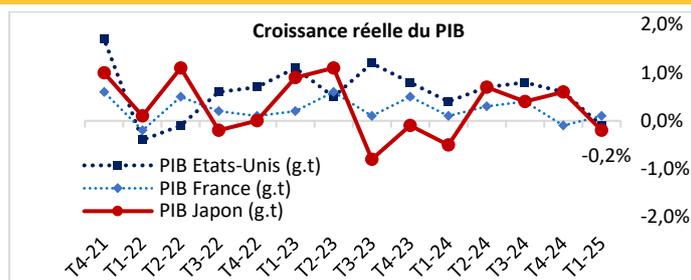


JAPON | Premier trimestre 2025 : la croissance vacille

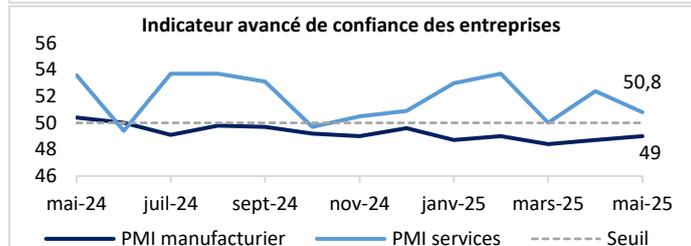
Les résultats du 1^{er} trimestre 2025 font état d'un repli du PIB japonais de -0,2 % en g.t. (-0,7 % en g.a.), première contraction depuis un an. Cette dégradation de la conjoncture s'explique principalement par la faible consommation finale des ménages, dans un contexte d'inflation élevée depuis 6 mois. La progression des importations a également pesé sur la croissance. Ce repli est d'autant plus préoccupant qu'il est intervenu avant l'entrée en vigueur des droits de douane américains. Selon les dernières estimations (*Nomura*), leur effet sur le PIB japonais serait de -0,5 %, et pourrait atteindre -0,8 % en cas d'application des droits de douane « réciproques » à l'issue du moratoire en cours de 90 jours. Dans ce contexte, la démission du ministre de l'Agriculture – à la suite d'un commentaire déplacé sur le prix du riz – a fragilisé davantage le gouvernement. L'opposition intensifie ses appels à une baisse de la TVA, au risque d'aggraver le déficit budgétaire. Par ailleurs, **les discussions bilatérales avec les États-Unis n'ont produit aucun résultat tangible à ce stade.** En dépit de quatre déplacements à Washington D.C. depuis avril du ministre de la Revitalisation économique, R. Akazawa, et de plusieurs échanges techniques entre administrations, aucun socle ne semble émerger pour un accord. Le Japon maintient sa demande de suppression conjointe des droits de douane sectoriels et « réciproques », tandis que les États-Unis entendent maintenir les droits sectoriels – relevés le 4 juin pour l'acier et l'aluminium à 50 % –, au nom de la sécurité nationale. Le Premier ministre Ishiba devrait rencontrer le président Trump en marge du sommet des dirigeants du G7 du 15 au 17 juin, à Kananaskis (Canada).

Activité | L'emploi se maintient dans un environnement économique au ralenti

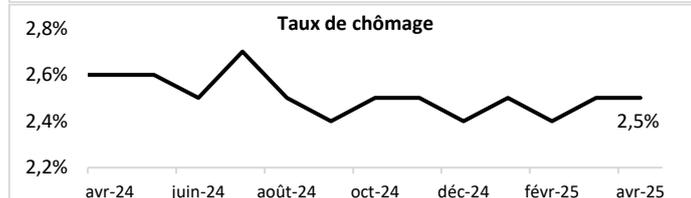


2024	T1 2025	T4 2024	T3 2024	T2 2024	T1 2024
+0,1 %	-0,2 %	+0,6 %	+0,4 %	+0,7 %	-0,5 %

PMI du secteur manufacturier – mai 2025 | 49,0 (+0,3 pt). L'indice PMI du secteur manufacturier indique une dégradation des conditions d'activité pour le 11^{ème} mois consécutif, avec une contraction de la demande domestique et étrangère pour le 3^{ème} mois consécutif (contraction des nouvelles commandes). La production des entreprises du secteur a reculé.



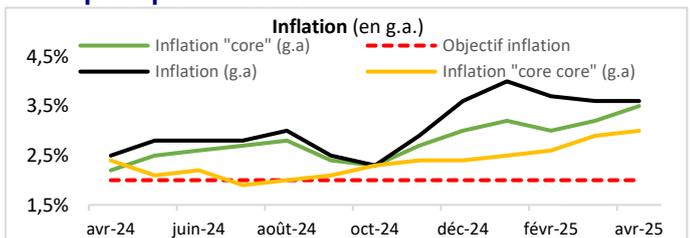
PMI du secteur des services – mai 2025 | 50,8 (-1,6 pts). L'indice PMI des services est de nouveau en contraction, pour le 2^{ème} mois consécutif. Le rythme des nouvelles commandes et des recrutements a atteint son niveau le plus faible en un an, traduisant une confiance dégradée des acteurs (niveau le plus bas depuis janvier 2021). La progression des coûts des intrants et des prix de vente a ralenti.



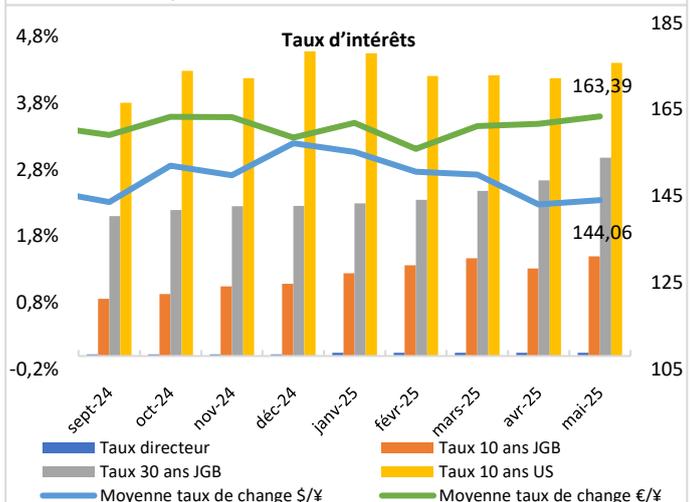
Taux de chômage – avril 2025 | 2,5 % (stable). Le taux de chômage se maintient au même niveau par rapport au mois précédent. En mars, la population active avait diminué (-50 000) et le nombre de personnes en emploi avait reculé (-80 000). Bien que le ratio offres/demandeurs d'emploi se soit légèrement assoupli, à 1,26 (+0,02 pt en g.m.), la demande de travail des entreprises est restée élevée.

Inflation & politique monétaire | Reprise sur les marchés financiers dans un contexte inflationniste

Prix & politique monétaire

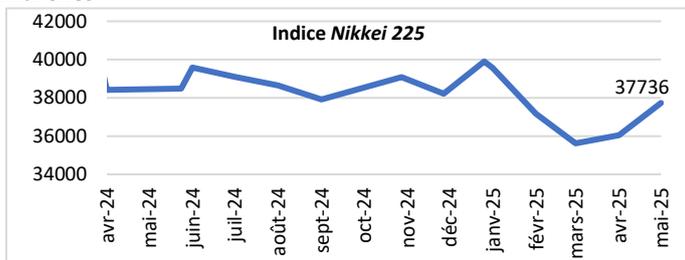


Inflation – avril 2025 | Statistiques : +3,6 % en g.a. || Inflation core (i.e. hors produits frais) : +3,5 % || Inflation core core (i.e. hors produits frais et énergie) : +3,0 % | L'inflation s'est stabilisée à un niveau élevé, tandis que l'inflation core a poursuivi sa progression (+0,3 pt en g.m.), atteignant son plus haut niveau depuis janvier 2023. Cette dynamique demeure soutenue par la hausse des prix des produits agroalimentaires (+7 % en g.a.), en particulier du riz (+99 % en g.a.). La baisse des frais universitaires publics (-94 % en g.a.) et des services d'éducation (-56 %) a légèrement atténué cette tendance inflationniste. Enfin, l'inflation dans le secteur des services demeure faible, à +1,3 %.



Politique monétaire | La Banque du Japon (BoJ) a laissé inchangés ses paramètres de politique monétaire lors de sa réunion du 1^{er} mai, en maintenant son taux directeur à +0,5 %. La normalisation progressive de la politique monétaire reste contrainte par la dégradation du contexte économique, induite par la politique commerciale américaine et par la persistance des pressions inflationnistes domestiques. Les analystes n'anticipent pas de nouvelle hausse de taux avant octobre 2025. Parallèlement, les rendements des JGBs à 30 ans – et au-delà – ont fortement crû depuis avril, traduisant une moindre appétence du marché pour la dette à long terme face à l'inflation.

Marchés



Indices boursiers | L'indice Nikkei 225 a retrouvé une dynamique positive en avril (+1,2 %) et en mai (+4,2 % au 30/05). Cette reprise a fait suite à 3 mois de contraction sur les marchés japonais (-11,1 % en cumulé). Les négociations sur les droits de douane américains et la décision de la BoJ de ne pas relever son taux directeur ont permis un regain d'optimisme. L'indice Topix a également enregistré un rebond de +0,3 % en avril puis +4,6 % en mai.

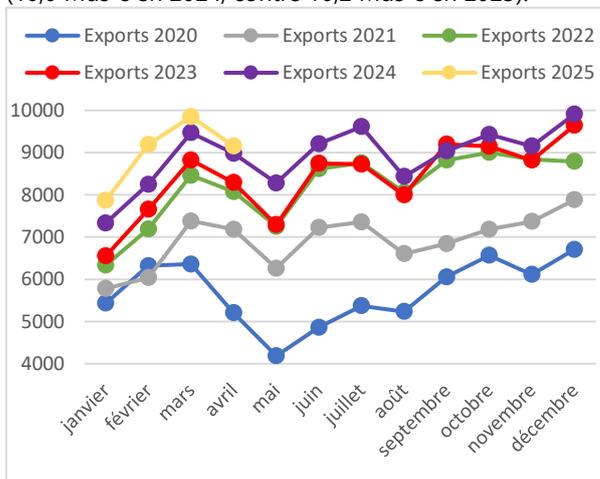
Marchés obligataires | Des inquiétudes induites par l'accroissement des rendements des JGBs

Les rendements des obligations japonaises (JGBs) à 30 ans (+6,3 % en avril, puis +12,8 % en mai) et à 40 ans (+9,2 % en avril, puis +7,3 % en mai) affichent l'une des plus fortes hausses parmi les pays développés, signe d'une baisse de la demande pour les JGBs de long terme et d'une dégradation de leur liquidité. Si cette tendance est observée depuis 2022, l'écart avec les obligations de courtes maturités s'est accentué au cours de la semaine du 19 mai, avec une faible demande observée lors de l'adjudication des JGBs à 20 ans. Les longues maturités ont atteint des rendements historiques, jusqu'à 3,2 % à 30 ans et 3,7 % à 40 ans. Ce désalignement est amplifié par le resserrement quantitatif de la BoJ initié en août 2024 et dont la baisse de ses achats en JGBs participe à réduire davantage la demande. En parallèle, les incertitudes domestiques et internationales alimentent la volatilité des titres de dette publique japonaise. Par ailleurs, avec une inflation supérieure à 3,6 % depuis 5 mois, le rendement des JGBs à 30 ans demeure négatif en termes réels, poussant les investisseurs nationaux à se tourner vers d'autres types de placements financiers. Dans ce contexte d'endettement élevé, et alors que le cadre budgétaire risque de se dégrader (hausse des dépenses de Défense, incertitudes sur une éventuelle baisse de TVA), la capacité de financement de l'État pourrait ainsi se détériorer davantage. Après un repli lié aux spéculations sur une possible réduction des émissions de JGBs, l'adjudication du 30 mai sur les obligations à 40 ans (500 Mds JPY) n'a pas entraîné de nouvelle hausse des rendements et ce, malgré la nouvelle faible demande sur le marché. Le Ministère des Finances (MoF) tiendra une réunion le 20 juin avec les principales institutions financières pour discuter des récents mouvements sur les obligations de longues maturités. Du côté de la BoJ, le Gouverneur K. Ueda a indiqué suivre de près ces évolutions avant de fixer le programme d'achats de JGBs pour 2026 lors de la réunion de politique monétaire des 16-17 juin. Pour l'heure, les marchés japonais restent stables et le yen n'a pas été affecté.

Investissements extérieurs : une attractivité stimulée | Commerce : une amélioration de la balance japonaise

Investissements directs – Flux sortants | En 2024, les IDE sortants du Japon vers le monde se sont élevés à 192,6 Mds €, selon les données du JETRO (hausse de +9 %). Sur la période, les États-Unis ont représenté 37 % des flux (71 Mds EUR), devant l'Europe (26,1 % ; 50 Mds €) et l'Asie (20,8 % ; 40 Mds €). Le Royaume-Uni a représenté 8,0 % des flux (15,4 Mds €) et la France 1,4 % (2,7 Mds €).

Flux entrants | Les flux d'IDE du monde vers le Japon se sont élevés à 15,3 Mds € en 2024 (en contraction de -19 %). Les flux depuis l'Europe ont été positifs et en progression (13,7 Mds € ; France : 2,0 Mds €), par rapport à la légère baisse de ceux provenant d'Asie (10,0 Mds € en 2024, contre 10,2 Mds € en 2023).



Commerce extérieur | En 2024, les exports japonais ont crû de +6,2 % en g.a., en particulier vers l'Asie (Taiwan, Singapour +14 % ; Inde +16 % ; Hong Kong +18 %) et le Moyen Orient (EAU +31 % ; Qatar +26 %, Oman +19 %). Les exports vers l'Union européenne sont en contraction (-2,4 %), à l'exception de ceux vers la France (+2 %), l'Espagne (+3 %) et la Suisse (+20 %). **La hausse des imports est globalement contenue (+1,8 %)** grâce à la diminution des coûts des imports énergétiques en provenance d'Australie (-12 %), 1^{er} fournisseur de gaz naturel (~40 %) et de charbon (~70 %) du Japon. Les imports depuis l'Europe demeurent en hausse (+4,4 %), tendance principalement tirée par les imports depuis la France (+11 %) et le Royaume-Uni (+19 %). **Après s'être fortement redressée en 2023 (-62 Mds €), la balance commerciale poursuit son rétablissement (-36 Mds € sur la période, soit -44 % en g.a.).** À noter que la hausse des exportations japonaises observée depuis janvier 2025 a montré des signes d'essoufflement en avril, illustrant les premiers effets des droits de douane américains, notamment en raison du recul des exportations automobiles (en valeur) vers les États-Unis.

Échanges bilatéraux franco-japonais : Amélioration notable de la balance commerciale française

IDE	Flux 2024	Stock 2023
FRANCE→JAPON (point de vue du Japon)	5 ^{ème} (-2)	4 ^{ème} (+1)
	13,3 %	6,8 %
	2,0 Mds €	21,8 Mds €
JAPON→FRANCE (point de vue du Japon)	11 ^{ème} (+2)	23 ^{ème} (-)
	1,4 %	0,8 %
	2,7 Mds €	15,3 Mds €

Investissements directs | Selon les données du JETRO, les investissements français au Japon se sont élevés à 2,0 Mds € en 2024, en contraction de -29 % (en g.a.). La France a ainsi reculé à la 5^{ème} place des investisseurs mondiaux et à la 3^{ème} place des investisseurs européens. **Les flux japonais vers la France ont quant à eux crû**, faisant de la France la 5^{ème} cible européenne du Japon sur l'année (**2,7 Mds €, +32 % en g.a.**). Dans l'attente de la publication des données en stock pour 2024 et pour mémoire, **en 2023, la France était passée 4^{ème} investisseur au Japon (21,5 Mds €) et le stock d'IDE japonais en France avait progressé de +12 % (15,3 Mds €).** Toutefois, notre pays ne représente que le 23^{ème} stock d'IDE du Japon.

Commerce bilatéral | En 2024, les exports français vers le Japon ont atteint 9,3 Mds €, en progression de +36 % en g.a. Cette tendance se fonde sur la performance des postes

Aéronautique (1,5 Mds €, +94 %) et Produits chimiques de base (+68 %). À noter les résultats spectaculaires du poste Cuir, bagages et chaussures (+232 %), induits à la fois par des réagencements des chaînes logistiques au bénéfice du Japon et par une croissance des volumes. **Les exportations françaises ont ainsi connu l'an dernier une croissance notable, tandis que nos importations se sont réduites de -8 % (Produits pharmaceutiques : -32 %), induisant une amélioration du solde de notre balance commerciale, à -287 Mi € (vs. -3,6 Mds € en 2023).**