

07/07/2021

### Sommaire

- > Performances des indices (en %)
- > Point macro

« Nous avons le plaisir de vous faire parvenir la dernière livraison de notre Lettre trimestrielle. Elle vient ponctuer un trimestre marqué par des inquiétudes autour d'un retour possible de l'inflation. Si des signes de pressions sur les prix sont effectivement visibles, nous vous expliquons pourquoi ils ne devraient pas avoir de conséquences durables sur les marchés boursiers.

Nous vous souhaitons d'excellentes vacances et espérons pouvoir vous retrouver, à la rentrée, pour des activités à la banque. »

Les équipes de la Banque Transatlantique Belgium

### ► PERFORMANCES DES INDICES (EN %)

En date du 30/06/2021	BEL 20	CAC 40	EuroStoxx 50	S&P500 (en \$)	Msci World (en €)	Nikkei (en ¥)
1 mois	1,62	0,94	0,61	2,22	4,64	-0,24
3 mois	5,81	7,26	3,70	8,17	6,41	-1,33
Depuis le 01/01/2021	13,94	17,23	14,40	14,41	15,72	4,91
1 ans	23,98	31,84	25,67	38,62	30,03	29,18
3 ans	10,92	22,25	19,69	58,09	42,32	29,08
5 ans	23,32	53,58	41,87	104,75	70,55	84,85

Source Bloomberg

### ► POINT MACRO

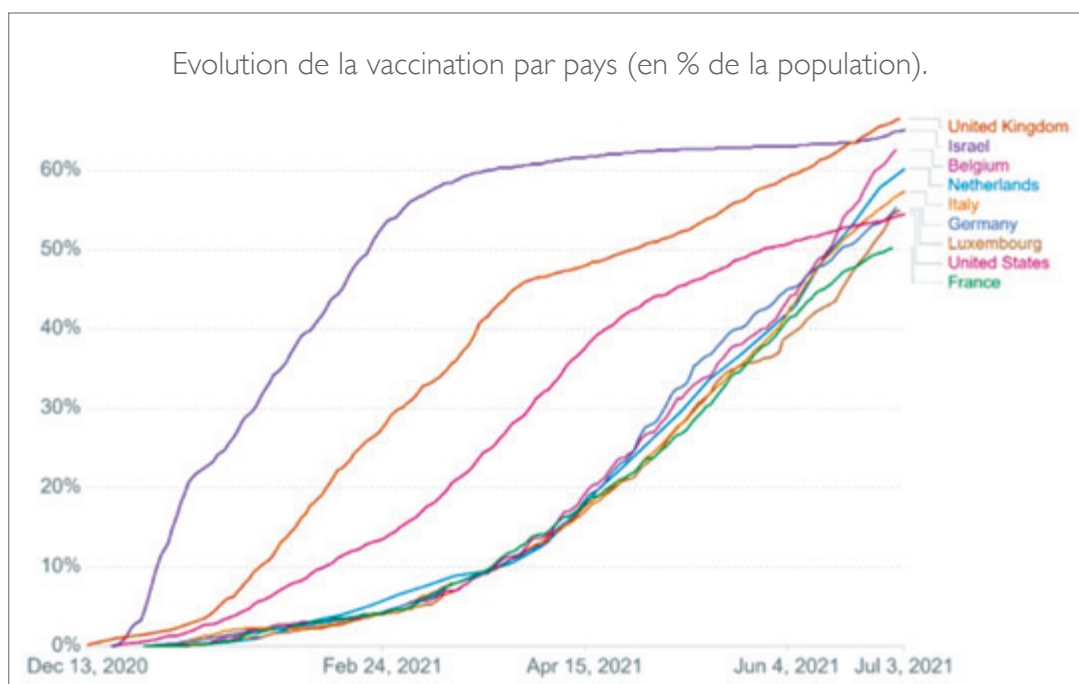
#### Le spectre de l'inflation

Le trimestre qui vient de s'écouler aura été celui des **inquiétudes autour d'un retour possible de l'inflation**. Tandis que la désinflation et même la déflation ont été le souci quotidien des investisseurs depuis la crise financière de 2008, la sortie de la crise sanitaire est l'occasion pour certains de brandir à nouveau le spectre de l'inflation. **Des signes de pressions sur les prix sont effectivement tangibles**, mais ceux-ci ne devraient pas être pérennes et ne devraient pas avoir de conséquences durables sur les marchés boursiers. **Nous restons donc confiants sur les actions** et recommandons **une certaine agilité entre valeurs de croissance et celles dites de reflation**.

#### Une sortie de crise

Dans le sillage d'une vaccination en nette accélération au deuxième trimestre, les pays développés ont eu l'occasion de rouvrir rapidement leurs économies, autorisant un rebond de l'activité, notamment dans les services. **La montée en puissance de la demande domestique est visiblement enclenchée et pourrait se poursuivre** à mesure que les ménages dont le pouvoir d'achat a été sauvegardé, consomment une part importante de leurs revenus. Aux Etats-Unis, l'accélération de la demande des ménages a en effet été au rendez-vous tout au long du printemps et il est probable que la dynamique se poursuivra au second semestre. Dans la zone euro, après une forte contraction économique au premier trimestre de l'année (-1,3% en glissement annuel) du fait de restrictions majeures en France et en Allemagne, **le sentiment tourne à présent à l'optimisme, porté par la perspective d'une sortie de crise**, devenue possible avec l'accélération de la vaccination.

Une situation sanitaire en amélioration, mais toujours incertaine  
Source : Our World in Data.



Sans jouer les cassandres, il est clair qu'une détérioration de la situation sanitaire peut toujours venir obscurcir des perspectives actuellement encourageantes. L'émergence des variants et en particulier du delta constitue en effet un facteur de risque pour la reprise enclenchée en 2021. La poursuite de la vaccination s'impose donc et semble constituer la meilleure protection contre un nouveau dérapage de la croissance économique. Si les chiffres venaient à nouveau à augmenter sensiblement, la population vaccinée devrait être plus résistante et le nombre d'hospitalisations dès lors plus limité, permettant ainsi d'éviter de nouveaux confinements durs. Le marché restera donc particulièrement attentif à l'évolution des contaminations aux variants dans les pays les plus avancés dans la vaccination.

### Les prix sous pression

Au moment où la demande des consommateurs se redresse, **les entreprises de leur côté rencontrent des difficultés d'approvisionnement, leurs chaînes de production ayant été perturbées par la crise sanitaire.** Ce « frottement » entre l'offre et la demande crée inévitablement une pression à la hausse des prix. Les tensions sur les approvisionnements, aussi bien sur les coûts de production que les pénuries de composants (bois, semi-conducteurs), induisent des retards de livraison importants (voir page 4). Ces goulets d'étranglement pèsent sur la capacité des entreprises à répondre à la demande, à l'image des difficultés rencontrées dans le secteur automobile. L'impact se reflète non seulement sur le niveau de production industrielle, mais aussi sur le niveau d'inflation avec un nombre élevé et croissant d'entreprises qui répercutent les hausses des prix des matières premières sur le consommateur final.

**Autre cause possible de l'inflation : le soutien à la croissance** par les plans massifs de relance budgétaire. Le Congrès américain est en effet enclin à conclure un plan supplémentaire dans l'infrastructure. De son côté, l'Union européenne – bien que plus timide dans la taille des fonds dégagés – a récemment franchi des étapes législatives importantes, sous forme de subventions et de prêts pour les Etats membres. Pour les pays du sud, il s'agit là d'un levier majeur.

**Pour autant, le regain inflationniste actuel ne pourrait être que provisoire.** S'il est difficile de prévoir exactement quand les difficultés d'approvisionnement cesseront dans certains secteurs, il est probable qu'elles s'estomperont progressivement dès que l'économie mondiale retrouvera un rythme de croissance plus « normal ». De plus, les effets de base favorables à l'inflation s'effaceront prochainement tandis que le pic de prix des matières premières est en train d'être dépassé. Une rechute progressive du taux d'inflation est donc probable, selon nous.

### Des banques centrales à la manœuvre

Dans ce contexte, les banques centrales balisent le chemin. Elles préparent et dirigent les investisseurs vers une politique monétaire un peu moins accommodante. Toutefois, le caractère temporaire de l'inflation les autorise aussi à ne pas le faire dans la précipitation. La trajectoire haussière des taux souverains serait donc a priori graduelle, permettant ainsi d'éviter la panique sur les marchés obligataires, mais aussi boursiers.

**Le Président de la Réserve fédérale (Fed), J. Powell, a ainsi placé avec subtilité les jalons d'un resserrement monétaire.** Lors de la réunion du 16 juin, il a confirmé que les discussions autour de la réduction des achats d'actifs (tapering) pourraient démarrer cet été. De plus, deux hausses

de taux directeurs sont dorénavant attendues pour 2023 (contre une première hausse seulement en 2024 auparavant). Si la Fed profite de l'amélioration sur le front de la croissance, de l'inflation et de l'emploi pour envisager un resserrement monétaire, elle cherche aussi à indiquer aux investisseurs que le chemin sera long et progressif.

**Pour la Banque centrale européenne, le constat économique est moins favorable** même si la situation et les perspectives se sont considérablement améliorées. Un retour au plein emploi prendra encore de nombreux trimestres et limitera les tensions sur les salaires et le risque de voir s'installer une spirale inflation-salaire. **Parler de réduction de soutien monétaire est donc encore prématuré en Europe.**

Contribution de performances à l'indice MSCI World par mois.

Contribution de performances à l'indice MSCI World par mois.

	% Average Weight (31/12)	Contribution to return (in %)					
		January	February	March	April	May	June
ISHARES MSCI WORLD ETF en EURO	100,0	-0,23	2,72	6,73	2,19	-0,03	4,67
Information Technology	21,8	0,01	0,33	0,86	0,63	-0,53	2,13
Health Care	13,1	0,22	-0,33	0,73	0,17	0,09	0,77
Financials	12,8	-0,10	1,23	1,09	0,39	0,46	-0,06
Consumer Discretionary	12,2	0,01	0,14	0,81	0,33	-0,32	0,65
Industrials	10,5	-0,19	0,47	1,01	0,07	0,16	0,17
Communication Services	8,8	-0,03	0,55	0,46	0,39	-0,15	0,50
Consumer Staples	7,3	-0,27	-0,16	0,70	0,06	0,11	0,20
Materials	4,6	-0,01	0,16	0,31	0,13	0,12	-0,05
Utilities	3,1	-0,01	-0,17	0,33	0,02	-0,07	0,01
Energy	2,9	0,11	0,44	0,19	-0,06	0,11	0,20
Real Estate	2,6	0,00	0,06	0,22	0,10	0,00	0,14
Not Classified	0,3	0,01	0,00	0,01	-0,01	-0,01	0,01

### Une stratégie équilibrée

**Nous restons convaincus que les actifs boursiers doivent être encore et toujours privilégiés** malgré un rebond à deux chiffres des indices mondiaux depuis le début de l'année. D'une part, avec un environnement économique apparemment solide, **les prévisions bénéficiaires des sociétés seront révisées à la hausse et ce, en dépit des hausses de coûts des matières premières.** D'autre part, les banques centrales opéreront un resserrement très graduel de leur politique monétaire. Même si les commentaires des banquiers centraux ou quelques données économiques d'inflation pourront créer des aléas durant l'été, **nous pensons que les à-coups sur les marchés boursiers seront limités.**

Deux thèmes très différents se sont relayés pour soutenir les indices actions au cours du dernier trimestre : **les valeurs de croissance et les titres cycliques.** Nous maintenons notre conviction en faveur du premier (technologie, notamment) que nous avons renforcé en mai lors de la rotation sectorielle illustrée dans le tableau I. Néanmoins, en juin, avec l'inversion des préférences thématiques des investisseurs, **nous avons aussi osé prendre nos bénéfices sur certaines valeurs de croissance et fait le choix de renforcer quelques positions cycliques.** Le but de notre stratégie est avant tout de maintenir l'équilibre thématique de nos portefeuilles, meilleur atout, selon nous, dans la phase actuelle de reprise économique.

## Des difficultés d'approvisionnement dans les semi-conducteurs

Quand on parle de semi-conducteurs, on fait référence à l'industrie des (micro) processeurs, que l'on retrouve partout, **de l'automobile aux consoles de jeux ou aux robots envoyés sur mars**. Le terme renvoie à la caractéristique de certains matériaux d'être à mi-chemin entre la conduction et la non-conduction de l'électricité permettant de créer des fonctions logiques. Les « semis » sont à la base de l'invention du transistor à la fin des années 1940. Ce dernier est un élément de base des circuits intégrés auxquels un programme dicte la conduite à tenir. Les techniques de conception et de fabrication s'améliorant au fil des années, les circuits intégrés, à volume égal, contiennent un nombre grandissant de transistors, autorisant le développement d'ordinateurs toujours plus puissants dans un espace toujours plus petit et toujours moins cher.

### Investissements gigantesques

**Le processus de gravure des plaques de silicium**, fabriquées à partir de sable, commence par leur réchauffement à plus de 1000 degrés afin de libérer une couche d'oxyde sur lequel une couche de vernis photosensible sera ajoutée puis gravée par des lasers passant au travers de gouttes d'étain dans un environnement stérile. Inutile de préciser que ce processus nécessite des investissements gigantesques et des compétences uniques, ce qui n'a pas été sans conséquence pour les acteurs du secteur et leurs utilisateurs finaux. La technologie évolue en effet parfois si rapidement que les stocks sont vite rendus obsolètes alors que les investissements industriels sont lourds et longs à mettre en place, ralentissant ainsi la capacité de l'offre à répondre à la demande.

**On parle de « cycle des semis »**, plutôt court et alternant entre périodes de pénurie et périodes de surplus, parfois même d'une année à l'autre. La meilleure illustration en a été faite cette année alors que certains constructeurs automobiles ont dû avoir recours au chômage technique en raison de pénuries d'approvisionnement. On en connaît les causes : **en 2020, la demande de semis a explosé à cause du télétravail** (demande de PCs, divertissement en confinement) **et de l'accélération des tendances structurelles de digitalisation** (voiture électrique, 5G, cloud, internet des objets), ce qui a entraîné **des ruptures de stocks généralisées** : Microsoft, Apple, Ford ou Nvidia aux Etats-Unis, Stellantis en France, Sony et Honda au Japon, Huawei en Chine, Volkswagen en Allemagne. Coté offre, les fabricants de semis se sont remis à investir massivement pour accroître les capacités de productions. Mais il est presque trop tard. Alors qu'en 2019 ils avaient baissé leurs dépenses (-3%), les dizaines de milliards de dollars dépensés en 2020-2021 ne feront pas disparaître le problème du jour au lendemain et la pénurie pourrait ainsi durer encore plusieurs mois.

### Produire localement

La géopolitique n'est pas non plus étrangère au choc qu'a subi l'industrie récemment. La décision de Donald Trump d'interdire à Huawei de se fournir en matériau américain a mis la pression sur le marché. L'entreprise chinoise a alors choisi de constituer des stocks très importants et ses concurrents l'ont imité. Plus récemment, alors que des filières entières étaient empêchées de produire, une partie de la relance économique était en jeu pour certains pays. La pénurie de semi-conducteurs a alors révélé la dépendance des pays face aux producteurs majoritairement asiatiques. **Une prise de conscience qui a ravivé la volonté de produire localement** : l'administration

Biden a fait de l'indépendance aux semi-conducteurs un axe stratégique de développement et a investi plus de 180 milliards de dollars dans la recherche (Chips for America Act). Des décisions à l'origine de bouleversements des chaînes logistiques.

### Conception ou production

Autre phénomène propre aux semis et expliquant les goulets d'étranglements : l'industrie devient de moins en moins verticale et de plus en plus concentrée. A l'origine, la fabrication des semis était réalisée par les mêmes acteurs que ceux qui les utilisaient. Dans un premier temps, on a eu une séparation entre les fabricants de semis NXP, STMicroelectronics ou Infineon de Siemens, Thomson ou Philips. Dans un deuxième temps, en raison de l'importance des investissements, certains acteurs ont préféré se concentrer uniquement sur la conception (fables) ou d'autres sur la production (foundries). **On retrouve les compétences de production en Asie** (Taiwan et Corée représentent 82% de la production mondiale) **et de conception aux Etats-Unis (80%)**. Aujourd'hui, il existe trois types d'entreprises : ceux qui comme Intel, Samsung ou SK Hynix conçoivent et fabriquent leurs produits dans leurs propres usines. D'autres comme Qualcomm, le fournisseur de puce d'Apple, qui se sont spécialisés dans la conception et la commercialisation et sont donc « fables » et sous-traitent leur fabrication à des sociétés de fonderie. Enfin, des fonderies comme TSMC, le leader mondial du marché des semi-conducteurs qui ne se concentrent que sur la production. La concentration chez peu d'acteur rend la chaîne logistique plus vulnérable, ce qui créé là aussi des risques...