



Document conçu principalement pour des investisseurs professionnels

Les faits: Le conflit au Moyen-Orient n'a pas connu de dénouement en mai. Parallèlement, les pressions inflationnistes se sont fait sentir de manière croissante sur l'économie japonaise, fortement dépendante de l'énergie, et la Banque du Japon s'est montrée plus attentive à cet égard. Alors que la Première Ministre Takaichi restait rassurante, les entreprises japonaises faisaient preuve de prudence.

Sur le plan géopolitique, la situation n'a guère évolué en mai. Le trafic dans le détroit d'Ormuz est resté extrêmement limité tout au long du mois. Des nouvelles tantôt positives tantôt négatives ont continué d'affluer entre l'Iran et les États-Unis, mais Téhéran est restée réticente à démanteler ses installations nucléaires. Lors de sa visite en Chine, Donald Trump n'a pas reçu beaucoup d'aide de la part de Xi Jinping, qui a admis ne pas comprendre cette guerre, mais a accepté de ne pas intervenir dans le conflit. À la fin du mois, cependant, des rumeurs circulaient concernant un cessez-le-feu provisoire de 60 jours avec une libre circulation dans le détroit d'Ormuz. Le président américain n'avait pas donné son accord et les frappes militaires avaient repris, mais cette idée a suffi pour que les prix du pétrole chutent bien en dessous de la barre des 100 dollars.

L'économie japonaise, qui dépend fortement du Moyen-Orient pour ses importations de pétrole, semblait pour l'instant relativement résistante. Selon le Cabinet, **la première estimation du PIB réel du trimestre achevé en mars, qui comprenait le premier mois de la guerre, faisait état d'une croissance annualisée de 2.1%**. Les ventes de détail ont progressé de plus de 1% sur le mois de mars, puis à nouveau en avril. Les échanges commerciaux ont également montré que les exportations comme les importations avaient progressé de près de 10% ou plus entre avril 2025 et avril 2026. Parallèlement, **la production**

est restée relativement stable au cours des trois derniers mois, grâce à l'utilisation des stocks, y compris les réserves gouvernementales de pétrole brut qui, selon l'Agence des Ressources Naturelles et de l'Énergie, sont passées de 234 à 203 jours entre fin mars et mai.

Toutefois, la faiblesse de la confiance et l'accélération de l'inflation reflétaient mieux l'impact réel du conflit. La dernière enquête Economy Watchers a montré que la composante « perspectives » du moral des travailleurs s'était encore détériorée en avril. Les hausses des prix à la production se sont accélérées pour atteindre 4.9% sur un an, leur rythme le plus rapide depuis trois ans. En effet, les prix à l'importation ont bondi de 17.5% au cours de la même période, sous l'effet des prix du pétrole et des produits chimiques ou métalliques. C'est en réalité ce qui a permis aux importations de progresser malgré une baisse des volumes, les expéditions de pétrole brut ayant connu leur plus forte chute depuis 1980. De leur côté, les consommateurs ont été épargnés pour l'instant. Grâce aux subventions gouvernementales sur l'essence et l'éducation, les prix à la consommation n'ont augmenté que de 1.4% en glissement annuel. Cependant, **la Première Ministre Sanae Takaichi n'a eu d'autre choix que de demander un budget supplémentaire de 3 000 milliards de yens pour faire face à la hausse des prix des matières premières**, après avoir affirmé à plusieurs reprises qu'une telle mesure ne serait



pas nécessaire. Cela a peut-être contribué à un léger rebond de la confiance des consommateurs en mai, mais celle-ci est restée bien en deçà de son niveau d'avant le conflit.

Malgré les assurances données par la Première Ministre, affirmant qu'elle aurait recours à des « obligations relais » pour financer ces dépenses, **les inquiétudes budgétaires ont propulsé le rendement des emprunts à 10 ans à son plus haut niveau depuis 29 ans**. Le yen a continué à baisser en mai, frôlant les 160 yens pour un dollar, malgré des interventions sur le marché des changes, menées du 25 avril au 27 mai pour un montant total de 11 700 milliards de yens. Depuis le début du conflit, la Banque du Japon s'était abstenue de relever davantage ses taux. Ce mois-ci, **Ueda-san a averti que le choc énergétique temporaire pourrait devenir persistant s'il se répercutait sur les anticipations salariales et les comportements en matière de fixation des prix**. En effet, la fédération des entreprises japonaises Keidanren a annoncé les résultats d'une enquête sur les négociations salariales de 2026 dans les grandes entreprises, qui confirmait une troisième année consécutive d'augmentations supérieures à 5%.

Les effets: L'optimisme des investisseurs quant à la résolution du conflit et la forte demande en infrastructures d'IA ont continué à propulser les actions japonaises vers de nouveaux sommets. Le Topix a progressé de 6.2% en mai, sous l'impulsion d'une minorité de titres, principalement dans la technologie. Dans ce mouvement concentré, notre sélection plus équilibrée a sous-performé de 49bps.

L'indice Topix a encore connu un excellent mois et a atteint un nouveau record, avec des volumes de transactions nettement supérieurs à la normale. Même les tensions liées au resserrement monétaire n'ont pas beaucoup affecté le marché dans son ensemble, bien qu'elles aient eu un impact au niveau sectoriel. Les perspectives d'une fin de la guerre en Iran et les résultats des entreprises ont été les principaux moteurs de cette hausse. Toutefois, **moins d'un tiers des valeurs composant le panier ont en réalité surperformé**.

Les résultats des entreprises se sont révélés relativement bons. Selon les données de LSEG, le trimestre clos en mars a montré que respectivement 63 et 55% des sociétés du Topix avaient dépassé respectivement les estimations de chiffre d'affaires et de bénéfice par action. L'effet du conflit était variable selon les secteurs. **L'automobile, la sidérurgie, les transports et la distribution électrique et gazière, qui sont les plus touchés par la hausse des prix du pétrole brut, ont publié des prévisions prudentes faisant état de baisses importantes de leur résultat net**. Dans certains cas, leurs estimations étaient bien inférieures aux prévisions des analystes. Pour Toyota Motor, par exemple, l'écart était supérieur à 20% ! Pourtant, plusieurs entreprises avaient l'intention de répercuter les hausses de coûts sur les prix et ont décidé de ne pas inclure l'impact pour l'instant, ou seulement le plus récent, compte tenu de la visibilité limitée. Ailleurs, les secteurs liés à l'IA ont mis l'accent sur la vigueur de la demande d'investissement dans les infrastructures.

Dès lors que l'hypothèse d'une fin de guerre imminente s'est répandue et que les prix du pétrole ont baissé, le conflit n'a plus semblé avoir d'importance. **Le secteur minier, qui comprend les sociétés d'exploration et de production pétrolière, a enregistré la plus forte baisse (-13.6%), tandis que les secteurs consommateurs d'hydrocarbures, tels que les produits en caoutchouc, la chimie et le transport aérien, ont respectivement rebondi de 6, 10 et 13%**. Mitsui Chemicals a même repris 15% après que son directeur financier, Osamu Yoshida, a déclaré qu'il



commençait à entrevoir une solution pour les deux prochains mois (seulement) pour assurer l'approvisionnement en naphta. ANA Holdings a affiché la même performance, bien qu'elle s'attende à ce que le conflit au Moyen-Orient réduise son résultat d'exploitation de près d'un tiers au cours de l'exercice fiscal en cours. Il est toutefois intéressant de noter que Toyo Tire, qui a rassuré sur sa capacité à répercuter la hausse de ses coûts sur ses prix, a terminé le mois inchangé.

La hausse des taux a pesé sur l'immobilier et la construction, qui ont reculé respectivement de 9.6 et 6%. Daiwa House Industry a reporté l'annonce de son plan à moyen terme en raison des incertitudes et a averti que la situation au Moyen-Orient pourrait réduire ses bénéfices de 100 milliards de yens, en supposant que le conflit soit réglé avant septembre. À l'inverse, le secteur bancaire, qui devrait bénéficier de la hausse des taux, a gagné 6%. Les trois plus grandes banques japonaises (MUFG, Mizuho et SMFG) ont enregistré des bénéfices annuels records, avec une croissance comprise entre 30 et 40%, mais ont à peine fait mieux que l'indice dans son ensemble.

En réalité, la majeure partie de la remontée de l'indice s'expliquait par les performances exceptionnelles enregistrées dans les secteurs liés à l'IA, qui ont par ailleurs attiré les plus gros volumes de transactions. **Sur fond d'inquiétudes liées à la pénurie, le fournisseur de mémoires Kioxia a représenté un quart du volume total lors de certaines séances ! Son titre a progressé de 75% en mai (après une hausse de 97% en avril !). L'intérêt s'est également porté sur les autres semi-conducteurs avant de s'étendre à d'autres secteurs.** Le groupe Softbank a bénéficié de l'optimisme persistant entourant l'introduction en bourse prochaine d'OpenAI et de la récente remontée d'Arm Holdings, dans laquelle la société détient une participation majeure. Taiyo Yuden, fabricant japonais de condensateurs céramiques multicouches, a publié des résultats exceptionnellement solides et des prévisions optimistes sur la forte demande de serveurs. Le cours de son action a bondi de 132%. Son concurrent Murata Manufacturing a gagné 87% malgré les inquiétudes

exprimées par son PDG sur une surchauffe de la demande. En revanche, les équipementiers pour la fabrication de semi-conducteurs ont affiché des performances mitigées. Advantest, qui a prudemment souligné le manque de visibilité pour le second semestre dans un contexte de hausse des coûts et de pénuries dans la chaîne d'approvisionnement, a reculé de 7%. Tokyo Electron a publié des prévisions plus optimistes et a progressé de 18% en mai.

Notre sélection de titres a sous-performé son indice de référence de 49 points de base avant frais. À l'instar de l'indice, une majorité de nos positions ont sous-performé, mais leur proportion était inférieure à celle observée sur l'ensemble du marché, ce qui suggère que notre sélection de titres est restée relativement satisfaisante. Nous ne détenions toutefois pas les titres les plus performants. À titre d'exemple, nous préférons Murata Manufacturing à Taiyo Yuden et Advantest à Tokyo Electron, car nous avons davantage confiance dans leurs dirigeants, qui se montrent plus prudents quant aux perspectives à un moment où prévaut un optimisme excessif. Quoi qu'il en soit, sept de nos dix principales positions relevaient du secteur technologique. Les trois autres incluaient Kakaku.com, qui a reçu une offre de rachat intéressante, une entreprise chimique qui a bénéficié de la baisse des prix du pétrole et une banque régionale qui a publié des prévisions de bénéfice net solides pour 2026, bien qu'elle ne table pas sur de nouvelles hausses de taux. Sans surprise, nos trois positions les moins performantes étaient celles qui ont profité de l'escalade du conflit au Moyen-Orient (une société d'exploration pétrolière et une société de négoce), ainsi qu'un titre de la distribution. Marui, qui exploite une chaîne de grands magasins et une activité de "fintech", a publié des prévisions décevantes, car elle prévoit d'augmenter ses dépenses pour l'amélioration de ses applications et la construction de bases de données.



Nos décisions: Malgré une visibilité réduite, nous avons procédé à un ajustement de notre portefeuille en mai, guidés par des considérations de discipline et d'exécution. Nous avons pris nos bénéfices sur un fabricant de batteries et réinvesti le produit de cette opération dans une société spécialisée dans les services à l'emploi.

Compte tenu de l'incertitude, nous ne sommes pas particulièrement enclins à modifier notre sélection actuelle. L'arbitrage que nous avons effectué en mai était toutefois conforme à notre discipline.

Nous avons vendu GS Yuasa, un leader dans le domaine des batteries pour automobiles et motos, que nous avons acheté en août de l'année dernière. Nous avons apprécié les caractéristiques défensives du secteur des batteries de rechange dans un contexte de droits de douane et de transition plus lente vers les véhicules entièrement électriques. La société était également en train de se diversifier au-delà de la mobilité pour devenir un véritable fournisseur de dispositifs énergétiques et fournir une alimentation électrique essentielle aux secteurs de l'industrie et des infrastructures. En moins d'un an, le titre a enregistré une performance proche de 100% et son ratio cours/bénéfice a doublé. Parallèlement, la société a indiqué qu'elle devait supporter des frais de développement plus élevés que prévu, en plus de l'augmentation des coûts liés à la logistique, à l'approvisionnement et aux matières premières, qu'elle ne serait pas en mesure de répercuter entièrement sur ses clients. Nous avons décidé de prendre nos bénéfices.

Nous nous sommes tournés vers Recruit Holdings qui, comme son nom l'indique, est spécialisée dans le secteur du recrutement, avec pour objectif de simplifier le processus d'embauche et d'aider les entreprises à travailler plus efficacement. Depuis des années, elle s'est développée tant par croissance organique que par des acquisitions bien intégrées, pour devenir l'un des principaux acteurs du secteur. Parmi ses acquisitions les plus connues et les plus réussies figurent Indeed et Glassdoor. Depuis son rachat en 2012, Indeed s'est développé pour devenir le premier site

d'emploi au monde, avec 610 millions de demandeurs d'emploi et 3.3 millions d'employeurs. Glassdoor, acquis plus tard en 2018, est désormais une base de données offrant des informations approfondies sur les emplois et les entreprises, avec plus de 210 millions d'utilisateurs, qui peut être exploitée par l'IA. En fait, grâce aux services de Recruit, 27 demandeurs d'emploi trouvent un poste chaque minute ! L'action a connu une forte volatilité en raison des inquiétudes concernant les activités nord-américaines (qui génèrent les deux tiers de l'EBITDA de l'entreprise) et des risques de disruption par l'IA, ce qui a permis à cette entreprise traditionnellement considérée comme une valeur de croissance d'être suffisamment bon marché pour apparaître en suggestion d'achat dans notre filtre quantitatif. Nous avons estimé que ces craintes étaient exagérées, et les derniers résultats ont démontré la résilience de l'entreprise et la solidité de la gestion. Bien que nous restions prudents face au marché du travail américain, nous sommes convaincus que la direction peut augmenter le chiffre d'affaires moyen par offre d'emploi grâce à sa technologie de mise en relation améliorée, qu'elle utilise également de plus en plus dans d'autres domaines.

À la fin du mois, les caractéristiques de notre portefeuille sont restées similaires à celles du mois dernier, dans la mesure où **tant notre sélection que l'indice Topix affichaient la même croissance à long terme, d'environ 10%. Toutefois, conformément à notre style, notre ratio cours/bénéfice est désormais inférieur de 2.5 points à celui de notre indice de référence.**



Les perspectives: Nous restons prudents quant à la situation au Moyen-Orient et à ses répercussions sur le Japon. La Première Ministre fait ce qu'elle peut, mais le sort du Japon dépend d'une résolution rapide du conflit. Quant au marché, nous estimons que certaines réactions deviennent excessives.

Notre opinion n'a pas changé depuis le mois dernier. Nous restons convaincus que les perspectives de paix au Moyen-Orient sont très minces et qu'un accord satisfaisant est encore plus improbable. Quoi qu'il en soit, **nous pensons que les séquelles de cette guerre se feront sentir pendant un certain temps.** Malgré un bref répit sur les prix du brut, les fondamentaux du pétrole restent inquiétants. La production de l'OPEP a atteint son plus bas niveau depuis 36 ans et les réserves mondiales ont diminué à un rythme record en avril. Le directeur de l'AIE a averti que les marchés pétroliers pourraient entrer dans une « zone rouge » dès juillet, à mesure que les stocks s'épuisent.

Le Japon, dont le secteur manufacturier dépend encore du pétrole pour environ 30% de son mix énergétique, est particulièrement vulnérable. Certes, ses réserves sont plus importantes que celles de nombreux autres pays asiatiques, et **Sanae Takaichi s'efforce d'alléger la charge qui pèse sur les consommateurs et les industriels.** En seulement deux semaines et quelques discussions diplomatiques, elle a réussi à faire passer les approvisionnements alternatifs pour le mois de juin de 70 à 80%, et a promis que le Japon ne puiserait pas davantage dans ses réserves, du moins pendant cette période. **Cependant, cette stratégie a un coût, surtout lorsque des facteurs externes maintiennent le yen à un niveau bas.** Les tarifs de fret ont dépassé ceux de l'époque du Covid et le gouvernement doit émettre davantage de dette, qui devient de plus en plus coûteuse. Cela pourrait jeter le doute sur la stratégie de croissance que la Première Ministre s'est engagée à mettre en œuvre pour accélérer la reprise du Japon.

Au vu des récentes performances, le marché ne semble pas tenir compte de ces risques. Même les analystes fixent souvent leurs estimations de bénéfices à des niveaux bien

supérieurs aux prévisions des entreprises, mais là encore, les hypothèses de change semblent souvent expliquer cette différence. La réalité est probablement plus complexe, avec un marché de plus en plus contrasté qui devrait être de bon augure pour les gérants de fonds actifs. Les rendements récents ont été fortement tirés par les catégories liées à l'IA, à tel point que certaines réactions semblent excessives. Nous suivrons de près les introductions en bourse à venir aux États-Unis afin d'évaluer l'appétit continu des investisseurs pour ce secteur. **L'IA sera certainement un facteur positif à long terme, mais comme toujours, l'adoption des nouvelles technologies n'est pas linéaire.** Les considérations sociales, sécuritaires et environnementales ne sont que quelques-uns des obstacles. À court terme, les risques liés aux pénuries de composants et aux pressions sur les coûts persistent. **Le manque de visibilité et l'éventualité de doubles commandes, soulevés par certains dirigeants, requièrent notre attention et un processus décisionnel rigoureux.**

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