



Document conçu principalement pour des investisseurs professionnels

Les faits: Le Japon n'a pas fait exception à la vague mondiale de hausses des taux qui s'est répandue en septembre, entre l'inflation, les pressions fiscales et la solidité de la demande IA, malgré les inquiétudes grandissantes sur sa sécurité. Dans un contexte de tensions géopolitiques intenses, la politique est restée décisive et les banques centrales, dont celle du Japon, ont réagi.

Les taux souverains affichent une tendance à la hausse dans le monde depuis plusieurs mois, mais ce mouvement s'est accéléré en septembre. Les rendements américains, par exemple, ont atteint leur plus haut niveau depuis deux décennies. Même le Japon, qui avait bénéficié de taux bas pendant si longtemps, a vu les siens monter en flèche. **Le rendement des obligations d'État japonaises à dix ans a franchi le seuil des 3% pour la première fois depuis 1996 !** Plusieurs raisons ont été avancées pour expliquer cette évolution, notamment les pressions inflationnistes liées aux conflits, la forte demande en matière d'intelligence artificielle et les inquiétudes budgétaires.

Après sept mois de tensions au Moyen-Orient, les discussions politiques entre les États-Unis et l'Iran n'ont toujours pas abouti à une solution. Pire encore, les Houthis ont menacé d'autres voies d'exportation alternatives passant par le détroit de Bab-el-Mandeb. De plus, l'oléoduc Est-Ouest en Arabie Saoudite, qui, selon l'Agence Internationale de l'Energie, achemine environ 4% de l'approvisionnement mondial en pétrole, a été temporairement interrompu à la suite d'une attaque de drone. À la fin du mois, toutefois, le flux semblait partiellement rétabli, et certaines sources affirmaient en outre que le trafic dans le détroit d'Ormuz était revenu à 60 voire 80% de ses niveaux d'avant-guerre. Les négociations semblaient s'être intensifiées lors de l'Assemblée Générale

des Nations Unies qui s'est tenue dans la dernière semaine du mois à New York, mais aucun accord pour le moment n'a permis la réouverture officielle du trafic. Les cours du pétrole ont légèrement reculé par rapport à leur pic de 109 dollars par baril atteint en milieu de mois sur le Brent, mais affichaient encore une hausse de 14% en septembre.

L'inflation importée a donc continué à peser sur l'économie japonaise. Les importations de pétrole ont augmenté de 59% en valeur en août, entraînant une hausse de 7.6% des prix à la production. Bien que les prix à la consommation aient été maintenus artificiellement bas grâce aux subventions gouvernementales sur l'énergie, la répercussion de cette hausse semblait s'accélérer. En effet, **hors alimentation et énergie, le CPI a connu une accélération par rapport au mois précédent et a augmenté de 0.5% en août. De plus, les subventions gouvernementales ont pris fin à la fin du mois de septembre.** L'optimisme des consommateurs est resté faible par rapport aux standards historiques, mais il est intéressant de noter que l'indice de confiance s'est amélioré chaque mois entre mai et août. **Les salaires réels ont augmenté au cours des sept derniers mois, juillet affichant la plus forte croissance en glissement annuel (quoique limitée à +2.4%) depuis cinq ans, avec l'aide des primes.** Pourtant, les dépenses réelles des ménages ont continué à baisser au cours de la même période.



Alors que l'envolée des prix de l'énergie assombrit les perspectives économiques mondiales, le Japon (à l'instar d'autres pays exportateurs comme la Corée du Sud et Taïwan) a vu son activité manufacturière poursuivre son expansion grâce à une demande solide sur les puces et les produits liés à l'intelligence artificielle. Cette évolution s'est produite malgré le nombre croissant de dirigeants du secteur technologique américain qui tiraient le signal d'alarme sur les questions de sécurité et appelaient à une réglementation. L'indice des directeurs d'achat japonais, publié par S&P Global, s'est établi à 54.1 en septembre. Il s'agit d'un léger recul par rapport au mois d'août, mais la demande étrangère est restée forte, les nouvelles commandes à l'exportation ayant augmenté pour le neuvième mois consécutif grâce à une demande soutenue en Asie et à une amélioration des ventes vers les États-Unis. **Alors que les pressions sur les coûts restaient élevées, les entreprises ont continué à augmenter leurs prix de vente à un rythme parmi les plus soutenus depuis fin 2022,** comme l'a montré la même enquête. La production industrielle a toutefois reculé pour le deuxième mois consécutif, enregistrant une baisse de 1.7% par rapport au mois précédent. Ce recul semble toutefois avoir été influencé par des suspensions temporaires de production dues à un tremblement de terre, à de fortes précipitations et à des opérations de maintenance programmées dans les usines. Les prévisions actualisées indiquent que les industriels s'attendent à un rebond au cours des deux prochains mois.

Dans le même temps, **Sanae Takaichi** a procédé à un remaniement ministériel sans modifier les figures clés de son gouvernement, et **a réaffirmé sa stratégie de « croissance », qui prévoit notamment une baisse de la taxe**

à la consommation sur l'alimentation. Elle envisagerait également une augmentation des dépenses de défense, qui pourraient passer de 2% du PIB actuellement à 3.5% à moyen terme, et elle a réussi à faire avancer les promesses d'investissement de 550 milliards de dollars aux États-Unis, avant sa rencontre avec Donald Trump, ce qui a renforcé les inquiétudes budgétaires.

Tout bien considéré, il semblait de plus en plus probable que les banques centrales prennent des mesures. De fait, la Réserve Fédérale s'est montrée unanime pour relever ses taux de 25 points de base. **La Banque du Japon** lui a emboîté le pas, malgré les deux voix dissidentes de Toichiro Asada et d'Ayano Sato, tous deux nommés par Sanae Takaichi. Elle **a relevé ses taux de 1 à 1.25%, leur plus haut niveau depuis 1995. Contrairement à celui de son homologue américain, le discours du gouverneur ne comportait aucun signal de durcissement monétaire.** Kazuo Ueda s'est exprimé en termes vagues sur le rythme et l'ampleur des futures hausses de taux. Le yen, qui s'était initialement raffermi en septembre, a ensuite cédé ses gains pour terminer le mois à un niveau relativement inchangé.

Par ailleurs, la rencontre tant attendue entre Donald Trump et Xi Jinping s'est avérée plus symbolique que fructueuse, le président américain n'ayant prolongé la trêve commerciale que de deux mois. Sanae Takaichi, qui a rencontré le dirigeant américain en marge de l'Assemblée Générale des Nations Unies et qui tenait à mettre l'accent sur l'alliance bilatérale, s'est réjouie de faire savoir que Donald Trump l'avait appelée après sa rencontre avec Xi Jinping pour confirmer leur coopération en faveur de la paix et de la stabilité dans la région.



Les effets: Avec seulement une légère baisse, l'indice Topix a relativement bien résisté à la hausse des taux, ce qui n'a pas empêché les secteurs liés à l'IA de progresser. Notre stratégie a sous-performé l'indice car certaines de nos positions ont pesé, mais est resté en forte surperformance sur l'année.

L'indice Topix a évolué dans une fourchette étroite en septembre, l'écart entre ses cours de clôture le plus bas et le plus haut n'étant que de 3%. Il a toutefois terminé en baisse (de 1.15%) pour la première fois en six mois, mais cette chute revenait à 0.3% une fois ajustée des distributions de dividendes. Dans un contexte de hausse des taux, on s'attendait à ce que les catégories « Value » surperforment leurs homologues « Croissance », ce qui s'est effectivement produit, quoique de justesse.

Les secteurs liés à l'IA ont connu une forte volatilité tout au long du mois. Non seulement le resserrement des conditions de financement a pesé sur les cours, mais il y a également eu le lancement par DeepSeek d'un nouveau modèle nécessitant beaucoup moins de mémoire, ainsi que les alertes lancées par les géants américains de la technologie concernant d'importants problèmes de sécurité qui pourraient mettre l'humanité en danger ! Pourtant, un rebond important s'est produit après que le gouverneur Kazuo Ueda a prononcé un discours moins rigoureux que ce qu'on craignait. De plus, Meta a lancé Muse, un agent IA capable d'effectuer concrètement des tâches telles que le tri des e-mails, la résiliation d'abonnements, les achats et la négociation de factures pour le compte de ses utilisateurs. En conséquence, **deux des trois seules catégories qui ont terminé le mois de septembre en hausse étaient la technologie et la communication.** Plus précisément, les fabricants de puces et d'équipements pour le secteur des semi-conducteurs ainsi que les composants électroniques ont fortement rebondi, terminant en hausse de 3 à 5%, tandis que le groupe SoftBank, qui détient une participation importante dans OpenAI et Arm, a gagné 24%. **L'autre secteur en tête a été celui de la finance.** Comme c'est le cas depuis plusieurs mois, les banques et, dans une moindre mesure, les assureurs ont continué à bénéficier de la hausse des taux.

En bas du classement figurait le secteur de l'immobilier, qui a au contraire souffert de la hausse attendue des mensualités hypothécaires. Mizuho et deux autres grandes banques ont annoncé qu'elles augmenteraient leurs taux d'emprunt immobilier en octobre. **Les catégories liées à la consommation ont également enregistré des baisses de l'ordre de 5%.** Il s'agit notamment du commerce de détail, de l'alimentation et des services, dont beaucoup ont également été affectés par les perturbations potentielles liées à Muse. Recruit Holdings, pour des raisons qui restent à cerner, en faisait partie. Les constructeurs automobiles n'ont pas été épargnés non plus, les problèmes d'approvisionnement, les perturbations de la production dues aux conditions météorologiques et la concurrence chinoise accrue venant aggraver les inquiétudes.

Cependant, **le secteur de l'exploitation minière, qui comprend la production pétrolière, a été celui qui a enregistré la pire performance à la Bourse de Tokyo (TSE),** clôturant en baisse de 7.5% en septembre. Malgré la hausse des cours du pétrole, les investisseurs attendaient probablement une résolution du conflit au Moyen-Orient. En revanche, bon nombre des secteurs qui avaient récemment profité du contexte géopolitique tendu, comme le transport maritime et le commerce de gros, sont restés en légère surperformance. Mitsui O.S.K. Lines a déclaré s'attendre à ce que les perturbations du trafic maritime dans le détroit d'Ormuz se poursuivent jusqu'en 2027. Les sociétés de négoce ont bénéficié des déclarations du patron de Berkshire Hathaway, Greg Abel, qui a indiqué que son entreprise avait l'intention de conserver ses investissements dans les cinq plus grandes maisons de négoce japonaises pendant plusieurs décennies.

Notre portefeuille a sous-performé l'indice Topix d'environ 109 points de base. Cela ne semble pas illogique



compte tenu de la surperformance que nous avons enregistrée depuis le début de l'année, qui dépasse toujours les 500 points de base. De plus, la performance du mois de septembre a été concentrée. Seuls environ 20% des quelque 1 600 composants de l'indice Topix ont effectivement surperformé. À titre de comparaison, ce chiffre était de plus de 50% dans notre sélection de valeurs, mais nos titres perdants ont pesé plus lourd que les gagnants. Nos deux pires sociétés, un concessionnaire automobile et un fabricant de confiseries, ont reculé de plus de 10% sans raison particulière. Deux autres ont chuté de

10%. Chugai a annoncé que son partenaire Roche avait interrompu le développement d'un traitement contre l'obésité, tandis que Sumitomo Forestry a souffert de son exposition au marché américain des maisons individuelles dans un contexte de hausse des taux. Enfin, certaines de nos positions dans le secteur des services ont également perdu 7 à 8% dans la spirale de perturbations provoquée par Muse. Nous estimons que la plupart de ces réactions sont exagérées.

Nos décisions: Nous sommes confiants quant à notre sélection actuelle, mais nous avons cédé une ligne dont le potentiel de hausse touchait à sa fin après plusieurs mois de surenchère entre deux acquéreurs. Nous avons choisi de la remplacer par une entreprise du secteur des matériaux qui tire parti de l'inflation dans un contexte géopolitique tendu.

Notre modèle n'a émis aucun signal de vente pour nos titres ce mois-ci. Nous avons toutefois cédé Kakaku.com, un conglomérat détenant des sites web allant des services de réservation de restaurants et de voyages à la recherche d'emploi. La société a fait l'objet d'une bataille pour son rachat entre le spécialiste suédois des acquisitions EQT et un consortium LY/Bain Capital. Cette bataille durait déjà depuis plusieurs mois et a fait grimper le cours de l'action Kakaku de 79% depuis que les rumeurs ont commencé à circuler mi-avril. La dernière offre proposée n'était que 3% supérieure à la précédente, ce qui laissait penser que les surenchères touchaient à leurs fins. Nous avons donc décidé de vendre cette position, dont le potentiel de hausse semblait désormais limité.

Nous l'avons remplacée par JX Advanced Materials. Anciennement filiale d'ENEOS, JX en a été séparée en mars 2025. Ses activités couvrent l'ensemble de la chaîne de valeur des métaux, depuis les ressources minérales et la fusion/purification jusqu'aux matériaux de pointe et au recyclage. Elle bénéficie de son procédé mondial de fusion hybride « verte », peu gourmand en combustible, et détient des participations dans des actifs liés aux matières

premières, tels que des mines de cuivre et des projets d'extraction de sables contenant des terres rares, ce qui la protège des pressions inflationnistes et des problèmes d'approvisionnement potentiels dans un contexte géopolitique tendu. À plus long terme, l'entreprise réoriente ses activités minières de base vers des matériaux à forte valeur ajoutée destinés aux semi-conducteurs et aux technologies de communication, avec une forte exposition à l'IA (matériaux pour la mémoire, émetteurs-récepteurs optiques dans les centres de données et rouleaux de feuilles de cuivre pour les serveurs), un secteur dans lequel elle occupe déjà des positions très solides. En effet, elle est le leader mondial avec 65% de parts de marché dans le domaine des cibles de pulvérisation cathodique, matériau à partir duquel un film métallique très fin est déposé sur une plaquette de silicium. Elle détient également une part de 40% dans les substrats InP, un matériau utilisé pour générer, détecter et transmettre la lumière et les signaux à haute fréquence dans les communications optiques des centres de données. L'entreprise doit investir pour répondre à la demande en forte hausse, ce qui a entraîné une baisse de 35% du cours de l'action par rapport à son plus-haut du mois de mai. Nous avons estimé qu'il s'agissait d'une opportunité



compte tenu de la visibilité de la demande et du pouvoir de fixation des prix qui en découle. De plus, les exigences de pureté de ce secteur de haute précision constituent pour l'entreprise de solides barrières à l'entrée.

À la fin du mois, et à la suite de cet arbitrage, les fondamentaux de notre portefeuille se sont légèrement améliorés et sont restés en adéquation avec notre approche « Value ». Il se négociait à 14.16x (contre 15.82x pour l'indice Topix), avec un taux de croissance à long terme de 10.86% (contre 10.19% pour l'indice de référence).

Les perspectives: Nous espérons que le gouvernement parviendra bientôt à rassurer sur la manière dont il compte concilier son plan de croissance et la discipline budgétaire. Pour l'instant, nous préférons rester prudents compte tenu du contexte géopolitique et de ses implications pour l'économie japonaise.

Comme nous l'avons évoqué le mois dernier, même à 1.25%, la politique monétaire actuelle reste accommodante et le gouvernement dispose de quelques mesures faciles pour empêcher une hausse spectaculaire des taux longs. Nous attendons toutefois du gouvernement qu'il apporte une réponse pérenne pour rétablir la confiance grâce à un plan de croissance précis, cohérent et réaliste, assorti d'une discipline budgétaire. La Première Ministre **Sanae Takaichi** en est consciente. C'est d'ailleurs sur ce point qu'elle compte se concentrer, à en croire le projet de discours politique dévoilé en fin de mois. Nous attendons avec impatience d'en savoir plus à ce sujet, car il reste à voir comment elle **compte financer la baisse de la taxe sur la consommation alimentaire sans recourir à des obligations d'État spéciales**. Elle a tenu la promesse faite à ses électeurs, mais les retombées de cette réduction devraient être mitigées. Une enquête réalisée par Teikoku Databank suggère que **moins de 20% des entreprises interrogées s'attendent à ce que cette baisse stimule l'économie japonaise. De plus, étant donné qu'elle n'entrera en vigueur qu'en avril 2027, elle ne compensera pas la fin prochaine des subventions sur l'électricité**.

En ce qui concerne l'IA, nous n'avons pas changé d'avis quant à son développement. Nous avons déjà mentionné que l'adoption des nouvelles technologies n'est jamais linéaire et que sa diffusion se heurterait à des obstacles tels que des considérations sociales, sécuritaires et

environnementales. Nous restons convaincus que son effet sera positif dans la durée. **Si l'actualité récente et la multiplication des cyberattaques ajoutent de la volatilité à court terme sur les marchés, nous doutons que cela mette immédiatement un terme au cycle d'investissements dans l'IA**, tout simplement parce que les États-Unis ne peuvent pas se permettre de perdre face à la Chine. Plusieurs entreprises japonaises devraient donc continuer à en bénéficier.

Avec la prochaine saison des résultats qui débute le mois prochain, nous serons toutefois particulièrement attentifs à l'évolution des marges, à la manière dont les entreprises parviennent à faire face à la hausse des coûts (notamment ceux des matières premières, des salaires, des investissements et du financement) et à la réaction de la demande face à cette situation. Plusieurs secteurs ont accéléré la répercussion de ces hausses, mais ils pourraient avoir du mal à faire face à la concurrence internationale. Les fabricants japonais de produits chimiques, par exemple, ont été contraints d'augmenter leurs prix en raison de la flambée des cours du naphta, dont 80% provenaient du Moyen-Orient. Or, leurs homologues chinois s'approvisionnent en naphta à un prix inférieur de 10 à 20%. **Même si le trafic semble s'améliorer dans le détroit d'Ormuz, nous ne voyons aucune raison de croire pour le moment que cette situation sera durable**.



Pour terminer sur une note plus positive, **la Bourse de Tokyo (TSE) lance la prochaine phase de sa réforme pluriannuelle, qui vise à réduire le nombre de valeurs composant** l'indice Topix. En raison de critères historiquement peu contraignants, l'indice comptait environ 2 200 valeurs lorsque la nouvelle segmentation du marché a débuté en avril 2022. En effet, les entreprises n'étaient guère incitées à améliorer, voire à maintenir leur valeur d'entreprise. À l'issue de la première phase de la réforme, la liste des valeurs composant l'indice a été ramenée à environ 1 700. À partir d'octobre, une période de transition se déroulera, et l'indice devrait compter environ 1 000 valeurs d'ici la fin de la révision, en juillet 2028. À partir d'octobre 2028, les valeurs composant l'indice seront remplacées une fois par an selon les nouveaux critères. Bien que ce processus puisse paraître lent, **le nouveau système finira par créer une pression accrue sur les sociétés cotées pour qu'elles rehaussent leurs standards.**

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.



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