



Document conçu principalement pour des investisseurs professionnels

Les faits: Donald Trump a obtenu un cessez-le-feu fragile avec l'Iran juste avant la réunion du G7, déclenchant un soulagement significatif sur les prix du pétrole. La banque du Japon a toutefois décidé de relever ses taux, jugeant l'économie Japonaise suffisamment solide malgré sa dépendance aux importations d'hydrocarbures. Ceci n'a pas suffi à enrayer la baisse continue du yen.

Les nouvelles géopolitiques sont restées au centre des considérations des investisseurs en juin, et l'accord obtenu entre Téhéran et Washington a été interprété positivement puisqu'il sous entendait que le trafic dans le détroit d'Ormuz reprendrait enfin. Peu de détails ont toutefois été donnés. L'Iran persistait à revendiquer un contrôle sur les passages. Chaque partie accusait l'autre de ne pas respecter ses engagements et les attaques sur les navires commerciaux se sont poursuivies. En conséquence, même si la circulation avait officiellement repris, **le nombre de bâtiments qui ont pu franchir le détroit était loin des niveaux d'avant le conflit, et certaines sources indiquaient même qu'il n'avait pas dépassé les 30%. Néanmoins, les prix du pétrole ont baissé de plus de 20% en juin**, à environ \$70 le baril, un niveau qui n'avait pas été vu depuis l'éclatement de la guerre.

Selon les données officielles, disponibles jusqu'en mai, l'économie japonaise, qui dépend fortement du Moyen-Orient pour ses importations de pétrole, a fait preuve de résilience. Le principal effet a été l'accélération des prix à la production, qui ont augmenté à un rythme annuel de 6.3%. La hausse des prix à la consommation s'étant maintenue en dessous de l'objectif officiel de 2% grâce aux subventions gouvernementales, l'économie a relativement bien résisté. Le PIB réel définitif du premier trimestre 2026, qui comprenait le premier mois de la guerre, a montré que

l'économie avait affiché une croissance annualisée de 1.8%, légèrement en deçà de l'estimation initiale de 2.1%, les dépenses d'investissement ayant été revues à la baisse. La consommation est restée solide. Les ventes au détail ont augmenté de 1.9% entre avril et mai. Il s'agissait de la troisième hausse consécutive. La production industrielle a progressé de 0.5% au cours de la même période, enregistrant ainsi son deuxième mois successif de croissance. Enfin, les exportations et les importations ont affiché une croissance annuelle à deux chiffres, même si celle-ci était en grande partie due à l'évolution des prix. **Dans l'ensemble, le changement le plus notable a été une légère reprise du climat de confiance**, illustrée par les enquêtes de confiance auprès des consommateurs et des observateurs de l'économie.

Dans ce contexte, **la Banque du Japon a relevé son taux directeur de 25 points de base, pour le porter à 1%, et a supprimé la mention des « taux d'intérêt réels très bas »**. Même l'hospitalisation de dernière minute du gouverneur Ueda n'a pas modifié cette décision largement attendue. Toichiro Asada, premier membre nommé par Sanae Takaichi, a toutefois voté contre cette décision, soulignant les risques de ralentissement pesant sur la production et l'emploi. Ayano Sato, autre partisane d'une politique monétaire accommodante, a également été nommée à la



fin du mois et participera aux prochaines réunions du conseil de la banque centrale à partir de juillet.

Ni cette hausse des taux, ni les interventions précédentes sur le marché des changes n'ont empêché le yen de poursuivre sa chute. **La devise japonaise a clôturé à plus de 160 pour un dollar, son plus bas niveau depuis 40 ans!** Le nouveau président de la Réserve Fédérale américaine, Kevin Warsh, n'a pas modifié les taux des fonds fédéraux en juin, mais son discours s'est révélé plus ferme que prévu, alors que l'on s'attendait à ce que cette personnalité nommée par Donald Trump soutienne la volonté du président en faveur d'une politique monétaire accommodante... La Ministre des Finances japonaise, Satsuki Katayama, a averti à plusieurs reprises qu'elle était prête à réagir de manière appropriée à la faiblesse du yen, et elle a tenu une visioconférence avec le secrétaire au Trésor américain, Scott Bessent, à ce sujet.

Quant à la Première Ministre, elle a continué à mettre en œuvre ses projets. Le gouvernement japonais a approuvé le budget supplémentaire pour l'exercice 2026, autorisant ¥3.1B de dépenses supplémentaires, dont 2.5B ont été alloués au fonds de réserve destiné à faire face à la situation au Moyen-Orient. Parallèlement, **le gouvernement a annoncé un plan détaillé d'investissements public-privé dans 17 domaines stratégiques, allant de l'IA physique à l'aérospatiale et à la défense, en passant par la sécurité énergétique**, pour n'en citer que quelques-uns. Au total, environ ¥370B d'investissements publics et privés devaient être réalisés d'ici l'exercice 2040... Quant à la promesse d'une baisse de la taxe sur les denrées alimentaires et les boissons, la situation semblait plus complexe, mais une réduction de 8 à 1% était toujours à l'étude pour une mise en œuvre en avril 2027.

Les effets: L'indice Topix a gagné 0.95% en juin. Les catégories sensibles au pétrole et aux taux ont le plus bougé mais l'IA a, une fois encore, mené la danse, d'une manière plus volatile toutefois. Dans ce contexte, notre portefeuille au style Value a sous-performé légèrement.

La situation géopolitique et les taux d'intérêt ont été les principaux moteurs des actions japonaises en juin. L'indice Topix a connu plusieurs séances mouvementées tout au long du mois, lorsque des données économiques américaines solides (telles que les créations d'emplois ou une inflation supérieure aux prévisions) ou le discours de Kevin Warsh laissaient entrevoir une possible hausse des taux par la Réserve Fédérale. Cependant, la réouverture du détroit d'Ormuz et la baisse consécutive des cours du pétrole, qui revêtent une importance capitale pour l'économie japonaise, ont compensé ces inquiétudes, et l'indice Topix a enregistré une performance de 1.1% après dividendes en juin.

Dans cette optique, **les secteurs qui tiraient profit du conflit en Iran** (principalement les sociétés pétrolières et commerciales détenant des actifs énergétiques) **ont**

enregistré les plus mauvaises performances, proches de -10%. À l'inverse, les secteurs consommateurs de pétrole se sont nettement mieux comportés, sans nécessairement surperformer l'indice Topix pour autant. Le secteur du transport aérien a progressé de 1.4%, tandis que ceux des produits en caoutchouc et de l'électricité et du gaz ont affiché des hausses entre 0 et 5%. Le secteur chimique a été le plus malmené, la pénurie de naphta restant un problème. **Les banques ont profité de la hausse des taux et du redressement de la courbe**, enregistrant une progression de 6.7%. Les banques nationales augmentent leurs taux de dépôt, mais le taux de référence des prêts progresse encore plus rapidement. En revanche, le secteur immobilier a légèrement sous-performé. Enfin, **la faiblesse du yen n'a pas apporté le soutien habituel aux exportateurs** tels que les constructeurs automobiles, qui ont souffert de leur activité en Chine. En particulier, les ventes de Toyota là-bas



ont chuté pour le quatrième mois consécutif en mai, avec une baisse de 32% en glissement annuel.

L'intelligence artificielle est en fait restée le principal moteur de la performance. L'indice Nikkei 225, pondéré par les prix et où la part du secteur informatique avoisine les 60%, a progressé de 5.63% en juin! Ses deux principales positions, les fabricants d'équipements pour semi-conducteurs Advantest et Tokyo Electron, ont respectivement enregistré une hausse de 23 et 47%. Non loin derrière, le fournisseur de mémoires Kioxia a encore gagné 36% et a atteint une capitalisation boursière supérieure à celle de Toyota Motor! L'acteur américain Micron Technologies avait publié de solides résultats pour le troisième trimestre et des prévisions optimistes, après avoir conclu 16 accords stratégiques avec des clients. D'autres fabricants de semi-conducteurs ont également emboîté le pas, affichant des rendements à deux chiffres.

Ces évolutions n'ont toutefois pas été linéaires, et malgré leurs solides performances, bon nombre de ces titres ont connu d'importantes fluctuations. Les craintes liées à une hausse des taux américains, ainsi que des actualités telles que les prévisions de Broadcom, jugées décevantes, ou le report de l'introduction en bourse d'OpenAI à 2027, ont suscité une certaine nervosité. Le groupe SoftBank a d'ailleurs perdu 20% en juin en raison de sa participation dans ce spécialiste de l'IA. À chaque fois que cela s'est produit, on a assisté à une rotation vers les valeurs

domestiques et défensives, ainsi que vers les valeurs à la traîne.

Dans ce contexte, notre portefeuille a sous-performé de 61 points de base avant frais. **Notre orientation « Value » n'a pas joué en notre faveur. En effet, 249 points de base séparaient les deux indices de style.** Notre sélection a bénéficié de la bonne tenue de quelques titres exposés à l'IA, comme Advantest et le fabricant de condensateurs Murata, qui figuraient parmi nos meilleures performances. Panasonic a également enregistré une hausse d'environ 20%, après avoir confirmé sa confiance dans les objectifs de ventes annoncés lors de sa "journée-investisseurs" concernant les batteries de secours et les matériaux électroniques utilisés par l'IA. Dans un contexte d'amélioration de la consommation, nous avons également bénéficié d'un beau rebond de certains de nos titres domestiques, qui avaient sous-performé depuis le début de l'année, comme le fabricant de confiseries Kotobuki Spirit, le revendeur automobile Nextage et le détaillant de vêtements en ligne ZoZo (qui a récemment racheté 5% de ses actions). Ces valeurs performantes n'ont toutefois pas suffi à compenser nos surpondérations dans les secteurs des équipements de transport et des produits pharmaceutiques, qui ont continué à sous-performer malgré la faiblesse persistante du yen. Tout au long du mois, notre portefeuille a toutefois affiché une volatilité nettement inférieure à celle de l'indice.

Nos décisions: Devant le manque de visibilité persistant, nous n'étions pas particulièrement enclins à effectuer des changements, excepté pour des considérations purement spécifiques à nos valeurs. A cet égard, nous avons vendu un fabricant de papier et réinvesti les sommes dans une société de services informatiques.

Notre filtre quantitatif a déclenché un signal de vente sur Oji Holdings. Ce fabricant de papier est confronté à d'importantes hausses de coûts dues à la montée des tensions au Moyen-Orient et à la faiblesse du yen. Il cherche à répercuter ces hausses sur ses clients, mais le processus reste trop lent. Nous pensions que son intégration verticale

constituerait un avantage, mais les prix de la pâte à papier sont restés bas et devraient continuer compte tenu des conditions actuelles de l'offre. De plus, les efforts de restructuration de la société n'ont pas donné de résultats significatifs. Nous n'avons pas jugé la valorisation actuelle suffisamment attrayante pour conserver le titre, d'autant



que nous estimions que les prévisions n'étaient pas assez prudentes dans le contexte actuel.

Nous avons ensuite décidé d'investir dans TISI, l'une des plus grandes sociétés de services informatiques du Japon. Elle est réputée pour ses systèmes centraux de gestion de cartes de crédit et de débit de marques, qui traitent plus de 50% des transactions au Japon. Ce produit, qui bénéficie d'une fidélisation élevée, lui a permis de pénétrer un large éventail de secteurs (allant de la finance, à l'industrie manufacturière, la distribution, les télécommunications, l'administration publique et les services publics) et de développer d'autres services visant à stimuler la transformation numérique au sein des entreprises japonaises encore en retard. Le développement de l'IA stimule les dépenses des clients et entraîne une demande de modernisation des infrastructures, dont TISI devrait, selon nous, tirer profit. Le titre a subi une forte dépréciation, à l'instar des entreprises de logiciels et de conseil, les investisseurs craignant les risques de disruption

entraînés par l'IA. Nous estimons que cela crée une opportunité. TISI se distingue en tant qu'intégrateur et opérateur de systèmes critiques, ce qui la rend plus résistante que les entreprises de conseil traditionnelles. Elle opère par ailleurs principalement au Japon, un pays où le passage au numérique est en retard et où l'expertise interne est extrêmement limitée. De plus, TISI améliore sa gouvernance d'entreprise en accélérant la cession de ses participations croisées, en augmentant son taux de distribution et en simplifiant sa structure par le biais d'une fusion avec Intec, une filiale de longue date, ce qui devrait générer des synergies.

À la suite de cette décision, les caractéristiques de notre portefeuille sont restées relativement inchangées par rapport au mois dernier, à l'exception d'une légère augmentation de notre avantage en termes de valorisation par rapport à notre indice de référence (avec un PER désormais inférieur de 2.63 points à la moyenne du marché).

Les perspectives: Nous pensons que le chemin à parcourir pour atteindre une paix durable au Moyen-Orient sera plein d'imprévus. Les efforts de la Première Ministre pour renforcer la résilience du Japon sont encourageants, à condition qu'elle maintienne la discipline fiscale. Nous nous attendons ainsi à ce que le marché devienne plus nerveux dans la deuxième partie de l'année.

Nous avons été surpris par la manière dont le marché a réagi à ce cessez-le-feu temporaire. La chute de 20% des cours du pétrole suggère que les investisseurs l'ont considéré comme un accord définitif. Pourtant, comme les deux parties ne cessent de violer leurs engagements, nous ne serions pas étonnés que la situation évolue rapidement. Quoi qu'il en soit, **comme l'a déclaré le PDG du transporteur maritime Mitsui OSK, les armateurs ne reprendront pas le trafic tant que l'accord ne sera pas « significatif »**. De plus, nous ne savons pas à quel point le détroit est miné. Les réserves énergétiques doivent être reconstituées pour l'hiver prochain. Pour aggraver encore la situation, d'autres grands

producteurs de pétrole, comme la Russie, sont confrontés à des pénuries de capacités de raffinage après que plusieurs frappes ukrainiennes ont touché les infrastructures.

Même s'il s'agit d'un projet à long terme, nous saluons les efforts de Takaichi-san pour protéger son pays et renforcer sa robustesse face à la dépendance énergétique, un enjeu auquel s'attaque son plan d'investissement public-privé. L'IA physique sera également positionnée comme un secteur phare. Un large éventail d'applications est envisagé, notamment l'automatisation industrielle, les transports autonomes et l'inspection des infrastructures. Confier à l'IA et aux robots les processus sur site dans les secteurs



confrontés à de graves pénuries de main-d'œuvre (tels que l'industrie manufacturière, la logistique et la construction) permettra d'améliorer fondamentalement la productivité.

La Première Ministre prône une « politique budgétaire responsable et proactive ». On ignore cependant quelle part de ces montants sera financée par le secteur privé.

De plus, en resserrant (ou, selon certains, en normalisant) sa politique monétaire, la Banque du Japon a renchéri le coût de la dette. La dernière nomination du gouvernement au conseil d'administration de la banque centrale illustre bien cette préoccupation. Avec deux nouveaux membres (sur neuf) favorables à laisser remonter l'inflation, il sera intéressant de voir si cela modifie la dynamique. De plus, **la politique monétaire subit une pression croissante due à la faiblesse du yen** et il semble que des interventions sur le marché des changes pourraient freiner une nouvelle dépréciation. Enfin, **l'arrivée d'un nouveau président à la banque centrale américaine vient également accroître l'incertitude.**

Par un hasard du calendrier, Kevin Warsh a pris les rênes le même mois où Alan Greenspan est décédé. L'ancien président de la Fed s'était exprimé à plusieurs reprises, dès 1996, sur « l'exubérance irrationnelle » des investisseurs, ce qui avait initialement choqué les marchés. Personne ne peut prédire une bulle, et celle à laquelle il faisait référence n'a éclaté qu'en 2001. Nous ne pouvons toutefois ignorer que certaines réactions boursières sont un peu excessives. On note par exemple deux entreprises spécialisées dans les matériaux pour puces électroniques, dont le cours a bondi après l'annonce d'investissements massifs dans des capacités de production qui ne seront opérationnelles qu'en... 2030! **Ces dernières semaines ont rappelé à tout le monde que la nervosité commence à s'installer. Nous avons l'intention de rester disciplinés et d'éviter de suivre le mouvement.**

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. Graphene Investments ne gérant 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.



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