



Document conçu principalement pour des investisseurs professionnels

Les faits: L'accord commercial avec les Etats-Unis ayant été signé, le Premier Ministre Ishiba a remis sa démission, donnant à la Banque du Japon une nouvelle excuse pour maintenir ses taux inchangés. Parallèlement, de nouvelles annonces concernant les dépenses engagées pour l'IA ont ravivé l'enthousiasme pour cette thématique.

Le mois a démarré sur une note positive, puisque Donald Trump a fini par signer le décret fixant les droits de douane sur les importations en provenance du Japon à 15% sur la plupart des produits, y compris les voitures. L'accord commercial étant entériné, Ishiba-san a annoncé qu'il se retirerait. **Une élection au sein du parti dirigeant a donc été fixée au 4 octobre. Parmi les cinq candidats, l'ancienne Ministre de la Sécurité Economique Sanae Takaichi, l'actuel Ministre de l'Agriculture Shinjiro Koizumi et le Secrétaire Général du gouvernement Yoshimasa Hayashi** étaient vus comme les principaux prétendants, du plus accommodant/expansionniste au plus conservateur.

Etant donnée l'incertitude politique, la Banque du Japon a maintenu ses taux inchangés en septembre, une décision qui, une fois n'est pas coutume, n'était pas unanime puisque deux membres du comité souhaitaient les relever. **La BdJ a toutefois annoncé une poursuite de la normalisation**, d'une manière différente, **en accélérant sa stratégie de cession de ses positions en ETFs et en REITs**, à un rythme toujours mesuré de respectivement 330 et 5 milliards de yen par an.

En effet, **le taux d'inflation était au-dessus de la cible de la banque centrale depuis quelque temps, mais son rythme décélèrait**, selon les données officielles. L'inflation globale constatée sur douze mois a baissé de 3.1 à 2.7% entre juillet et août, affichant son niveau le plus faible depuis décembre, avec la contribution d'aides gouvernementales et de la

gratuité de l'enseignement secondaire. Associées à la hausse récente des salaires et à la distribution des bonus, ces mesures ont aidé les salaires réels à progresser en juillet, pour la première fois en sept mois. Dans le même temps, la société de recherche Teikoku Databank a indiqué qu'un total de 1422 produits alimentaires et boissons de 195 fabricants importants seraient plus chers en septembre, ce qui était supérieur aux 1010 produits augmentés en août.

Parallèlement, la croissance économique du Japon a été révisée de 1.0 à 2.2% pour le trimestre s'achevant en juin en raison d'une contribution plus importante des stocks et de la consommation. La composante des dépenses d'investissements a toutefois été révisée à la baisse, comme d'ailleurs les plans d'investissement pour l'ensemble de l'exercice 2025 (passés d'une hausse de 7.3 à 6.8%), selon l'étude trimestrielle sur les perspectives économiques réalisée en septembre par le Ministère des Finances.

Par ailleurs, les exportations japonaises ont baissé pour le quatrième mois consécutif en août. **Les droits de douane élevés ont sévèrement impacté les expéditions vers les Etats-Unis, qui ont baissé de 13.8% en un an. La chute était encore plus importante que celle de 10.1% observée le mois dernier, et était la plus forte depuis février 2021.** Les exportations vers la Chine ont également fléchi légèrement. Ces deux partenaires commerciaux rencontraient leurs propres difficultés. Aux Etats-Unis, la Réserve Fédérale a réduit ses taux de 25 points de base pour des raisons de



gestion du risque face à un chômage plus important. En Chine, le gouvernement essayait de stimuler la consommation domestique alors que l'activité manufacturière reculait depuis six mois consécutifs, selon des enquêtes officielles.

En fin de compte, l'intelligence artificielle a été la source d'optimisme dans le monde. Plusieurs nouveaux plans de dépenses ont été annoncés en septembre, principalement

par des entreprises américaines. Nvidia a notamment décidé de dépenser \$100 milliards sur OpenAi, tandis qu'Oracle a fait état d'un énorme carnet de commandes et a décrit la demande pour les serveurs IA comme historique. Ceci a eu des implications majeures pour les fournisseurs japonais de technologie.

Les effets : L'indice Topix a signé son sixième mois consécutif de hausse, gagnant encore 2% en septembre et atteignant de nouveaux records. Les changements attendus à la tête du pays et la baisse des taux de la Réserve Fédérale ont favorisé l'optimisme mais ce sont les catégories liées à l'IA qui ont particulièrement brillé.

La volatilité est restée faible en septembre. L'indice a progressé régulièrement tout au long du mois et aucune séance n'a varié de beaucoup plus de +/-1% (sauf celle du 29 septembre, quand les dividendes ont été détachés). Au final, l'indice a gagné 2% en septembre et 3% après réintégration du paiement des dividendes semestriels, qui sont désormais moins négligeables qu'auparavant. L'indice a donc atteint de nouveaux plus hauts. Le Nikkei a même dépassé le seuil psychologique des 45 000. Les actions japonaises ont réagi positivement à l'annonce du retrait d'Ishiba-san. Les investisseurs s'attendaient à ce que le nouveau dirigeant du pays, potentiellement Takaichi-san, mette en place des mesures expansionnistes. La Réserve Fédérale a aussi été moins restrictive. Le principal moteur du marché en septembre a toutefois été l'intelligence artificielle, à la suite de nombreuses annonces de grandes sociétés américaines.

La technologie a ainsi fini en tête. Les dépenses continues dans l'infrastructure d'intelligence artificielle ont bénéficié très largement aux **équipementiers pour l'industrie des semi-conducteurs**, qui **ont gagné 23%** en septembre, et dans une moindre mesure, aux fabricants de puces qui ont monté de presque 5%. D'autres noms spécifiques en ont profité, comme SoftBank Group qui a gagné 15 %, le conglomérat ayant investi dans OpenAI et ARM Holdings.

Plus impressionnant encore, Kioxia, le leader mondial des mémoires flash, a vu son cours de bourse bondir de 88 % ! Les composants électroniques ont également fait mieux que l'indice. Les fournisseurs d'Apple ont profité des rumeurs selon lesquelles le fabricant d'iPhone aurait demandé à ses sous-traitants d'augmenter leur production quotidienne d'au moins 30 %, suite au succès de ses nouveaux produits. Enfin, le thème de l'IA a soutenu **le secteur des métaux non ferreux, qui a terminé en hausse de 10 %, car il réunit les spécialistes de la fibre optique.**

Les banques et l'immobilier ont également légèrement surperformé, mais dans une moindre mesure. Les banques sont considérées comme les bénéficiaires de la politique monétaire moins accommodante de la Banque du Japon, et même si la Réserve Fédérale américaine a baissé ses taux, son discours ne semblait pas trop complaisant. Aussi contradictoire que cela puisse paraître compte tenu de sa réaction généralement opposée aux politiques monétaires restrictives, l'immobilier a aussi bien performé dans le cadre de fondamentaux solides au Japon. Les ventes d'appartements en copropriété à Tokyo ont notamment bondi de 78 % en août, malgré des prix en hausse de 5 et 10%. Les constructeurs semblaient confiants quant à la demande finale, avec de plus en plus d'acheteurs étrangers.



Parmi les secteurs à la traîne figuraient d'autres catégories exportatrices telles que les équipements de transport (principalement les constructeurs automobiles) et la sidérurgie, pour lesquelles le rebond lié au soulagement a pris fin, les taux de droits de douane semblant désormais définitifs. Même le secteur pharmaceutique a terminé en baisse, malgré le traitement préférentiel accordé par l'administration américaine aux acteurs japonais (avec une réduction des droits de douane de 100 % à 15 %). D'autres

secteurs domestiques et défensifs ont également été délaissés. Le transport maritime a toutefois été le plus touché, en raison de la chute des tarifs de fret sur les routes Asie-Amérique du Nord et de la baisse attendue des volumes.

Les perspectives : Quel que soit le prochain Premier Ministre (ou la prochaine), nous pensons que les partis d'opposition lui rendront difficile la mise en œuvre de réformes audacieuses. Compte tenu du contexte mondial incertain, nous pensons donc que la normalisation de la politique monétaire de la Banque du Japon prendra du temps.

Mme Takaichi est la candidate la plus modérée et la plus favorable à la croissance. Elle semble également être la plus populaire auprès du public, selon les sondages d'opinion réalisés par les médias. Si elle était élue, elle deviendrait la première femme Premier Ministre de l'histoire du Japon. Cependant, il s'agit d'une élection interne au PLD et non d'une élection nationale, et la popularité d'un candidat auprès du public n'est par une estimation fiable de sa popularité au sein du parti. En effet, le dernier sondage réalisé par le quotidien Asahi Shimbun auprès des membres du PLD à la Diète montre que Shinjiro Koizumi et Yoshimasa Hayashi sont en tête, mais qu'aucun d'eux n'est en mesure d'obtenir la majorité au premier tour. Cependant, de nombreux électeurs sont encore indécis. De plus, comme le PLD a perdu sa majorité à la chambre basse, son nouveau chef ne deviendra pas nécessairement Premier Ministre. Nous pensons néanmoins que ce sera le cas, car avec ses 196 sièges (sur 465), le PLD reste le plus grand bloc électoral de la Chambre. L'attention se portera alors sur les nominations au sein du Cabinet, les négociations de coalition et la présentation des mesures économiques, qui devraient se concentrer sur le contrôle de l'inflation plutôt que sur la croissance à long terme. Quoi qu'il en soit, nous pensons que l'absence de majorité rendra difficile pour le

prochain dirigeant de mener à bien les réformes clés dont le pays a besoin.

Dans l'intervalle, le nouveau gouvernement ne doit pas baisser la garde sur le front du commerce international. Nous ne pouvons exclure le risque que l'administration Trump utilise désormais des droits de douane spécifiques à certains secteurs pour élargir la portée des taxes actuelles. En effet, après avoir donné son accord à l'achat de US Steel par Nippon Steel, la Maison Blanche a invoqué sa "golden share" pour bloquer un projet de fermeture d'un site d'US Steel pour améliorer la productivité.

Pour ce qui est de la politique monétaire, la Banque du Japon pourrait prendre son temps pour accumuler les données reflétant l'impact réel des droits de douane, et laisser le nouveau gouvernement prendre ses marques. Il est toutefois intéressant de noter que deux membres du conseil ont soutenu une hausse des taux, alors que tous les décideurs penchaient pour des taux stables en juillet. Nous pensons malgré cela que la décision de la banque centrale est cohérente avec sa volonté de poursuivre une normalisation de sa politique monétaire, plutôt qu'un durcissement. La décision de réduire son exposition aux ETFs est logique. La banque détient environ 7% du marché domestique des actions, qui a récemment atteint de



nouveaux sommets. Maintenant, **au rythme indiqué, il lui faudrait ... 137 années pour en céder la totalité.** Cela signifie qu'elle n'est pas pressée et que cela ne devrait pas représenter un risque majeur de pression vendeuse. De plus, le fonds d'investissement des retraites japonaises a indiqué vouloir acheter des REITs.

Tout bien considéré, **nous pensons que le catalyseur majeur pour le marché reste l'impact des changements autour de la gouvernance d'entreprise.** Cette année marque le dixième anniversaire de l'introduction du code de gouvernance d'entreprise au Japon. Corriger le manque d'administrateurs indépendants pour renforcer la supervision des dirigeants était l'un de ses axes majeurs. Selon le Tokyo Stock Exchange, seulement 6.4% des sociétés de la première section avaient au moins un tiers de leur conseil d'administration qui était indépendant en 2014 mais ce chiffre a atteint 100% l'année dernière dans la section principale, encore appelée "Prime". Bientôt, **le FSA révisera le code, en ciblant la masse de cash accumulée, pour une application attendue en 2026.** Sous la pression grandissante du régulateur et des investisseurs, nous nous attendons à ce que les entreprises japonaises poursuivent leurs efforts vers une meilleure allocation de leur capital, comme Sony l'a fait récemment en se séparant de sa filiale financière (ce que les investisseurs ont apprécié).

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
75 Bd. Haussmann 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