



Document à caractère publicitaire. Veuillez-vous référer à toutes les caractéristiques et à tous les objectifs du fonds disponibles dans le prospectus et dans le document d'informations clés avant de prendre toute décision finale d'investissement.

François-Xavier Chauchat, membre du comité d'investissement, économiste et stratéguiste, et co-gérant des stratégies 'Global Macro' aux côtés de Sophie Chauvellerie et Gustavo Horenstein, vous propose une analyse des risques géopolitiques, de la volatilité et couverture.

Les taux longs japonais, témoins d'une réussite historique ?

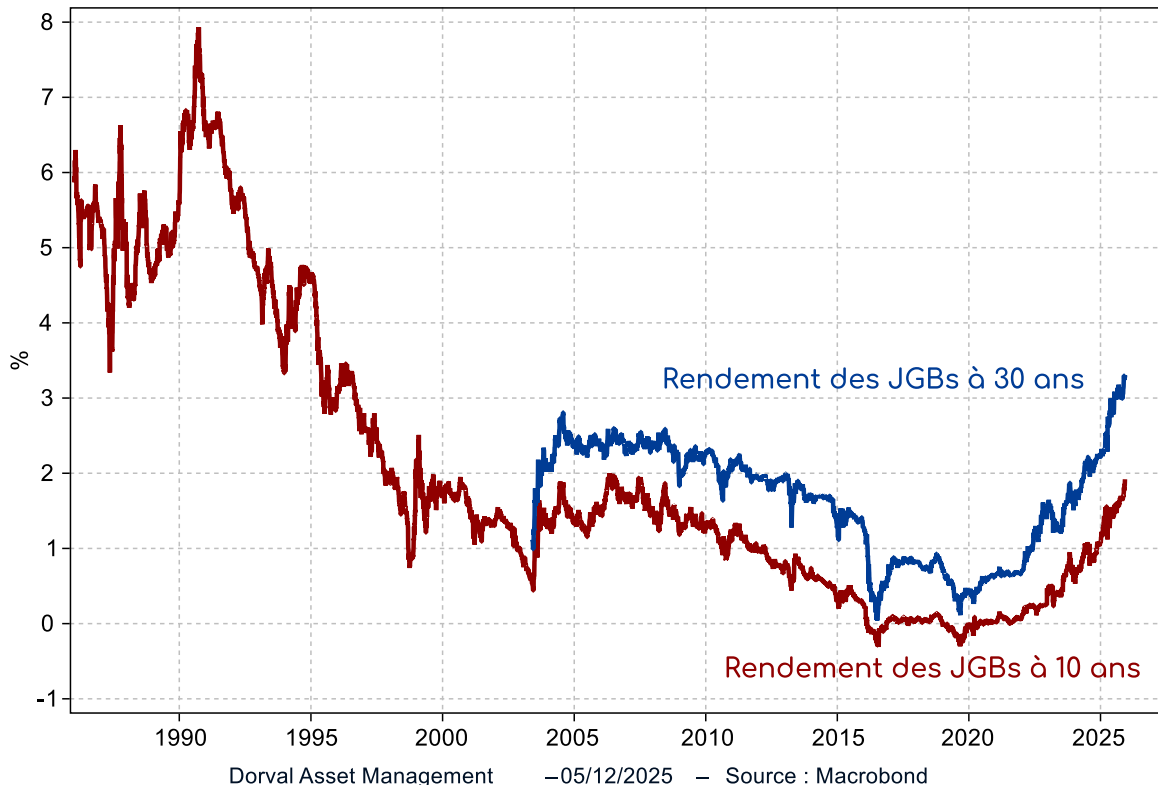
8 décembre 2025

Après plus d'une décennie d'efforts pour sortir durablement de la déflation, le Japon voit ses taux longs remonter nettement. Un mouvement qui témoigne d'une normalisation économique enfin en marche, mais qui comporte aussi des implications contrastées pour les investisseurs à l'échelle mondiale.

Initiée par feu le premier ministre Shinzo Abe et le gouverneur de la Banque du Japon Haruhiko Kuroda en 2012-2013, la politique économique japonaise de reflation est-elle en passe de réussir ? C'est peut-être d'abord ainsi qu'il faut comprendre le message de la hausse des taux longs japonais (graphique 1), hausse qui provoque une certaine émotion sur les marchés mondiaux.



Les taux longs japonais au plus haut depuis 20 ans : évolution inquiétante ou signe d'une réussite ?

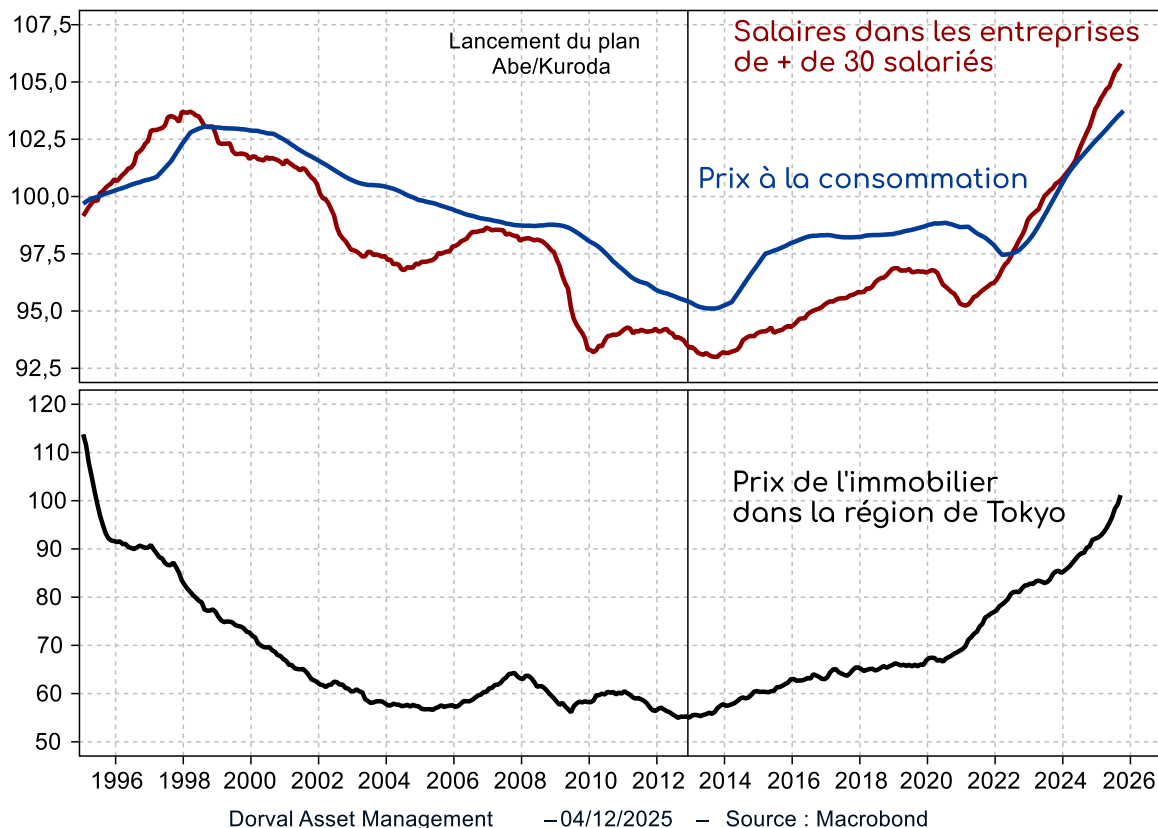


Cette expérimentation fascinante, après 15 ans de déflation de 1998 à 2013, vise à créer les conditions d'un retour à une inflation « normale » d'environ 2%. Un pays en fort déclin démographique, donc avec un potentiel de croissance très bas, a besoin d'une inflation positive pour faire baisser plus facilement les taux d'intérêt réels (c'est-à-dire après inflation) et pour diminuer la valeur réelle des dettes accumulées. Pour une telle économie, une inflation à 2% et des taux d'intérêt entre 1% et 2% est une situation nettement préférable à celle d'une inflation à 0% et des taux d'intérêt négatifs ou nuls.

C'est précisément ce que vise la politique de reflation. Depuis 2013, les prix à la consommation, les salaires et les prix de l'immobilier sont d'abord remontés modérément. Mais à la fin de la période du Covid, le mouvement s'est nettement accéléré (graphique 2). Au lieu de contrer cette inflation, comme l'ont fait les autres banques centrales en 2022-2023, la BoJ y a vu une occasion historique de désancrer les anticipations d'inflation trop basses des agents économiques japonais. Elle a donc maintenu ses taux négatifs jusqu'en février 2024, ce qui a provoqué une forte chute du yen et alimenté l'inflation.



La reflation japonaise se fait de plus en plus convaincante

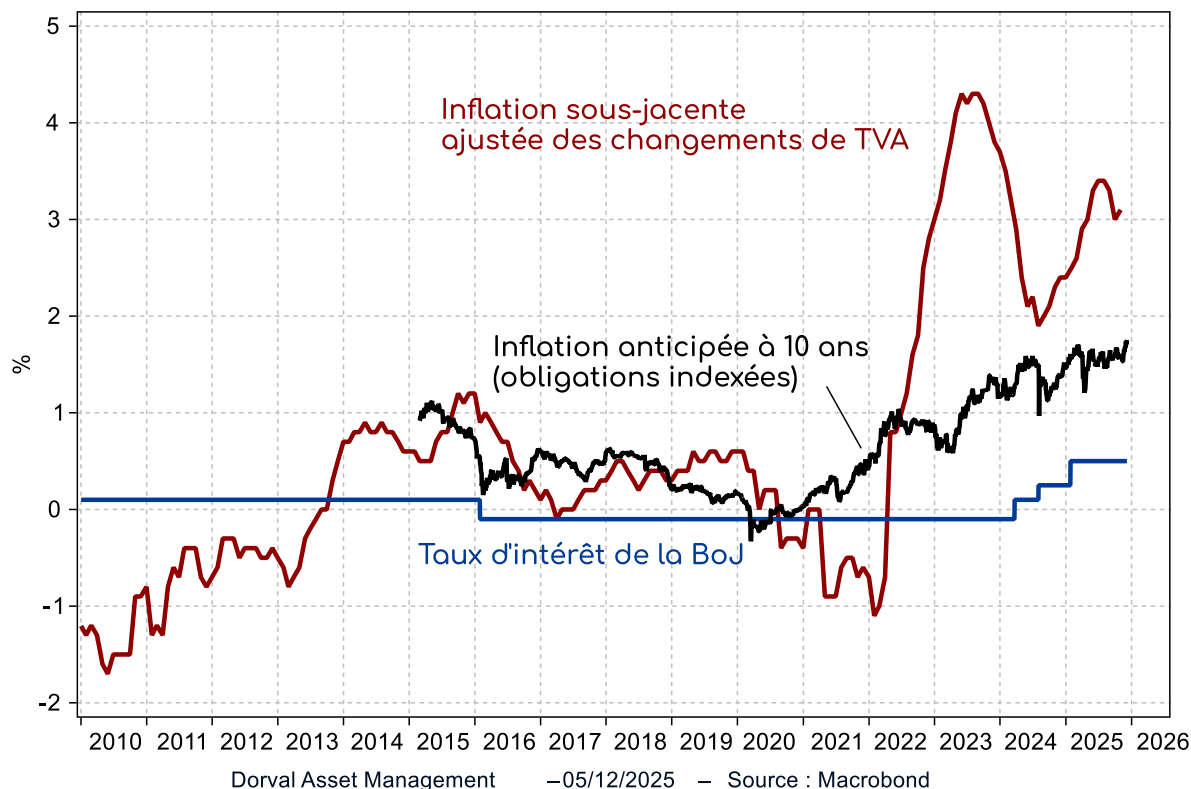


Cela semble fonctionner. L'inflation sous-jacente japonaise se situe aujourd'hui à +3%, soit un peu au-dessus de l'objectif de 2% de la banque centrale, et les habitudes des entreprises japonaises se modifient en faveur d'augmentations annuelles de salaires systématiques. La Banque du Japon prend cependant son temps pour normaliser ses taux afin de ne pas enrayer la dynamique de remontée des anticipations d'inflation à moyen et long terme, en route vers son objectif de 2%.

Après seulement trois hausses de taux depuis début 2024, la Banque du Japon s'apprête à monter à nouveau son taux d'intérêt de 25 points de base, à +0,75%, probablement le 19 décembre prochain. La BoJ sera particulièrement attentive à l'évolution des politiques salariales des entreprises pour décider du timing des prochaines hausses. Elle surveillera aussi l'inflation sous-jacente, qui est attendue en baisse de +3% en 2025 à un peu moins de +2% en 2026. Les taux monétaires resteront quoiqu'il en soit nettement inférieurs à l'inflation mesurée et anticipée (graphique 3).



La Banque du Japon a commencé à remonter ses taux, mais ceux-ci demeurent très inférieurs à l'inflation



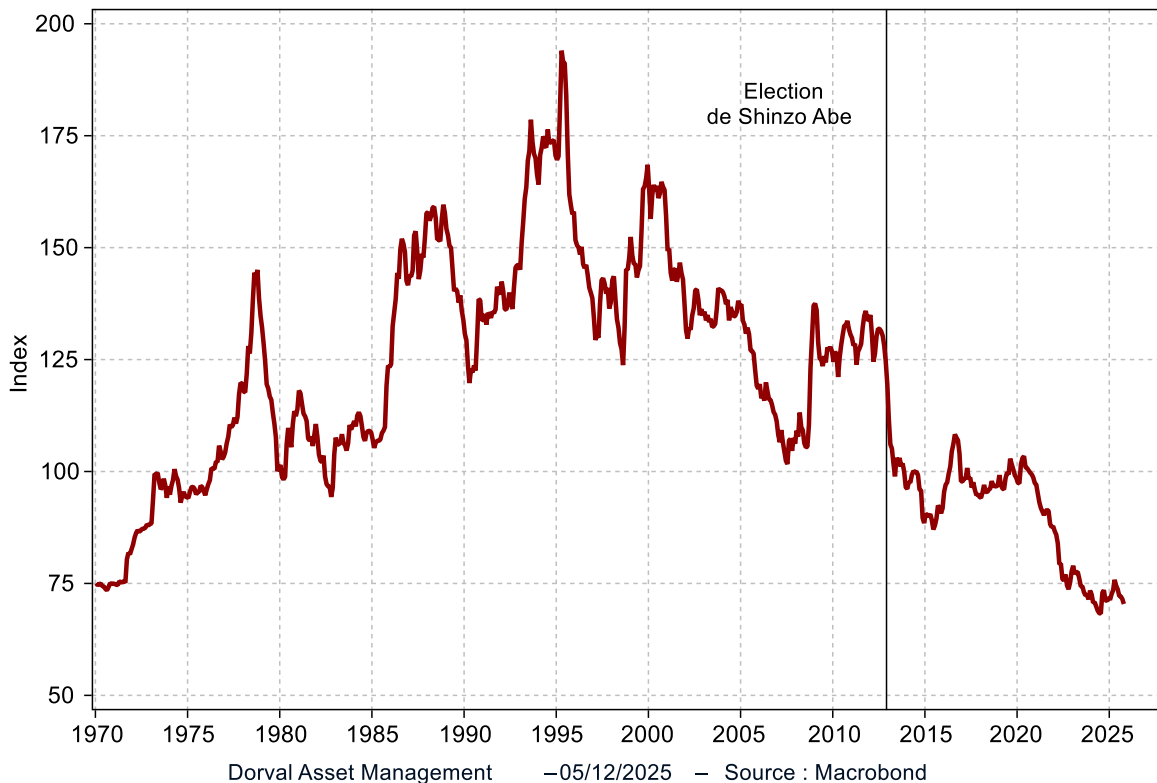
Ces hausses de taux se sont accompagnées d'un arrêt et même d'un début de renversement des achats d'actifs par la BoJ (resserrement quantitatif). Lors de ces dernières interventions, le gouverneur Ueda a réitéré son objectif d'une politique monétaire « neutre », ce qui signifie selon lui des taux d'intérêt de 1% minimum, et une tendance baissière du bilan de la banque centrale. A ce stade, le marché monétaire japonais anticipe que ce niveau de 1% de taux d'intérêt sera atteint l'été prochain. Le but ultime de la politique de reflation est d'obtenir une inflation durablement proche de 2% avec une politique monétaire entièrement neutralisée.

Le chemin parcouru est déjà substantiel, mais il reste un défi de taille : sortir le yen de sa sous-évaluation considérable, sans casser l'économie et la Bourse japonaise, ni réduire significativement l'inflation. Par rapport à ses partenaires commerciaux, corrigé des différentiels d'inflation, le yen a perdu plus de 40% depuis l'élection de Shinzo Abe en décembre 2012 (graphique 4). Les experts de Goldman Sachs estiment que le yen est la devise la plus sous-évaluée du monde, d'environ 30% par rapport aux autres devises concurrentes. Avec un écart de taux d'intérêt de moins en moins important entre le Japon et le reste des pays développés, le yen devrait pouvoir s'apprécier progressivement.



Fortement sous-évalué, le Yen pourra-t-il remonter ?

Taux de change réel du Yen contre ses partenaires commerciaux (source BoJ)

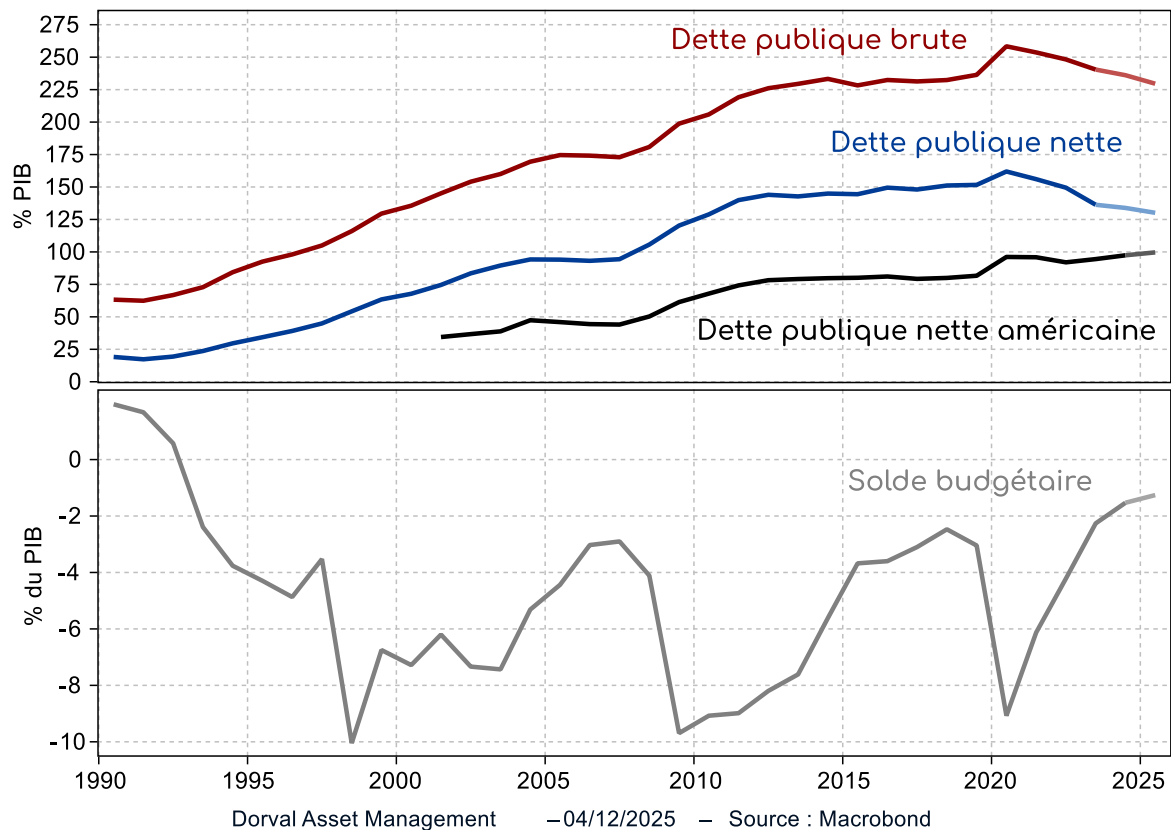


La politique budgétaire annoncée par la nouvelle Première ministre Sanae Takaichi pourrait y contribuer. Celle-ci prévoit une augmentation « temporaire », d'environ 1% du PIB, du déficit budgétaire pour les années fiscales 2025 et 2026. Dans un pays connu pour sa dette publique record, cette annonce peut sembler irresponsable. Pourtant, le déficit budgétaire japonais se situe aujourd'hui à son plus bas niveau depuis 33 ans, à 1,5% du PIB.

De plus, sa dette publique brute gigantesque de 225% du PIB se réduit fortement quand on passe en « net », c'est-à-dire après prise en compte des liquidités considérables gérées par l'Etat, dont celles des fonds de réserves de retraites. Pour faire court, le Japon a préféré s'endetter à bas taux d'intérêt plutôt que de rembourser la dette avec ses réserves, car ces dernières sont investies dans des actifs (actions japonaises et mondiales, etc.) dont la rentabilité est supérieure aux taux souverains. Ces fonds de réserves représentent aujourd'hui 100% du PIB. En net, la dette japonaise est donc de 125% du PIB, soit le niveau italien, et plus très loin du niveau américain (graphique 5). Rappelons enfin que près de la moitié de la dette obligataire japonaise est aujourd'hui détenue par la Banque du Japon.



Les finances publiques japonaises s'améliorent

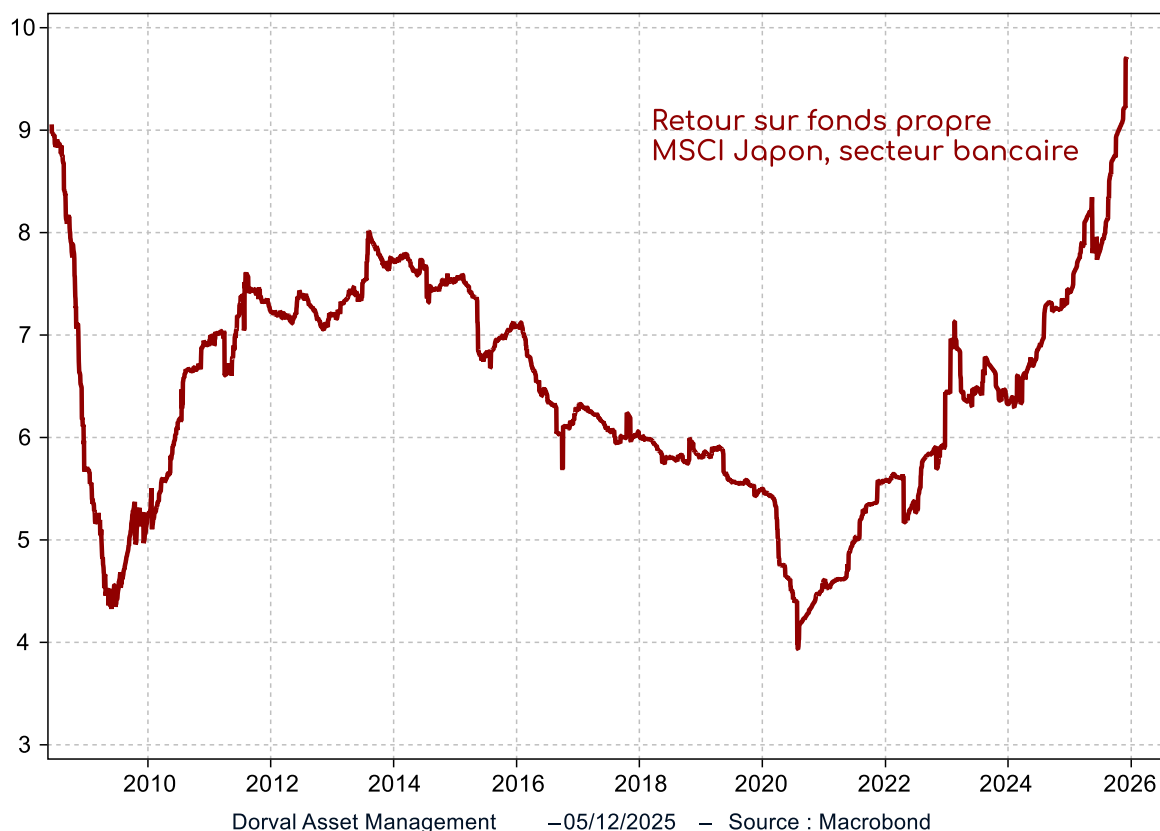


A ce stade, la hausse des taux longs japonais n'est donc probablement pas due à une inquiétude liée à la dette publique, mais plutôt à une prise en compte de la réussite du plan de reflation orchestré par les autorités japonaises.

Pour les investisseurs, cette reflation a ses bons et ses moins bons côtés. Du côté positif, elle rend le Japon plus attractif, avec une devise fortement sous-évaluée, une croissance économique décente et un redressement spectaculaire de la rentabilité du secteur financier (graphique 6). Les banques et les sociétés d'assurance sont en effet les premières bénéficiaires de la hausse des taux d'intérêt.



Forte remontée de la rentabilité des banques japonaises



Du côté négatif, la remontée des taux japonais questionne un des piliers de la hausse des marchés boursiers depuis 2024, à savoir la tendance baissière des taux à court terme dans les pays développés. Elle s'ajoute au statu quo de la BCE et aux hésitations de la Fed. La hausse des taux longs japonais, en particulier à 30 ans, participe aussi de la méfiance grandissante des investisseurs à l'égard des durations longues, et peut générer des chocs de court terme. Elle fait enfin craindre un rapatriement des actifs des fonds de pensions japonais, même si les flux ne l'indiquent pas à ce stade.

La dérivée seconde des taux monétaires des grandes banques centrales sera en effet un des facteurs de risques pour 2026. Il est cependant important de répéter qu'au Japon, ces hausses de taux témoignent d'un succès économique et monétaire dont il faut aussi profiter. Le Japon représente 15% de la poche actions de nos fonds globaux, avec une surpondération des banques. Enfin, avec des taux réels à court terme toujours très négatifs au Japon et, plus légèrement, en Europe, et une prochaine baisse des taux de la Fed, le risque d'un net resserrement des liquidités mondiales reste, à ce stade, modéré.

Dans ce contexte, notre fonds [Dorval Convictions](#) (FR0010565457) est un excellent moyen de s'exposer aux actions européennes mais sans prendre tous les risques. En effet, ce fonds possède 3 atouts essentiels :

1. Une **capacité d'adaptation** en fonction des conditions de marchés en ajustant avec réactivité son taux d'exposition pouvant aller de 0% à 100% sur les actions européennes.
2. Une **vision stratégique** des opportunités d'investissement en fonction du cycle économique. L'équipe de gestion très expérimentée analyse l'environnement économique et de marchés afin d'identifier les thèmes porteurs.



3. Un équilibre entre maîtrise des risques et opportunité.

Avec une performance YTD de 11,5% et un taux d'exposition nettes aux actions de 66% au 5 décembre 2025, Dorval Convictions est un excellent véhicule pour accompagner vos clients dans l'investissement en actions européennes.

Les informations présentées ne constituent ni un élément contractuel, ni un conseil en investissement.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Les investissements en actions sont susceptibles de connaître d'importantes variations de cours. Les investissements en taux sont particulièrement sensibles aux variations de taux d'intérêt, et le fonds pourrait perdre de la valeur en cas de hausse des taux d'intérêt. Le fonds est exposé à des risques spécifiques, notamment le risque lié à la gestion discrétionnaire, le risque de perte en capital, le risque actions, le risque lié à la taille de capitalisation, le risque de marché, le risque de change, le risque de taux, le risque de crédit, le risque d'investissement sur les marchés émergents, le risque lié à l'utilisation des instruments dérivés financiers, le risque de durabilité. Le capital investi n'est pas garanti. Vous pourriez récupérer moins que ce que vous avez investi.

Les caractéristiques, les risques et les frais relatifs à cet investissement sont détaillés dans le prospectus du fonds disponible gratuitement auprès de la société de gestion.

Avant toute souscription, veuillez consulter le DIC disponible sur notre site internet : <https://www.dorval-am.com/fonds/>

Dorval Asset Management

Société Anonyme au capital de 964 968 euros

RCS Paris B 391392768 - APE 6630 Z - Agrément AMF n° GP 93008

111, boulevard Pereire 75017 Paris – T : +33 1 44 69 90 44 – F : +33 1 42 94 18 37

www.dorval-am.com

Mentions légales

Ce document à caractère promotionnel est destiné à des clients professionnels et non professionnels au sens de la directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Dorval Asset Management. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Dorval Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Dorval Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Dorval Asset Management. Dorval Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui



pourrait en être faite par un tiers. L'OPCVM est autorisé à la commercialisation en France et éventuellement dans d'autres pays où la loi l'autorise. Préalablement à tout investissement, il convient de vérifier si l'investisseur est légalement autorisé à souscrire dans un OPCVM. Les caractéristiques, les frais et le profil de risque et de rendement relatifs à l'investissement dans un OPCVM sont décrits dans le document d'informations clés (DIC) de ce dernier. Le DIC et les documents périodiques sont disponibles gratuitement sur demande, auprès de Dorval Asset Management. Vous devez prendre connaissance du DIC, qui doit vous être remis, préalablement à la souscription. La définition des indicateurs de risques mentionnés dans ce document figure sur le site internet : www.dorval-am.com.