle – par extension – de l'industrie qui produit les circuits intégrés. Ce secteur industriel, qui a pris de l'ampleur depuis les années 1980 avec l'avènement de l'ordinateur, est devenu fondamental aujourd'hui, à l'ère de la révolution digitale.

le goulot d'étranglement de l'ensemble de la chaîne logistique mondiale des semi-conducteurs. Avec des carnets de commande pleins, ces sociétés peuvent augmenter les prix mais surtout choisir leurs clients et se concentrer sur le « leading edge », c'est-à-dire la partie la plus rentable du marché, principalement à destination de clients comme Apple, Qualcomm, Nvidia, AMD ou Mediatek, laissant les « lagging nodes » moins rentables à leurs concurrents de Grande Chine comme UMC et SMIC par exemple. Toutefois, la course en tête est loin d'être gagnée : Intel a récemment annoncé vouloir investir 20 milliards de dollars dans la fabrication de semi-conducteurs, engageant ainsi clairement une « guerre technologique » avec les leaders.

Impacts macro-économiques

Les semi-conducteurs contribuent à environ 12% du PIB américain. Cette pénurie donc pourrait faire augmenter (sensiblement) l'inflation des biens de base et présenter des risques de baisse des perspectives de croissance. Quels sont les ordres de grandeur ?

ODDO BHF

12, boulevard de la Madeleine – 75440 Paris Cedex 09 France – Tél. : 33(0)1 44 51 85 00 – Fax : 33(0)1 44 51 85 10 – www.oddo-bhf.com

ODDO BHF SCA, société en commandite par actions au capital de 70 000 000 € – RCS 652 027 384 Paris – agréée en qualité d'établissement de crédit par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et immatriculée à l'ORIAS en qualité de courtier d'assurance sous le numéro 08046444.

www.oddo-bhf.com

Goldman Sachs estime que l'impact pourrait s'élever jusqu'à 0,4% de hausse de l'inflation de base et -0,60% de baisse du PIB global en 2021. En termes de risques d'inflation, l'élasticité de la demande tend à être assez élevée pour les produits qui dépendent des semi-conducteurs - par exemple, l'électronique grand public et les voitures. La sensibilité actuelle du marché au risque d'inflation reste forte et va nécessairement mettre les banquiers centraux sous pression. Pour autant, nous considérons toujours que cette distorsion offre/demande va rester transitoire (même si nous sortons peut-être durablement d'un cycle désinflationniste) et ne devrait pas affecter fortement la croissance mondiale.

Nous devrions observer des situations différentes par secteur.

Selon Goldman Sachs, les fabricants de smartphones comme Apple, pour qui ces semi-conducteurs constituent une part importante du coût de production, subissent de plein fouet la hausse des prix de ces composants (mémoires, modem, 5G SoC, antenne, RF). Apple ne pourra pas refléter l'intégralité de cette hausse des composants sur ses prix de ventes compte tenu de la concurrence acharnée du « monde Android » (Samsung, Vivo, Oppo, Xiaomi) qui a conduit Apple à stabiliser ses prix de vente sur ses iPhone.

Les constructeurs automobiles pour qui ces semi-conducteurs représentent une part plus faible du coût de production du véhicule pourront de manière plus opaque refléter cette hausse dans le prix final du véhicule.

Au moment où nous écrivons ces lignes, les stocks de semi-conducteurs sont à un niveau encore très bas et les « lead times » (temps qui s'écoule entre la commande d'un microcontrôleur et sa livraison chez le constructeur automobile par exemple) sont encore en train de s'étendre. La normalisation de la chaîne de distribution (fabricants, distributeurs et clients finaux) débute juste et devrait s'étendre sur plusieurs trimestres.

Impacts géopolitiques

Taiwan est depuis longtemps au centre d'une ambiguïté diplomatique. D'un côté, Pékin considère qu'il n'y a qu'une seule Chine et que l'île est une province rebelle. De l'autre, Washington reconnaît « politiquement » une seule Chine mais « économiquement » Taiwan comme entité à part entière.

Or, l'île de Taiwan est cruciale pour l'industrie mondiale des semi-conducteurs. Selon IC Insights (le principal bureau d'études du secteur), fin 2019, elle abritait 21,6% des capacités de production mondiales de semi-conducteurs (quelle que soit la nationalité des propriétaires des usines), devant la Corée du Sud (20,9%), le Japon (16%), la Chine (13,9%), l'Amérique du Nord (12,8%) et l'Europe (5,8%). Si TSMC et Mediatek sont des fleurons mondiaux de cette industrie, cette île abrite des dizaines d'autres acteurs

Avertissement

Ce document a été préparé par ODDO BHF dans un but purement informatif. Il ne saurait créer de quelconques obligations à charge de ODDO BHF. Les opinions émises dans ce document correspondent aux anticipations de marché de ODDO BHF au moment de la publication de document. Elles sont susceptibles d'évoluer en fonction des conditions de marché et ne sauraient en aucun cas engager la responsabilité contractuelle de ODDO BHF. Toute référence à des valeurs individuelles a été incluse à des fins d'illustration uniquement. Avant d'investir dans une quelconque classe d'actifs, il est fortement recommandé à l'investisseur potentiel de s'enquérir de manière détaillée des risques auxquels ces classes d'actifs sont exposées notamment le risque de perte en capital.

ODDO BHF

12, boulevard de la Madeleine – 75440 Paris Cedex 09 France – Tél. : 33(0)1 44 51 85 00 – Fax : 33(0)1 44 51 85 10 – www.oddo-bhf.com

ODDO BHF SCA, société en commandite par actions au capital de 70 000 000 € – RCS 652 027 384 Paris – agréée en qualité d'établissement de crédit par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et immatriculée à l'ORIAS en qualité de courtier d'assurance sous le numéro 08046444.

www.oddo-bhf.com

de la chaîne de valeur du semi-conducteur comme Realtek, Novatek, Phison ou Silicon Motion.

Taiwan occupe ainsi une position centrale dans les relations sino-américaines et les conséquences économiques d'un conflit seraient considérables. Même si aucun traité n'oblige les États-Unis à défendre Taiwan (pas même le Taiwan Relations Act), une passivité américaine conduirait Pékin à devenir de facto la puissance dominante en Asie. Mais surtout c'est le concept même de paix ou de protection américaine qui s'effondrerait, les alliés prenant conscience qu'ils ne peuvent plus compter sur les États-Unis pour les défendre. Par ailleurs, d'après des données de Gartner, l'interventionnisme américain s'appuie sur une réflexion simple : TSMC manufacture plus de 50% des semi-conducteurs des fleurons américains (AMD, Nvidia, Qualcomm, Intel...).

Les États-Unis (en accord avec Taiwan) doivent donc s'assurer que la guerre reste un pari trop risqué pour Pékin. La politique de dissuasion passe par une intensification de la coopération dans des domaines tels que la santé mondiale, l'économie et la sécurité régionale. La sauvegarde des capacités d'approvisionnement ou disons le simplement la suprématie économique a pris le pas sur la politique de défense traditionnelle axée sur l'armement comme arme de dissuasion. Aujourd'hui l'arme ultime est un composant de quelques nanomètres, et toute pénurie exacerbe les tensions.

Que faire dans les portefeuilles ?

Nous faisons le choix de rester à l'écart des valeurs technologiques dans lesquelles la part de composants électroniques est prépondérante. En effet, quelle que soit leur capacité à monter les prix, elles ne pourront pas transférer l'intégralité du surcoût au consommateur dans un environnement qui reste aussi concurrentiel. En revanche, le secteur automobile et le secteur industriel ont globalement les moyens de répercuter des hausses de prix plus diffuses. Selon nous, cela rend ces deux secteurs attractifs d'autant que les valorisations restent à des niveaux raisonnables, en particulier en Europe.

Enfin, il est possible pour les investisseurs de chercher à bénéficier de la création de valeur des acteurs du marché des semi-conducteurs. Toutefois selon nous, il vaut mieux investir dans la « pioche », i.e. les fournisseurs que dans « la pelle », i.e. les fabricants où les barrières à l'entrée sont trop importantes.