



Document conçu principalement pour des investisseurs professionnels

Les faits: L'escalade du conflit au Moyen-Orient a constitué l'événement marquant du mois de mars, entraînant une flambée historique des prix du pétrole qui, pour l'économie japonaise fortement dépendante énergétiquement, a relégué au second plan les indicateurs économiques plutôt positifs.

Plusieurs informations publiées en mars ont confirmé que l'économie japonaise continuait d'évoluer dans la bonne direction. Le gouvernement a révisé à la hausse la croissance du PIB du pays, de 1.1 à 1.3% pour le trimestre achevé en décembre, grâce à une augmentation des dépenses d'investissement et de la consommation privée. Les ventes au détail ont été légèrement en baisse en février, mais la confiance des consommateurs, des ouvriers d'usine et des commerçants a continué à s'améliorer au cours de la même période. L'inflation sur un an a légèrement reculé à 1.3% au cours du même mois, grâce aux subventions sur l'énergie. Parallèlement, **l'association japonaise des syndicats, Rengo, a confirmé avoir obtenu une augmentation salariale supérieure à 5% lors des négociations de printemps**, de nombreuses grandes entreprises ayant accepté l'intégralité des revendications dans un contexte de pénurie de main-d'œuvre.

Cet optimisme a été de facto remis en cause par le contexte géopolitique. Les frappes américaines et israéliennes contre l'Iran, qui ont débuté fin février, se sont fortement intensifiées en mars. **Les représailles iraniennes ont endommagé des installations clés dans les pays voisins et entraîné la fermeture du détroit d'Ormuz.** Cette voie maritime est cruciale, car elle est empruntée par environ 20% de la consommation mondiale de pétrole, selon l'Agence Internationale de l'Energie (AIE). À la fin du mois, les frappes continuaient, bien que, selon Donald Trump, elles évitent les infrastructures civiles tant que les

discussions semblaient progresser. Des rumeurs non confirmées ont circulé selon lesquelles l'Iran aurait demandé un cessez-le-feu, mais il était impossible de dire si le conflit prendrait fin rapidement. Afin d'atténuer le poids de la hausse des prix du pétrole, l'AIE a décidé la plus importante libération de réserves de pétrole jamais réalisée, tandis que Donald Trump a levé ses sanctions contre la Russie et Cuba. **Les prix de l'or noir ont toutefois bondi de 45% en mars**, leur plus forte hausse mensuelle de l'histoire !

Le Japon, qui, en 2024, couvrait plus de 90% de ses besoins en pétrole et environ 10% de ses besoins en gaz grâce à des importations du Moyen-Orient, est particulièrement exposé. À la mi-mars, **la Première Ministre Sanae Takaichi a donc également commencé à libérer 20% des réserves de pétrole du pays, qui s'élevaient à environ 250 jours à la fin janvier. Elle a mis en place des aides sur les produits pétroliers, dont un plafonnement des prix de l'essence.** Elle autorisera également un recours accru aux centrales à charbon afin de garantir l'approvisionnement en électricité et de faire face au choc énergétique. La Première Ministre a également rencontré Donald Trump. Cette entrevue s'est relativement bien déroulée, malgré une remarque gênante du président américain comparant l'attaque surprise contre l'Iran à Pearl Harbor. M. Trump n'a pas fait pression sur le Japon pour qu'il intervienne dans le conflit, et n'a pas non plus évoqué directement le devoir du Japon d'augmenter ses dépenses de défense. Les deux dirigeants ont également



convenu de passer à la deuxième phase des investissements japonais aux États-Unis, qui comprend une coopération en matière de développement des infrastructures visant à accroître la production américaine de pétrole brut, en particulier en Alaska.

Les initiatives de la Première Ministre revêtaient d'autant plus d'importance que le yen continuait de s'affaiblir face au dollar américain, rendant les importations d'énergie encore plus coûteuses. La Banque du Japon a maintenu ses taux inchangés. Elle a réaffirmé son point de vue quant à une reprise modérée de l'économie, mais a ajouté que la situation au Moyen-Orient, ainsi que l'évolution des prix du pétrole brut, constituaient des facteurs de risque supplémentaires.

En réalité, **plusieurs entreprises japonaises ont déjà annoncé des réductions de production.** C'est le cas des sociétés pétrochimiques, qui craignaient que le conflit au Moyen-Orient ne pèse sur l'approvisionnement en naphta, un composant essentiel à la fabrication des plastiques. Même le fabricant de snacks Yamayoshi Seika a suspendu la production de plusieurs produits en raison de difficultés à

s'approvisionner en combustibles. Les deux principaux raffineurs japonais, Idemitsu Kosan et Cosmo Energy, ont reporté leurs plans à moyen terme, car leurs stocks disponibles étaient limités. Il est toutefois intéressant de noter que **plusieurs autres entreprises se sont montrées plus réactives que d'habitude pour augmenter leurs prix et refléter rapidement les fluctuations des coûts des matières premières.** C'était le cas d'entreprises chimiques comme Shin-Etsu et Toray, mais aussi de Murata Manufacturing, GS Yuasa ou Sony, pour n'en citer que quelques-unes dans d'autres secteurs.

Derrière cette agitation, **les investisseurs étrangers semblaient également se montrer de plus en plus actifs au Japon.** Parmi les informations les plus fréquemment relayées, on peut citer la conclusion d'une alliance financière et commerciale entre Berkshire Hathaway et l'assureur Tokio Marine. L'investisseur activiste Elliott Management a pris une participation dans le géant japonais du transport maritime Mitsui OSK, tandis que Bain Capital et KKR semblaient également manifester leur intérêt pour un investissement dans la compagnie d'électricité Tokyo Electric Power.

Les effets: Dans ce contexte, l'indice Topix a chuté de près de 11%, enregistrant ainsi son pire mois depuis la crise des subprimes. Sans surprise, le secteur de l'énergie s'est démarqué, tandis que les secteurs très consommateurs de pétrole ont été largement vendus. Notre stratégie a surperformé de 91 points de base grâce à son positionnement modérément défensif.

L'indice Topix a affiché une tendance baissière tout au long du mois et s'est montré particulièrement volatil. Près de la moitié des séances quotidiennes ont enregistré une variation supérieure à 2%, à la hausse ou à la baisse. L'indice a tenté de rebondir à plusieurs reprises lorsque Donald Trump a annoncé que le conflit serait résolu « très bientôt » ou a reporté les frappes de plusieurs jours, affirmant que les négociations progressaient, mais il a rechuté le lendemain alors que les combats se poursuivaient. **La baisse**

s'est accélérée lorsque le yen a franchi la barre psychologique des 160 dollars, son plus bas niveau depuis juillet 2024. Au final, l'indice Topix a perdu 11.2% en mars (ou 10.3% après dividendes), ce qui en fait son pire mois depuis octobre 2008.

Sur les 33 secteurs du Topix, tous ont reculé sauf deux. Ceux qui ont fait exception étaient le transport maritime et l'exploitation minière. Le premier a progressé de 10%, la fermeture du détroit d'Ormuz laissant présager une hausse



des tarifs de fret et un allongement des itinéraires maritimes. Mitsui OSK a enregistré une hausse supérieure à ce chiffre, grâce notamment à l'annonce de la prise de participation par Elliot. Le secteur minier, qui, malgré son appellation, comprend principalement des compagnies pétrolières, a affiché une performance près de deux fois supérieure. Le secteur "pétrole & charbon" a également relativement bien résisté, les raffineurs devant bénéficier de prix de vente plus élevés, mais il a perdu environ 4%, la production pouvant être perturbée par des contraintes d'approvisionnement. Le commerce de gros a également limité ses pertes à 6%, car bon nombre de ses acteurs possèdent des actifs énergétiques à l'étranger, qui devraient s'apprécier.

À l'autre bout du classement, **les secteurs à forte intensité énergétique, tels que les machines, l'industrie du caoutchouc et le transport aérien, ont baissé de 17 à 18%**. En apparence, la distribution d'électricité et de gaz n'a pas perdu plus de 5%, mais la plupart des services aux collectivités ont reculé de plus de 10%, car ils restent très exposés aux fluctuations des prix du GNL. Cependant, quelques-uns ont réussi à gagner plus de 10%, comme Renova et Erex, qui possèdent et exploitent des centrales d'énergie renouvelable, ainsi qu'Electric Power Development, qui produit principalement de l'électricité à partir du charbon et de barrages.

De manière plus générale, **les secteurs défensifs ont mieux résisté que les secteurs cycliques**. L'alimentation et les produits pharmaceutiques n'ont reculé que de 5 à 6%. Le groupe "Information & Communication" a perdu encore moins, et les principales entreprises de télécommunications, NTT et KDDI, ont même terminé en hausse. À l'inverse, les équipements de transport, la construction et l'électroménager ont chuté de plus de 15%.

Le cas du secteur financier s'est avéré plus particulier. **Les banques ont été durement touchées**, car un conflit prolongé risquerait de ralentir les économies mondiales et d'accroître les risques de défaut de crédit et de liquidité. Certains grands gestionnaires d'actifs américains spécialisés dans le crédit privé n'ont pas été en mesure d'honorer les

demandes de rachat. De plus, la guerre remet en cause la politique de normalisation de la Banque du Japon. **Le secteur de l'assurance s'en est toutefois beaucoup mieux sorti**, notamment grâce à Tokyo Marine, dont le cours de l'action a progressé de 12% à la suite de son alliance avec Berkshire Hathaway.

Dans ce contexte, le positionnement modérément défensif de notre stratégie a permis de surperformer l'indice Topix d'environ 91 points de base avant frais, selon notre estimation. Notre sélection de sociétés relativement plus défensives, davantage axées sur le marché intérieur et exposées aux tendances structurelles japonaises, nous a aidés à atténuer l'impact des placements les plus cycliques.

Les trois titres les plus performants de notre portefeuille simulé ont enregistré de solides résultats, compris entre 16 et 23%. Parmi eux figuraient Inpex, le principal acteur de l'exploration et de la production pétrolière au Japon, et J-Power, la seule entreprise de production d'électricité intégrée verticalement disposant de centrales à charbon. Le dernier, Kakaku.com, est un opérateur de services en ligne allant de la recherche d'emploi à la réservation de restaurants et d'hôtels, qui a récemment été pris pour cible par l'investisseur activiste Oasis Management, dans l'optique de soumettre des résolutions visant à dégager davantage de valeur. Par ailleurs, nos trois moins bonnes positions (un fabricant de pneus, une entreprise de semi-conducteurs et un fabricant de roulements à billes) ont enregistré une sous-performance modérée.

Enfin, plusieurs de nos positions ont annoncé qu'elles prenaient des mesures immédiates pour réduire l'effet de la hausse des coûts des intrants. Toray a mis en place un système de surtaxe pour certaines résines et fibres de carbone afin de faire face à la flambée des coûts du pétrole brut et du naphtha. Parallèlement, à partir du mois d'avril, GS Yuasa révisera les prix de ses systèmes d'alimentation industriels et de ses batteries au plomb livrées au Japon.



Nos décisions: Notre exposition est restée relativement inchangée depuis le début de l'année. Dans un contexte de visibilité limitée, nos opérations ont été guidées par le choix de valeurs, la discipline et les valorisations. Nous avons remplacé une entreprise du secteur chimique par une autre qui s'emploie davantage à restructurer son portefeuille, et avons renforcé notre position dans une grande banque à des fins de gestion des risques.

Seules deux des 44 actions de notre sélection ont été remplacées au cours du premier trimestre 2026.

Le premier arbitrage nous a conduits à céder une entreprise de peinture au profit d'une société plus diversifiée. Nous avons conservé Kansai Paint, malgré la faiblesse de la demande de peinture automobile et la concurrence accrue en Inde, en raison de ses efforts croissants pour améliorer ses marges à l'étranger. Les réformes sous-jacentes mettent toutefois plus de temps que prévu à porter leurs fruits et nous avons saisi l'occasion pour passer à une autre entreprise chimique plus réactive et moins chère. La gamme de Sumitomo Chemical s'étend de l'agriculture (herbicides, pesticides, etc.) aux produits pharmaceutiques, en passant par les produits chimiques essentiels et ceux liés aux semi-conducteurs. Le conglomérat a engagé des réformes structurelles pour améliorer sa rentabilité, comme la réduction des coûts fixes, la cession d'activités moins rentables et la concentration sur des matériaux plus écologiques et innovants générant des marges plus élevées. À court terme, grâce à une structure allégée, la société devrait pleinement bénéficier du lancement prochain de trois produits phares dans le domaine de la protection des cultures, ainsi que de la forte demande en photorésines et matériaux pour semi-conducteurs, pour lesquels elle a récemment ajouté des sites de production à Taïwan et aux États-Unis.

Nous avons également cédé notre position sur Mitsubishi Corp, une société de négoce dont l'action avait fortement monté, au point que notre système de filtre quantitatif a déclenché un signal de prise de bénéfices. En contrepartie, nous avons renforcé notre position sur Mitsubishi UFJ Financial Group. Le poids du secteur financier a augmenté

dans l'indice depuis que la Banque du Japon a commencé à relever ses taux. Notre portefeuille, dont les pondérations cibles sont fixes, n'était plus surexposé sur les banques et nous avons estimé que cela n'était pas adéquat avec l'arrivée de Mme Takaichi au poste de Premier Ministre, qui encourage la croissance. Nous avons choisi d'augmenter la pondération de MUFG car cette société bénéficie également d'un important réservoir de fusions-acquisitions, de son exposition à Morgan Stanley et d'un bilan solide avec un portefeuille d'obligations domestiques à faible durée, au cas où les taux viendraient à s'envoler en raison de craintes liées à la dette.

Ces deux décisions ont été prises avant que le conflit au Moyen-Orient n'éclate. Les ventes de Sumitomo Chemical au Moyen-Orient représentent moins de 5% de son chiffre d'affaires, et la société venait de réduire sa participation (de 27.5 à 15%) dans le complexe intégré de raffinage et de pétrochimie Petro Rabigh en Arabie Saoudite, moins rentable. Nous restons sous-pondérés sur le secteur de la chimie, ce qui paraît d'autant plus raisonnable maintenant que le coût de leurs intrants est en hausse. Quant à MUFG, nous continuons à être confiants quant à notre position surpondérée pour le long terme. Dans l'immédiat, la banque présente certes une exposition au crédit au Moyen-Orient, mais le risque semble limité, car l'essentiel du financement concerne des projets liés aux gouvernements.

La dépendance du Japon vis-à-vis des matières premières est un thème bien représenté dans notre portefeuille, non seulement parmi les titres les plus performants de ce mois-ci, mais aussi à travers des entreprises qui se concentrent sur la diversification, l'efficacité énergétique et le développement des infrastructures qui s'y rapportent. Dans



l'ensemble, nous estimons que notre portefeuille offre un bon équilibre entre des valeurs relativement défensives et nationales et des valeurs cycliques moins chères pour traverser cette période. En effet, à la fin du mois de mars,

notre stratégie « Value » affichait un ratio cours/bénéfice (PE) de 13,7x, soit une décote attrayante de deux points par rapport à l'indice Topix, tout en parvenant à égaler sa croissance à long terme de 10%.

Les perspectives: Même en cas de résolution rapide, nous pensons qu'il faudra du temps pour que les marchés de l'énergie et les chaînes d'approvisionnement reviennent à la normale. Les investisseurs ont commencé à en tenir compte, mais tant que le conflit n'est pas terminé, nous ne pouvons pas savoir si cela suffira. Nous estimons que les investisseurs devraient se positionner de manière sélective dans une perspective à long terme à mesure que le marché japonais corrige.

Nous n'essaierons pas de deviner combien de temps ce conflit durera, car personne ne le sait réellement. Ce que nous savons, en revanche, c'est que même si la guerre devait prendre fin demain, des perturbations prolongées risquent de persister pendant un certain temps. L'AIE a indiqué le 23 mars que plus de 40 installations énergétiques réparties dans neuf pays du Moyen-Orient avaient été « gravement ou très gravement » endommagées. Comme les dégâts touchent des champs pétroliers, des raffineries et des oléoducs, le rétablissement de la production risque de prendre du temps même après la fin des hostilités. Le directeur de l'AIE a comparé l'ampleur des dégâts à la somme de plusieurs chocs passés, y compris ceux de 1972 et 2022. Le PDG de QatarEnergy a même déclaré qu'il faudrait jusqu'à cinq ans pour récupérer les 17% de capacité de GNL du Qatar qui ont été détruites ! La demande de pétrole est très inélastique à court terme, car la plupart des utilisations finales ont peu de substituts immédiats. Le conflit affecte de nombreux secteurs, notamment la pétrochimie, les engrais ou l'hélium, perturbe des chaînes d'approvisionnement entières et augmente les coûts de transport. Plus la guerre dure, plus elle devient dramatique, car elle entraînera une destruction de la demande. En effet, **quatre des cinq chocs pétroliers survenus depuis les années 1970 ont conduit à une récession globale, mais les**

pays disposent désormais de réserves plus importantes et l'économie mondiale est moins dépendante du pétrole.

Le Japon et ses partenaires commerciaux asiatiques sont particulièrement exposés. En effet, selon le METI, le secteur manufacturier japonais dépend encore du pétrole pour environ 30% de son mix énergétique, dont plus de 90% proviennent du Moyen-Orient. La Première Ministre nouvellement nommée prend cette situation importante très au sérieux. Elle compte sur les grosses réserves du pays, qui avaient contribué à atténuer l'inflation lors du choc pétrolier de 1979. Leur mobilisation est toutefois temporaire et ne peut constituer une solution adéquate en cas de pénurie prolongée. Les subventions allégeront la charge, mais risquent également d'entamer le budget du gouvernement consacré aux investissements de croissance, ce qui suscite déjà des inquiétudes quant à l'endettement du pays. Dans l'intervalle, **Mme Takaichi mène habilement une diplomatie visant à diversifier géographiquement l'approvisionnement du Japon en ressources**, mais les résultats mettront du temps à se concrétiser. De plus, la Banque du Japon se trouve prise en étau. La pression sur les coûts, exacerbée par une dépréciation excessive du yen, justifie une hausse des taux, et les récentes négociations salariales le confirment également, mais une récession mondiale plaiderait pour un choix inverse.



Avec une baisse du marché supérieure à 10 %, un certain impact sur les bénéficiaires a toutefois déjà été pris en compte. Nous ne pouvons donc pas exclure un rebond à court terme, dans l'éventualité d'une réouverture rapide du détroit d'Ormuz. Le marché japonais était surchauffé depuis quelque temps et avait besoin d'une correction salutaire qui pourrait être bien accueillie par les investisseurs à long terme. **Sous une nouvelle direction, et malgré une situation immédiate délicate, nous sommes fermement persuadés que le marché boursier japonais réunit de plus en plus les conditions nécessaires pour convaincre les investisseurs étrangers de renverser leur sous-pondération à long terme. Le nombre croissant d'activistes montre déjà la voie.**

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 indiquée 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 susceptibles 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. Graphene Investments ne gère actuellement aucun fonds ou compte qui puisse être considéré comme représentatif, toute mention de la performance d'investissement se réfère à la performance brute de la stratégie Japan Essential Value, telle qu'estimée par Graphene Investments sur la base du portefeuille virtuel, libellé en yen et ne faisant l'objet d'aucune couverture de change, géré par l'équipe dans des conditions qui reflètent le processus d'investissement de la stratégie. 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