



Réservé aux investisseurs professionnels

We stand with

Ukraine

Our professional comments focus on investment-related topics.

This doesn't mean we don't care about the rest.

Nos commentaires professionnels se concentrent sur les sujets d'investissement.

Ca ne veut pas dire que nous ne sommes pas sensibles au reste.

Les faits : L'économie japonaise a commencé à ressentir l'impact des confinements de la Chine, qui sont venus s'ajouter à la pression persistante de la hausse des coûts. Pourtant, les consommateurs envisageaient la fin de la pandémie, et les entreprises (qui, grâce à la faiblesse du yen, ont réalisé des bénéfices corrects) la fin des restrictions en Chine.

Comme le montrent les derniers indicateurs publiés pour le mois d'avril, la politique drastique du zéro-covid a eu un coût économique sévère pour la Chine. La croissance des exportations a été la plus faible en deux ans, tandis que la production industrielle et les ventes de détail ont chuté respectivement de 2,9 et 11 % en glissement annuel. À la fin du mois, cependant, le nombre quotidien de nouveaux cas de Covid-19 était inférieur à 100 pour l'ensemble du pays, ce qui a permis au gouvernement d'envisager un assouplissement des restrictions. En particulier, le centre manufacturier de Shanghai était sur le point de reprendre sa pleine activité début juin. Les PMI préliminaires pour le mois de mai ont donc bien rebondi, mais sont restés sous le seuil de 50 qui sépare la contraction de l'expansion. Par ailleurs, Pékin semblait déterminé à soutenir l'économie, avec des mesures allant de la baisse des taux hypothécaires pour secourir le marché immobilier à des réductions d'impôts sur les voitures, en passant par des allègements fiscaux pour les entreprises les plus touchées par la crise.

La Chine étant le premier partenaire commercial du Japon, cela devait nécessairement affecter l'économie nipponne. Entre mars et avril, la production industrielle a chuté de 1,3 %. Plusieurs grandes entreprises, de Toyota à Nintendo, ont annoncé qu'elles ne pourraient pas produire autant qu'elles le souhaitaient en raison de la pénurie de semi-conducteurs et des perturbations logistiques. **Les exportations réelles vers la Chine ont également diminué à un rythme à deux**

chiffres au cours de la même période, tandis que les expéditions vers les États-Unis et l'Europe se sont également affaiblies.

Cette situation s'est ajoutée à la pression continue exercée par les prix de l'énergie et des matières premières, en raison du conflit persistant en Ukraine. La hausse des prix à la production a encore accéléré en avril, atteignant un rythme annuel de 10 %. La situation s'est même aggravée depuis. Les prix de l'énergie ont encore augmenté d'environ 10 % entre avril et mai, l'UE s'étant mise d'accord pour arrêter la plupart de ses importations de pétrole russe d'ici la fin de l'année (ce que le Premier Ministre japonais Kishida-san envisageait également de faire), et les prix du blé ont regagné près de 5 %.

En comparaison, les prix à la consommation ont progressé à un rythme beaucoup plus modeste (2,5 % en glissement annuel), qui était toutefois le plus élevé depuis 2008 (si l'on exclut la période où la hausse de la TVA a faussé les comparaisons). Une partie de l'accélération s'expliquait par le franchissement de la date anniversaire des baisses de tarifs dans le secteur des communications mobiles, mais une autre partie venait clairement des augmentations finalement introduites par les entreprises japonaises. Plusieurs enquêtes de la Teikoku Databank ont montré que **près de deux tiers des entreprises interrogées avaient monté leurs prix ou prévoyaient de le faire d'ici à la fin de**



l'année, tandis qu'une autre indiquait que l'inflation sur les produits alimentaires était en moyenne de 12 % depuis le début de l'année civile. Pourtant, la Banque du Japon continuait à estimer que ce phénomène serait transitoire. Dans l'intervalle, la Réserve Fédérale a relevé ses taux de 50 points de base et a laissé entendre qu'elle procéderait à deux autres hausses de même amplitude plutôt qu'à des mouvements de 75 points de base. Le yen s'est légèrement renforcé, à 128,5 yen pour un dollar.

Malgré la reprise de l'inflation, les consommateurs japonais se sont montrés plus optimistes. L'indice de confiance a progressé pour le deuxième mois consécutif. Les dépenses réelles des ménages ont augmenté de 4,1 % entre février et mars, tandis que les ventes de détail se sont appréciées pour le deuxième mois consécutif en avril. Le gouvernement a assoupli les restrictions en matière de santé publique et la météo s'est améliorée. Les rapports de Google sur la mobilité ont indiqué que les japonais passaient plus de temps à l'extérieur, y compris pendant la Golden Week, la circulation étant de 10 à 15 % supérieure à son niveau d'avant la pandémie. Le trafic dans les trains a également augmenté mais est resté 25 % en deçà de sa valeur pré-pandémique, reflétant la réticence des japonais à réutiliser les transports publics bondés. En outre, le marché du travail s'est raffermi. Le taux de chômage au

Japon est redescendu à son niveau antérieur de 2,5 %, ce qui s'est lentement répercuté sur les salaires, qui ont augmenté de 2 % en mars, leur plus forte variation depuis près de quatre ans. Cette progression est encore trop lente en termes réels, mais on s'attend à ce que les primes d'été augmentent également en raison des bénéfices plutôt bons.

De fait, **la saison des bénéfices a été meilleure que ce qu'on aurait pu attendre dans le contexte actuel.** Selon Refinitiv, parmi les entreprises de la première section du TSE, 60 % ont dépassé les prévisions de ventes et 50 % les estimations de bénéfices, ce qui est conforme aux niveaux à long terme. La hausse des coûts a eu un impact sur les marges, mais elle a été quelque peu compensée par l'augmentation des volumes d'exportation et les hausses de prix. En ce qui concerne les perspectives, de nombreux dirigeants s'attendaient à ce que les problèmes de chaîne d'approvisionnement se dissipent au cours du second semestre de leur exercice, et la plupart avaient des hypothèses plutôt prudentes en matière de change. En fait, **près de 80 % d'entre eux fondaient leurs hypothèses sur un dollar à 120 yens ou plus, ce qui était 7 % moins favorable que le niveau actuel.**

Les effets : L'indice Topix a continué à impressionner par sa résistance. Après avoir montré une petite faiblesse relative, il a gagné près de 1% en mai. Les bénéfices des entreprises ont été plutôt rassurants et les investisseurs voulaient croire à une action plus accommodante de la Réserve Fédérale, et à une reprise économique en Chine.

Le marché des actions japonaises, qui a été fermé pendant quelques jours à l'occasion de la Golden Week, a ainsi évité les quelques séances de volatilité qui ont secoué les marchés étrangers au début du mois de mai. Cela ne l'a pas empêché de reculer sur la première quinzaine de mai, sous l'effet des inquiétudes persistantes concernant ses principaux partenaires commerciaux : le confinement de la Chine et l'attitude agressive de la Réserve Fédérale. L'indice

Topix a toutefois bien mieux résisté que les principaux autres indices boursiers, perdant moins de 4 % à la mi-mai. En effet, les taux de change sont restés favorables aux entreprises exportatrices japonaises et la saison des bénéfices s'est révélée bien meilleure que prévu face aux nombreuses pressions inflationnistes et aux perturbations de la chaîne d'approvisionnement. L'indice a effacé toutes ses pertes dans la deuxième partie du mois, alors que



certaines signes laissaient penser que l'inflation pouvait avoir atteint un pic aux États-Unis, tandis que les contaminations de Covid en Chine diminuaient et qu'une reprise complète de l'activité était enfin en vue. L'indice Topix a ainsi réussi à gagner 0,8 % en mai.

Les bénéfices des entreprises ont expliqué une grande partie des performances des secteurs et des titres. **Les catégories les plus décevantes à cet égard ont été les financières et les biens de consommation de première nécessité, qui ont enregistré la plus faible proportion de bénéfices supérieurs au consensus.** Plusieurs banques, dont la Shizuoka Bank et Resona Holdings, ont annoncé qu'elles avaient réalisé, à cause de la hausse des taux, leurs moins-values sur des positions en obligations étrangères. Les deux titres ont corrigé fortement. Mitsubishi UFJ, qui était dans la même situation mais a également annoncé un rachat d'actions de 300 milliards de yens (soit près de 5 % des titres en circulation), a réussi à limiter la chute à seulement 3 %. En ce qui concerne les biens de consommation de base, si de nombreuses entreprises ont augmenté leurs prix, le mouvement a été trop lent ou trop tardif pour compenser l'impact sur les marges pour ce trimestre. Les commerces alimentaires, tels que l'opérateur de magasins de proximité Seven & I, ont également été pris dans la spirale de leurs homologues américains touchés par la pression inflationniste.

À l'autre extrémité, on trouve le secteur de l'énergie, au sein duquel plus de 80 % des entreprises ont dépassé les prévisions du consensus. Avec la nouvelle hausse des prix du pétrole et du gaz naturel, les secteurs de l'exploitation minière et des produits liés au pétrole et au charbon ont tous deux gagné 10 % en mai. **Le secteur technologique a également surperformé grâce à de bons résultats et à des prévisions rassurantes.** Hitachi, par exemple, a continué à enregistrer une croissance positive des commandes dans toutes ses activités, tandis que Murata Manufacturing a vu son ratio commandes-facturations passer au-dessus de 1 pour la première fois en trois mois. Les hausses de prix de

Seiko Epson, dans un contexte de pénuries, ont permis de compenser la flambée des coûts des matériaux et de la logistique. La société s'attend à ce que sa chaîne d'approvisionnement s'améliore au cours du second semestre de son exercice fiscal, et a effectué certains changements dans la conception des produits pour faciliter la diversification de ses fournisseurs. Exprimant davantage sa confiance, elle a annoncé un vaste plan de rachat de près de 10 % de ses actions d'ici à 2023. Son action a grimpé de 18 % en mai.

D'autres entreprises semblaient moins optimistes quant à leur chaîne d'approvisionnement et ont été sanctionnées par le marché. Comme mentionné précédemment, Toyota et Nintendo se sont montrés moins confiants sur leur capacité à produire suffisamment cette année. Le constructeur automobile a revu à la baisse son plan de production de juin, tandis que Furukawa-san, le patron de la société de jeux vidéo, a déclaré qu'il ne prévoyait pas la fin prochaine de la pénurie de semi-conducteurs. Il s'attendait donc à ce que ses ventes de consoles diminuent de 9 % en volume au cours du prochain exercice. Les deux actions ont chuté d'environ 5 % au cours du mois.

Certaines discussions politiques ont également eu un effet sur le marché. Les valeurs de la défense ont été portées par la proposition du Parti Libéral Démocrate de doubler le budget de défense du pays. Les services publics ont également progressé après le discours de Kishida-san à Londres, dans lequel il a réaffirmé sa volonté d'accélérer le redémarrage des centrales nucléaires. Les titres des producteurs d'électricité les plus exposés, comme Kansai Electric Power et Electric Power Development, ont enregistré des hausses à deux chiffres. Enfin, les compagnies aériennes et les agences de voyage ont bien progressé, la décision du gouvernement d'augmenter les quotas des voyageurs entrants devant soutenir la reprise de leurs bénéfices.



Les perspectives : Nous restons prudents quant aux économies étrangères et à l'inflation persistante sur les produits alimentaires et énergétiques, qui sont importants pour l'économie japonaise, dépendante des exportations et des matières premières. Il est toutefois encourageant de constater que les entreprises nippones augmentent enfin leurs prix et que la réaction initiale des consommateurs semble résiliente.

La fin des restrictions en Chine ne résout pas tous les problèmes. Nous pensons **qu'il faudra des mois pour que la chaîne d'approvisionnement se remette complètement des perturbations**, pour que les navires atteignent leur destination et pour que les marchandises soient déchargées. Le transport aérien ne sera pas d'un grand secours car il reste cher pour les articles lourds. Les prévisions de production du METI, qui tablent sur un rebond de 4,8 et 9% respectivement en mai et juin, nous semblent donc un peu optimistes. Qui plus est, **il faudra évaluer les dégâts des blocages sur le consommateur chinois, alors que le taux de chômage du pays a bondi à 6%**, soit environ son niveau de mars 2020. Xi Jinping a promis de soutenir son économie, mais il sera également contraint par les pressions inflationnistes. Dans l'intervalle, le taux d'épargne des ménages américains a sensiblement baissé et la dernière saison des résultats a suscité des doutes quant à la résistance des dépenses face aux pressions inflationnistes. Nous restons donc prudents quant aux économies étrangères et à leur répercussion sur le Japon.

La pénurie de nourriture et d'énergie reste également une préoccupation majeure et il est peu probable que les prix diminuent à court terme, même dans l'éventualité peu probable d'une trêve entre l'Ukraine et la Russie. Il faudra au moins un an pour que les terres agricoles se remettent du conflit, et il est difficile d'envisager que les pays fassent à nouveau confiance à la Russie pour leurs échanges commerciaux dans un avenir proche. Étant donnée la dépendance du Japon à l'égard de ces produits de base, il est essentiel que le gouvernement adopte les bonnes politiques. La volonté d'accélérer la production d'électricité nucléaire est un pas dans cette direction, mais sa mise en œuvre doit suivre.

Dans ce contexte, les hausses de prix seront essentielles pour protéger les marges des entreprises. Même si cela a souvent été fait trop tard et trop lentement, les sociétés japonaises vont dans la bonne direction et rattrapent lentement leur retard. En ce qui concerne l'exportation, la faiblesse du yen constitue un avantage certain. Sur le plan intérieur, les données préliminaires sur la consommation suggèrent que les hausses de prix n'ont pas affecté les dépenses jusqu'à présent, bien au contraire. **Sous réserve de confirmation, après de nombreuses années de déflation, les ménages japonais pourraient enfin se sentir incités à ne plus remettre leurs dépenses à plus tard.** Il est vrai que le moment choisi coïncide avec l'amélioration du sentiment à l'égard de la pandémie, le début de la saison des voyages et une réouverture lente, mais prudente et progressive des voyages internationaux. Le gouvernement doublera le plafond de 10 000 personnes par jour en juin, ce qui correspond à moins de 20 % des niveaux pré-pandémiques. Après cette période de normalisation, qui peut être soutenue par une épargne importante, les salaires devront finir par suivre pour que la consommation se maintienne, ce qui sera bien sûr plus difficile si les économies étrangères ralentissent trop.

Le marché boursier japonais a fait preuve d'une étonnante résistance par rapport aux autres bourses développées (du moins lorsqu'on les compare en monnaie locale). Nous pensons que **les hypothèses de bénéfices pourraient s'avérer correctes à condition que la chaîne d'approvisionnement reprenne effectivement avant l'automne et que les économies étrangères ne se détériorent pas trop.** Dans le cas contraire, les entreprises japonaises se retrouveront avec le petit coussin qu'elles se sont créé en utilisant généralement des hypothèses très prudentes sur les taux de change.

Information importante: Les avis exprimés dans ce document sont à but exclusivement informatif. Ils ne sauraient constituer une recommandation d'adopter ou de modifier une stratégie d'investissement, ni d'acheter ou de vendre un instrument financier. Ils reflètent l'analyse de Graphene Investments à la date indiqué en tête de document, sur la base de l'information disponible à cette date. Cette information, ainsi que les opinions et hypothèses qui en découlent, sont susceptible d'évoluer à tout moment. Graphene Investments ne garantit ni leur exhaustivité ni leur exactitude.

Les références à la performance des marchés, des instruments financiers ou de la stratégie sont fournies à titre d'information. Les performances passées ne sauraient constituer une indication de la performance qui pourra être obtenue dans le futur. Sauf indication contraire, le présent document ne se rapportant à aucun fonds en particulier, les chiffres cités concernent la performance brute de la stratégie Japan Essential Value. Ils sont obtenus à partir de la performance réelle d'un compte géré selon cette stratégie, libellé en yen et ne faisant l'objet d'aucun couverture de change. Le détail du calcul est disponible sur demande auprès de Graphene Investments. La performance réellement obtenue par la même stratégie dans chaque véhicule d'investissement où elle est appliquée peut varier en fonction des caractéristiques de ce véhicule et des conditions de mise en œuvre.

Avant de prendre une décision d'investissement, quelle qu'elle soit, les investisseurs doivent mener leur propre analyse, en utilisant une information à jour, pour se faire une opinion sur l'adéquation et le risque de l'investissement envisagé.

La reproduction de tout ou partie du présent document est interdite sans l'accord préalable écrit de Graphene Investments.



Agrément AMF n° GP-16000022
10 rue La Boétie 75008 Paris (France)
T: +33.1.70.82.44.50
F: +33.1.70.82.44.49
E: contact@graphene-investments.com
W: www.graphene-investments.com