



Document conçu principalement pour des investisseurs professionnels

Les faits : La géopolitique, les incertitudes budgétaires et l'IA sont restées sur le devant de l'actualité japonaise en juillet. Si l'optimisme général est demeuré relativement élevé, les tendances inflationnistes ont accéléré. Le début de la saison des résultats s'est avéré encourageant pour les valeurs IA mais les autres ont fait face à des coûts en hausse.

Comme attendu, le fragile accord temporaire entre les Etats-Unis et l'Iran pour suspendre les combats et rouvrir le détroit d'Ormuz n'a pas seulement été de courte durée, mais la situation s'est envenimée et même les forces saoudiennes, qui n'avaient pas été directement impliquées jusque-là, ont pris part à des opérations conjointes avec l'armée américaine. Les attaques visant des organisations pro-iraniennes en Irak, le conflit a continué à s'étendre dans la région.

Sur le front domestique, le gouvernement a finalisé sa « politique de référence sur la gestion économique et fiscale et la réforme 2026 », document également connu sous le nom de « politique Honebuto », qui prévoit d'investir 370 billions de yens sur 14 ans. **Le terme « Honebuto » signifie littéralement « à l'ossature épaisse », pour rappeler que cette politique va constituer la fondation de la croissance future.** Si cette mesure est en ligne avec la vision de la première ministre Takaichi, selon laquelle le Japon a besoin d'une stratégie d'investissement sur le long terme pour consolider sa croissance et sa sécurité nationale, elle a également accru l'inquiétude sur la santé budgétaire du pays et a fait progresser encore les rendements des emprunts d'Etat.

Malgré les efforts du gouvernement pour atténuer ces inquiétudes, le yen s'est échangé sur de nouveaux plus-bas historiques d'environ 163 yens pour un dollar. Finalement, **à la fin du mois, le Ministère des Finances a décidé**

d'intervenir avec l'aide des Etats-Unis. Dans le même temps, la Banque du Japon a choisi de maintenir son taux de référence à 1.0%. Certains investisseurs s'étaient inquiétés que la BoJ puisse resserrer sa politique en parallèle avec les interventions sur la devise, comme elle l'avait fait en juillet 2024, provoquant une forte baisse du marché. Même si une possible hausse de taux par la Réserve Fédérale s'est ajoutée aux préoccupations, celles-ci ont maintenant été calmées. La banque centrale japonaise va observer les effets de la hausse de juin, ainsi que ceux du séisme de magnitude 7.1 qui a frappé la préfecture de Kumamoto (centre nerveux de la fabrication de semi-conducteurs) à peine deux jours avant la réunion de politique monétaire. **Le gouverneur Kazuo Ueda continue à prévenir que la banque a l'intention de poursuivre la hausse de ses taux pour ralentir l'inflation.** Il se trouve même que l'un des membres a proposé un resserrement de 25bps, conforme à cette position.

Pour ce qui concerne l'IA, si les craintes sur la tenabilité des investissements ont continué à gagner du terrain, une visite de trois jours du CEO d'Nvidia Jensen Huang mi-juillet a fait beaucoup parler d'elle au Japon. Il a rencontré environ 30 sociétés liées aux semiconducteurs, ainsi que des officiels japonais qui cherchent à développer une stratégie souveraine sur l'IA dans le pays, et à réduire sa dépendance par rapport à l'infrastructure cloud étrangère. **A son départ, monsieur Huang avait signé des accords dans tout l'écosystème de la technologie japonaise, y compris sur la**



mise en place d'un laboratoire national de l'IA, des partenariats avec des acteurs de pointe de la robotique et de l'automatisation industrielle, et des accords avec des fournisseurs de matériaux pour les semi-conducteurs destinés aux prochaines générations de puces Nvidia. S'il a réaffirmé ses liens étroits avec le Japon, qui datent d'il y a 30 ans, lorsqu'un investissement de la société de jeux vidéo Sega avait permis la survie d'un Nvidia au bord de la faillite, la visite faisait suite à des déplacements à Taiwan et en Corée du Sud. Elle représente un des volets de la stratégie d'expansion de l'entreprise en Asie, en réponse à la détérioration de la relation entre Washington et Pékin. Des nouvelles de Chine ont ensuite ajouté au pessimisme : le fabricant de mémoires Changxin Memory Technology (CXMT) a annoncé la plus grande introduction en bourse jamais réalisée en Asie, et un rapport indiquait que le pays avait développé sa propre technologie DUV pour la fabrication de puces, afin de concurrencer les acteurs existants.

Au milieu de toutes ces nouvelles, le sentiment sur l'économie est resté plutôt résistant. L'indice de confiance des consommateurs du Bureau du Gouvernement a continué à s'améliorer tout en restant à un niveau bas juste inférieur à 35. L'enquête TanKan de la Banque du Japon,

publiée début juillet, s'est avérée plus positive que prévu. **Les indices d'optimisme sur l'activité s'amélioraient chez les grands industriels, tant sur la situation actuelle que sur les perspectives, le premier volet atteignant même son plus haut niveau depuis 2018.** Le sondage plus fréquent réalisé par Reuters en juillet était au même niveau que le mois précédent, après avoir progressé sur les deux publications précédentes grâce à la forte demande pour les semi-conducteurs. Parallèlement, les deux enquêtes ont indiqué que la confiance avait baissé dans les services, le conflit au Moyen Orient, le yen faible et les taux d'intérêt en hausse faisant augmenter les coûts. De fait, l'indice des prix d'achat des entreprises était en hausse de 7.1% sur un an en juin, marquant une nouvelle accélération après 4 .9% en avril et 6.3% en mai.

Cette perception dans les entreprises s'est bien reflétée dans la saison des bénéfices trimestriels, qui a commencé à la fin du mois. Beaucoup des sociétés impliquées dans l'IA et les semi-conducteurs ont annoncé des résultats très robustes au premier trimestre fiscal, et ont revu leurs prévisions à la hausse. De l'autre côté, **celles qui ne parvenaient pas à répercuter les coûts plus élevés dans leurs prix de vente ont souffert.**

Les effets: L'indice Topix a terminé le mois sur une hausse modeste de 0.21%. On a assisté à un rejet clair des valeurs en rapport avec l'IA au profit des secteurs défensifs ou qui étaient à la traîne. Dans ce contexte, notre sélection plus équilibrée a surperformé de plus de 3%.

Les nouvelles contradictoires sur la réouverture possible du détroit d'Ormuz ont eu un effet quasi-quotidien sur le marché. De plus, les inquiétudes sur la forte hausse des actions dans les derniers mois et la tenabilité des investissements demandés par l'IA ont conduit à une rotation thématique hors de ce thème et des semiconducteurs, et en faveur des secteurs plus défensifs, qui avaient sous-performé.

Plusieurs nouvelles autour de l'IA et des composants pour les serveurs ont aussi participé à ce retournement. Elles incluaient la cotation de SK Hynix au Nasdaq et l'annonce ultérieure de résultats moins bons que prévu, le développement et la cotation de fabricants de mémoires chinois, et la nouvelle qu'**une entreprise d'Etat chinoise avançait dans la production d'équipements de lithographie à ultra-violet profond (DUV).** Cela a intensifié la pression vendeuse car de nombreux investisseurs



estimaient que la forte croissance des bénéfices ne serait pas tenable en raison de l'émergence d'une concurrence.

La perspective de voir le Japon financer ses dépenses en émettant de la dette a continué à peser sur les emprunts d'Etat. Même si les interventions ont ponctuellement cassé la tendance pendant un court moment, les rendements ont continué à monter, ce qui a entraîné la dépréciation du yen. Cela a contribué à la surperformance de certains exportateurs, en leur permettant de compenser la hausse des coûts, mais la charge sur les entreprises dépendant de produits importés a été accrue. **Le mouvement s'est renversé rapidement après l'intervention sur les changes**, qui a fait remonter la devise japonaise, le dollar reperdant plus de cinq yens à 155-157 yens.

A la fin du mois, le secteur le plus porteur avait été le transport maritime, soutenu par le recul des inquiétudes sur un équilibre offre/demande défavorable, malgré le conflit au Moyen-Orient qui oblige les navires à voyager plus loin et à faire moins de rotations. Les financières, y compris les assureurs, les valeurs de marché et les banques, se sont également bien comportées avec l'aide de la hausse des taux d'intérêt. Le secteur minier a également surperformé, de même que les catégories précédemment à la traîne, comme le caoutchouc et la sidérurgie. A l'autre extrémité de l'échelle, les valeurs associées à l'IA, comme les métaux non-ferreux, ont perdu jusqu'à 23%, de même que les verres et céramiques et les appareils électriques, qui

incluent les équipements de production de semi-conducteurs et les fabricants de mémoires.

La performance des indices de style a également montré une rotation marquée de Croissance à Value. **Le Topix Value a battu son homologue Croissance de 3.6 points de pourcentage**, après avoir été nettement en retard entre avril et juin.

Dans les derniers jours du mois, les bonnes annonces de résultats trimestriels et de perspectives en provenance des sociétés en lien avec l'IA, comme Alphabet et Microsoft aux Etats-Unis et Advantest et Tokyo Electron au Japon, ont restauré un certain optimisme sur cette technologie. Le tremblement de terre de Kumamoto a toutefois généré des craintes sur la production industrielle dans la région.

Dans ce contexte, notre choix de titres a surperformé son indice de référence de plus de 3%. Dans la technologie, qui inclut les matériels électriques et les instruments de précision, nous avons naturellement été affectés par la faiblesse de l'IA, mais cela a été compensé par les fondamentaux solides démontrés par les annonces de résultats. **Dans l'Information et la Communication, la réévaluation par le marché des valeurs « disruptées » a contribué à notre succès.** En revanche, Nextage, un revendeur de véhicules d'occasion, a été confronté à des prises de profits après avoir atteint un niveau record suite à l'annonce de ses résultats et de ses prévisions.

Nos décisions: Nous avons modifié notre portefeuille pendant le mois, pour des raisons de gestion du risque. Nous avons réduit notre exposition à Toyota Motor dont le poids dans l'indice avait baissé, et nous avons alloué les actifs libérés au renforcement d'un spécialiste des équipements de test pour les semi-conducteurs, afin de réduire notre sous-exposition marquée aux valeurs de la thématique IA.

Etant donnée l'incertitude croissante, nous ne sommes pas particulièrement enclins à changer notre sélection.

Toutefois, notre discipline de gestion du risque nous a obligés à ajuster notre position surpondérée sur Toyota



Motor, qui était passée au-dessus de la limite prédéfinie. **Nos règles de gestion du risque nous obligent à garder le poids-cible fixe de nos titres à moins de +/- 3% de leurs poids dans l'indice.** Le constructeur automobile, qui était la plus grosse valeur dans l'indice jusqu'en mai, a dû être écarté après sa sous-performance récente. Tout le secteur a été affecté par un environnement opérationnel défavorable, caractérisé par l'inflation des coûts et la demande en berne, liée au Moyen Orient. Toyota n'a pas été épargné, mais nous sommes convaincus que notre seul investissement dans un constructeur automobile est bien positionné avec sa stratégie de diversification des technologies. Nous apprécions aussi les efforts de l'entreprise pour améliorer l'utilisation du capital en déboulant progressivement ses participations croisées sous la houlette de l'ancien directeur financier, maintenant devenu directeur général. Si Toyota Motor a depuis repris sa première place dans l'indice, il avait été dépassé en milieu de mois par deux valeurs associées à l'IA, Softbank Group, qui a une participation dans OpenAI, et Kioxia, un fabricant de puces-mémoire.

Même si aucune de ces valeurs n'a dépassé 3% de l'indice, ce qui nous aurait obligés à les acheter, leur poids croissant a influé sur notre décision de renforcer la position Advantest, pour réduire notre grosse sous-exposition à ce thème de marché dominant. **Nous avons longtemps hésité à le faire, parce qu'il s'agit d'un secteur où le Japon manque d'acteurs vraiment spécialisés, et nous avons souvent le sentiment que, pour obtenir une toute petite exposition à l'IA, les investisseurs achetaient des entreprises avec une activité bien plus importante dans des spécialités complètement différentes.** C'est ce qui a fait s'envoler le fabricant d'imprimantes Seiko Epson, le concepteur de toilettes Toto, et le producteur alimentaire Ajinomoto. Ils ont respectivement aussi des implications hautement spécialisées dans les oscillateurs cristallins (utilisés dans les serveurs), les mandrins électrostatiques (clés dans la production de semi-conducteurs) et les films isolants (utilisés avec les substrats à haute densité de connexions dans la production de processeurs)

Les perspectives: L'environnement actuel de faible visibilité risquant de se prolonger, le Japon va continuer à subir ses inconvénients. Même si des annonces de bénéfices solides ont apporté un peu de soulagement jusqu'à présent, nous attendons une réaction mitigée au yen plus fort, et le reste des annonces pourrait amener de la volatilité dans le marché.

Comme nous l'avons souvent dit depuis son élection, nous apprécions les efforts de Takaichi-san pour protéger le pays et garantir sa croissance à long terme. Même si les sondages récents ont montré des baisses notables de sa popularité, **son taux d'opinions favorables témoigne d'une confiance supérieure à ce dont disposaient ses prédécesseurs au même stade de leur mandat.** Alors que la décision du gouvernement de mettre en œuvre la baisse de TVA sur l'alimentation de 8% à 1% va à peine lui permettre de tenir

sa promesse aux électeurs, l'effet sur l'économie réelle pourrait être limité.

Avec une croissance soutenue des salaires et une confiance des consommateurs relativement résistante, un cercle vertueux semble être en place pour le moment. Toutefois, la situation est largement soutenue par une fraction des entreprises japonaises, qui bénéficient actuellement de la faiblesse du yen, de la demande vigoureuse liée aux semi-conducteurs et, dans une certaine mesure, d'une confiance des ménages décente, adossée à l'effet richesse que



procurent les hausses des actions et de l'immobilier. **Tout cela demeure néanmoins très fragile si le gouvernement et la banque centrale ne prennent pas les bonnes décisions.** Nous restons prudents sur l'économie japonaise en attendant que le gouvernement clarifie comment il compte financer ses plans de croissance, et que la banque centrale parvienne à normaliser sa politique sans endommager l'économie.

Une solution proposée par le gouvernement serait que le GPIF (système général de retraite), qui gère presque 300 billions de yens, achète des emprunts d'Etat. Le gouvernement pourrait certes influencer des changements au GPIF, mais cela prendrait du temps, car le fonds demanderait des raisons valables pour justifier une augmentation de son allocation au marché de taux

domestique. L'ancien premier ministre Shinzo Abe avait provoqué une modification de l'allocation du fonds en 2014, augmentant l'investissement en actions dans le cadre de sa politique pour vaincre la déflation. Il lui avait fallu deux ans, à partir de sa prise de poste, pour faire bouger le GPIF.

A la suite de la correction récente, il sera intéressant de voir si l'optimisme qui a légèrement rebondi sur l'IA peut se maintenir. Parallèlement, nous pensons que le reste des annonces de résultats, qui interviendra en août, va donner une image plus claire de la situation des sociétés. Même si les difficultés persistent pour les entreprises japonaises, nous allons continuer à sélectionner des valeurs offrant des produits ou services exclusifs et une direction disciplinée, qui auront la capacité à surmonter ces problèmes.

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