



Réservé aux investisseurs professionnels

**Les faits:** Même si la consommation a semblé repartir un peu en juin, plusieurs autres indicateurs ont traduit une plus grande fragilité de l'économie japonaise. La Banque du Japon a cependant dit qu'elle annoncerait bientôt un plan de normalisation et peut-être une hausse des taux. Dans l'ensemble, le yen est resté désespérément faible ce mois-ci.

Les dépenses de consommation semblaient plus élevées qu'en avril. Selon le ministère de l'Intérieur et de la Communication, les dépenses réelles des ménages ont augmenté d'une année sur l'autre en avril pour la première fois depuis le début de 2023, et les ventes au détail de mai ont enregistré leur deuxième augmentation mensuelle consécutive. Les ventes d'automobiles se sont redressées après l'arrêt des expéditions chez Daihatsu Motors, tandis que les achats dans les grands magasins ont été solides pendant la "Golden Week". Le nombre de visiteurs étrangers a augmenté de 60 % par rapport à l'an dernier et a dépassé le niveau de 2019, avant la pandémie. **Les dépenses dans l'alimentation et les boissons ont toutefois chuté pour le troisième mois consécutif, montrant que les consommateurs étaient attentifs à leurs dépenses.** En effet, les salaires réels n'ont cessé de baisser depuis plus de deux ans. Il est toutefois encourageant de constater que le rythme de la baisse s'est réduit à -0,7 % sur 12 mois en avril, sous l'effet combiné des hausses salariales récemment négociées (se traduisant progressivement sur les fiches de paie) et du ralentissement de l'inflation.

La valse-hésitation sur les subventions consenties par le gouvernement pour alléger la facture énergétique a faussé l'indice national des prix à la consommation. Toutefois, en excluant l'alimentation et l'énergie, l'inflation ralentissait pour les ménages depuis près de six mois, pour s'établir à 1,7 % en glissement annuel en mai. Cela contrastait avec

l'évolution des prix à la production, qui ont accéléré pour atteindre leur rythme le plus rapide en dix mois à 2,4%.

En fait, **plusieurs indicateurs ont reflété les préoccupations croissantes des entreprises quant à l'augmentation des coûts.** La composante "perspectives" de l'enquête Economy Watchers de mai (qui sonde les travailleurs d'usine, les commerçants et autres agents de services proches de l'économie) a atteint son niveau le plus faible depuis décembre 2022. Les personnes interrogées ont souligné la hausse des coûts liés à la pénurie de main-d'œuvre, à l'augmentation des prix de l'électricité et à la faiblesse du yen. L'indice PMI préliminaire de juin dans les services s'est effondré, les entreprises du secteur se plaignant des mêmes problèmes. Enfin, le cabinet d'études de crédit Tokyo Shoko Research a constaté que le nombre de faillites avait dépassé les 1000 pour la première fois depuis juillet 2013, quand les mesures de soutien introduites pendant la crise financière mondiale avaient pris fin. **De nombreuses entreprises peinaient encore à augmenter leurs prix pour protéger leurs marges.** En même temps, les tensions sur le marché du travail, mesurées par le nombre d'emplois disponibles par candidat, se sont atténuées avec un ratio à 1,24 en mai, son plus bas niveau en 2 ans.

La Banque du Japon naviguait donc prudemment dans cet environnement. Elle a annoncé qu'elle présenterait bientôt un plan pour réduire ses achats d'obligations, mais ne l'a pas lancé immédiatement. Les opinions sur la hausse des taux



étaient diverses, mais au fil du mois, la possibilité d'un resserrement en juillet revenait apparemment sur la table. Pendant ce temps, la politique de la Réserve Fédérale est restée inchangée malgré des chiffres plus atones que prévu. La Banque Centrale Européenne a décidé de baisser ses taux de 25 points de base en juin, mais est restée prudente dans sa lutte contre l'inflation. Après une petite tentative de rebond en début de période, le yen a fini le mois en légère baisse. Il a terminé à son plus bas niveau en 38 ans à 160,9 contre le dollar et 172,4 contre l'euro, un record depuis la création de la monnaie européenne.

Il semblait difficile de contenir les pressions vendeuses sur la monnaie japonaise, particulièrement douloureuses dans un pays dépendant des ressources. **Le gouvernement a donc décidé de reconduire les subventions sur l'énergie d'août à octobre, période de forte consommation.** Il envisageait également de nouvelles aides pour les personnes retraitées ou à faibles revenus. Pourtant, **la popularité du gouvernement Kishida a continué à décliner et a atteint un nouveau plus bas à 16,4%** dans la dernière enquête Jiji de juin. La chambre basse a rejeté une motion de censure, mais plusieurs candidats (comme le ministre du

Numérique Taro Kono, l'ancien ministre de la Défense Shigeru Ishiba ou l'ancien ministre de l'Environnement Shinjiro Koizumi) semblaient prêts à briguer la présidence du Parti Libéral-Démocrate en septembre.

Des bouleversements politiques se sont également produits dans plusieurs autres pays, ce qui a accru les incertitudes dans le monde entier. Aux États-Unis, le débat entre les deux principaux prétendants à la présidence laissait aux votants le triste choix entre un républicain reconnu coupable de plusieurs crimes et un démocrate dont les absences mentales devenaient de plus en plus inquiétantes. Pendant ce temps, la polarisation des dernières élections européennes reflétait le mécontentement des peuples contre leurs dirigeants politiques. Les États-Unis et l'Europe étaient de plus en plus disposés à protéger leurs marchés contre les concurrents chinois, en ajoutant des droits de douane sur les véhicules électriques ou certaines puces. Enfin, la situation géopolitique est restée instable. Vladimir Poutine cherchait des alliés en Corée du Nord et au Vietnam, tandis que le conflit au Moyen-Orient menaçait de s'étendre au Liban.

**Les effets: L'indice Topix a réussi à gagner encore 1,3% en juin. Compte tenu de leur volatilité accrue, la faiblesse de la devise et les taux plus élevés n'ont pas été si favorables ce mois-ci. Les considérations microéconomiques ont eu un rôle plus important avec l'augmentation des mouvements d'actionnaires activistes.**

L'indice Topix a enregistré quelques prises de bénéfices au cours de la première moitié du mois, lorsque le yen s'est légèrement raffermi grâce à des chiffres économiques plus faibles que prévu aux États-Unis. Cela n'a cependant pas duré très longtemps, et même certaines déclarations plus restrictives de la Banque du Japon n'ont pas inversé la tendance à l'affaiblissement de la devise japonaise, qui se poursuit maintenant depuis un bon moment. Au total, le mois de juin a ajouté un petit +1,34%, suffisant pour que l'indice Topix termine le mois à son niveau record, quelques points au-dessus du dernier sommet atteint à la mi-mars.

Pourtant, **l'affaiblissement du yen n'a pas semblé soutenir les bénéficiaires traditionnels.** Certains exportateurs ont surperformé, mais leur réaction était davantage liée à d'autres raisons bien spécifiques. Les machines ont gagné plus de 3% grâce à la contribution importante de Mitsubishi Heavy Industries (en hausse de 26%). Le conglomérat a annoncé qu'il n'attendait plus de coûts supplémentaires liés aux problèmes sur un moteur d'avion de Pratt & Whitney. L'entreprise était également en discussion avec les États-Unis pour la production de missiles. Les fabricants d'appareils électriques ont progressé dans la même





proportion dans le sillage de l'excitation continue autour de l'IA. Les fournisseurs d'Apple ont bénéficié du partenariat de la société avec OpenAI pour intégrer ChatGPT dans son smartphone. Comme la nouvelle version de l'iPhone aura besoin d'une plus grande efficacité énergétique, Murata Manufacturing, qui fabrique des condensateurs en céramique multicouches, a vu son cours gagner 12% en juin. TDK a progressé deux fois plus car il a également annoncé le développement réussi d'un nouveau matériau pour ses batteries dites "solides". **Les secteurs du matériel de transport et du transport maritime, qui bénéficient traditionnellement d'un yen faible, ont reculé de 3 à 5 %.** Certes, la première catégorie, qui comprend principalement les constructeurs automobiles, a été touchée par les scandales entourant l'homologation des véhicules, mais la dernière catégorie aurait dû bénéficier de la hausse du fret, qui se rapprochait des niveaux d'après-Covid.

Pour leur part, **les taux plus élevés des emprunts d'Etat japonais ont continué à faire grimper les valeurs financières d'environ 3 %, et ont pesé sur l'immobilier et la construction, de manière toutefois moins sensible que le mois dernier, compte tenu de leur volatilité.** Les banques régionales n'ont pas fait mieux que les grandes banques, à l'exception d'Aozora Bank dont le cours a gagné 10 %, Daiwa Securities ayant porté sa participation à 24 %. La plus grande banque japonaise, MUFG, a même monté de 4 %, bien que

la FSA lui ait infligé une "injonction d'amélioration de l'activité" pour avoir partagé des données sur ses clients. En revanche, les secteurs de l'immobilier et de la construction ont très légèrement baissé. La hausse des taux a été perçue comme susceptible d'enrayer la reprise naissante des loyers des immeubles de bureaux. Les services aux collectivités, qui avaient surmonté la tendance à la hausse des taux grâce à la reprise du nucléaire, ont subi d'importantes prises de bénéfices en juin. En effet, le journal Sankei a rapporté que le redémarrage du réacteur de Tokyo Electric Power Company serait retardé.

Enfin, **l'activisme des investisseurs a repris de la vigueur en juin, avant la saison traditionnellement chargée des assemblées générales annuelles.** Cela a soutenu le cours de plusieurs sociétés. Ce fut le cas de Softbank Group, dans laquelle Elliott Management a reconstitué une participation au début du mois et a appelé à un rachat d'actions de 15 milliards de dollars. Sa performance de 15 % et sa forte capitalisation ont permis au secteur de l'information et de la communication d'enregistrer une performance de presque 5%. De fortes réactions boursières ont également eu lieu sur des entreprises plus petites comme le fabricant de sous-vêtements Wacoal Holdings et le constructeur de semi-conducteurs Sanken Electric, lorsque 3D Investments Partners et Effissimo Capital Management ont respectivement déclaré avoir augmenté leur participation.

**Les perspectives:** Nous continuons à penser que la BoJ n'a pas une grande marge de manœuvre, car la situation du Japon reste fragile. Nous nous attendons à ce que les rendements boursiers soient de plus en plus volatils, mais que les sociétés qui ont une véritable vision dans la mise en œuvre de leurs réformes se distinguent au fil du temps.

**Nous ne pensons pas que le dernier rebond de la consommation soit suffisamment convaincant pour le moment** pour qu'il soit considéré comme le début d'une tendance durable. Il a été soutenu par des facteurs ponctuels, tels que le rattrapage des retards de production antérieurs, et les dépenses des touristes, qui ne représentent qu'environ 1 % du PIB nippon. En réalité,

plusieurs entreprises ont souligné la sensibilité des consommateurs japonais aux prix. Même dans le secteur de la restauration rapide, où les prix sont bas, une enquête d'IT media a révélé que les consommateurs délaisseraient le hamburger Teriyaki de McDonalds au profit de celui de MOS Burger, son concurrent local, si son prix augmentait de seulement ... 30 yens. Il reste à voir si ce type de



comportement changera lorsque les négociations salariales se répercuteront pleinement sur les rémunérations réelles. Pour l'instant, cependant, l'affaiblissement du sentiment nous incite à rester prudents.

**Nous craignons donc que la BoJ ne dispose pas d'une grande marge et qu'elle agisse davantage en fonction de la pression croissante déclenchée par les coûts insupportables de la faiblesse du yen qu'en fonction de la force réelle de l'économie.** Jusqu'à un point, la faiblesse du yen a soutenu une certaine inflation importée, mais elle a également stimulé les bénéfices des exportateurs en permettant aux entreprises d'augmenter les rémunérations tout en répercutant les hausses de prix. Toutefois, au taux de change actuel, les augmentations de salaires ne sont pas suffisantes et même les exportateurs s'inquiètent de plus en plus de l'impact sur leurs investissements à l'étranger. En fin de compte, le gouvernement doit continuer à étendre les subventions et à fournir d'autres formes d'aide, comme des réductions d'impôts, pour les personnes à faible revenu et les petites entreprises, ce qui a provoqué des critiques grandissantes à l'encontre du gouvernement en place.

Le marché actions japonais a enregistré d'excellentes performances en 2023 et au premier trimestre 2024, mais sa trajectoire a été plus hésitante au cours des trois derniers mois. Non seulement les valorisations ont atteint 15 fois les bénéfices à venir mais les perspectives sont incertaines. **La transition vers un cycle d'inflation sain n'est pas si facile pour le Japon. En outre, la demande extérieure n'est pas non plus très brillante, notamment en raison des risques géopolitiques élevés** liés à l'instabilité politique de plusieurs partenaires commerciaux clés. Nous nous attendons donc à ce que l'évolution à court terme soit plus erratique.

**Nous continuons à penser que de nombreuses entreprises japonaises peuvent encore s'améliorer, à condition qu'elles le fassent avec une vision à long terme. La Bourse de Tokyo et les activistes font pression.** Le Kabuto Cho a lancé cette année une campagne pour encourager les entreprises à élaborer des plans tenant compte du coût du capital et du cours des actions. Selon KPMG Azsa, 70 % des entreprises de la section "Prime" du TSE ont dévoilé une

politique de réduction des participations croisées dans leurs rapports de gouvernance d'entreprise à partir de l'année fiscale 2024. En parallèle, selon Sumitomo Mitsui Trust Bank, les entreprises japonaises ont reçu un nombre record de propositions de résolutions de la part d'investisseurs institutionnels avant la saison des assemblées générales annuelles de cette année. Les rachats d'actions ont augmenté. Le Nikkei a rapporté que les autorisations de rachat fixées pour la période janvier-mai avaient augmenté de 60 % en glissement annuel pour atteindre un niveau record d'environ 9 000 milliards de yens, se rapprochant ainsi du record sur un an d'environ 9 600 milliards de yens établi en 2023. Nous n'allons toutefois pas jusqu'à espérer que les rachats d'actions financés par la vente de participations croisées suffisent à compenser la baisse des bénéfices ou d'autres formes de pressions à la vente. La tendance n'apporte qu'un soulagement à court terme. Nous préférons privilégier les entreprises qui sont capables d'en tirer parti pour se libérer de décennies de conflits d'intérêts, bénéficier d'une restructuration complète et retrouver leur pouvoir de fixation des prix.

**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. Sauf indication contraire, le présent document ne se rapporte à aucun fonds en particulier, les chiffres cités concernent la performance brute de la stratégie Japan Essential Value. Ils sont obtenus à partir de la performance réelle d'un compte géré selon cette stratégie, libellé en yen et ne faisant l'objet d'aucun couverture de change. 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  
10 rue La Boétie 75008 Paris (France)  
T: +33.1.70.82.44.50  
F: +33.1.70.82.44.49

E: [contact@graphene-investments.com](mailto:contact@graphene-investments.com)

W: [www.graphene-investments.com](http://www.graphene-investments.com)