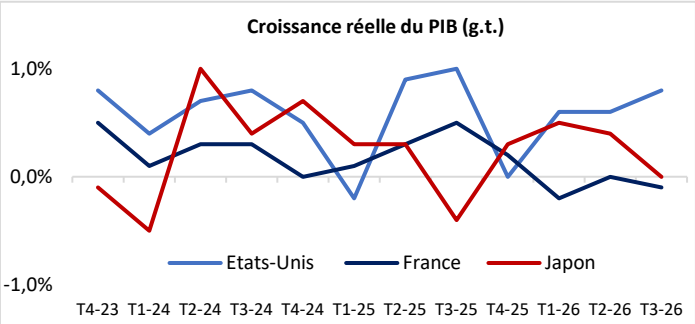
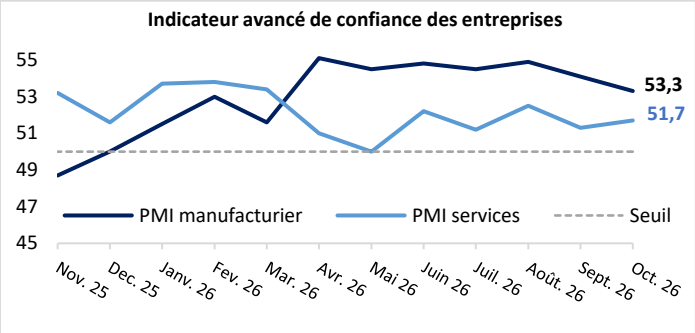
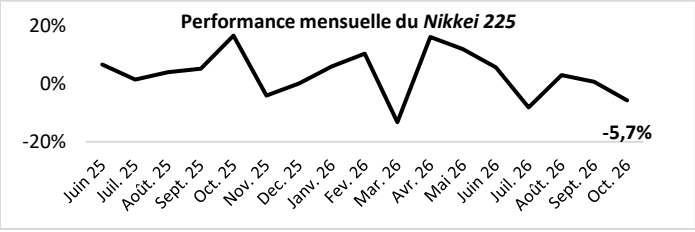
JAPON – Croissance stagnante au T3 2026, pénalisée par la balance commerciale et la consommation

Le PIB réel japonais s'est contracté de -0,1 % en rythme annualisé au 3ème trimestre 2026 (0,0 % en variation trimestrielle), selon la première estimation du *Cabinet Office*, en deçà des attentes du marché (0,3 %). Il s'agit du premier recul en un an, après une croissance annualisée de 1,7 % au 2ème trimestre. Cette évolution traduit la dégradation de la balance commerciale (contribution de -0,6 point à la croissance) : les exportations ont légèrement diminué (−0,2 % en glissement trimestriel), tandis que les importations ont crû de de 2,5 %, notamment sous l'effet de la normalisation des achats de pétrole brut et de matières premières après leur recul au 2ème trimestre. La faiblesse persistante de la consommation privée a aussi pesé sur l'activité, en baisse pour le deuxième trimestre consécutif (−0,3 % en rythme trimestriel) dans un contexte de hausse des prix – et des tarifs énergétiques – et de freins conjoncturels (conditions météorologiques défavorables, baisse de la consommation de biens durables après un surcroît d'achats observé au trimestre précédent). Si l'investissement public s'est contracté de -1,1 % sur le trimestre, l'investissement privé a contribué à la résilience de l'activité économique, en progression de 1,6 %, soutenu par les dépenses d'amélioration de la productivité et liées à l'IA. Les perspectives de croissance dépendront ainsi du redressement durable de la consommation intérieure, du dynamisme de l'investissement (tant public que privé) et de l'évolution de l'environnement extérieur, notamment des cours énergétiques. Ce ralentissement ne devrait néanmoins pas freiner, à ce stade, le cycle de resserrement monétaire engagé par la Banque du Japon (BoJ), alors que les pressions inflationnistes se confirment. Au 4ème trimestre, le *Japan Center for Economic Research* anticipe une croissance réelle annualisée à 0,7 %.

Activité | L'activité économique en expansion depuis 10 mois pour l'industrie, 2 ans pour les services







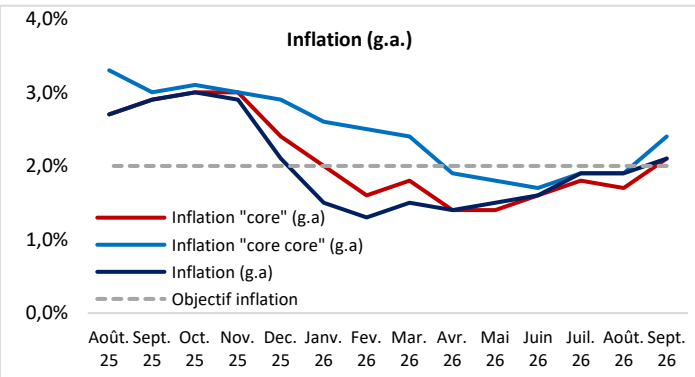
T3 2026	T2 2026	T1 2026	T4 2025	T3 2025	**2025**
0,0 %	**+0,4 %**	**+0,5 %**	**+0,3 %**	**-0,4 %**	**+1,2 %**

PMI du secteur manufacturier – octobre **| 53,3 (-0,8 pp). L'indice manufacturier recule pour le deuxième mois consécutif**, après 54,1 en septembre, son plus faible niveau depuis 7 mois. La production et les nouvelles commandes ont continué de progresser, en lien avec la demande liée à l'IA, mais à un rythme ralenti. Les pressions sur les coûts des intrants dans l'industrie se sont renforcées. La confiance des entreprises atteint cependant son plus haut niveau depuis 5 ans selon *Reuters*, soutenue par la demande pour les semi-conducteurs.

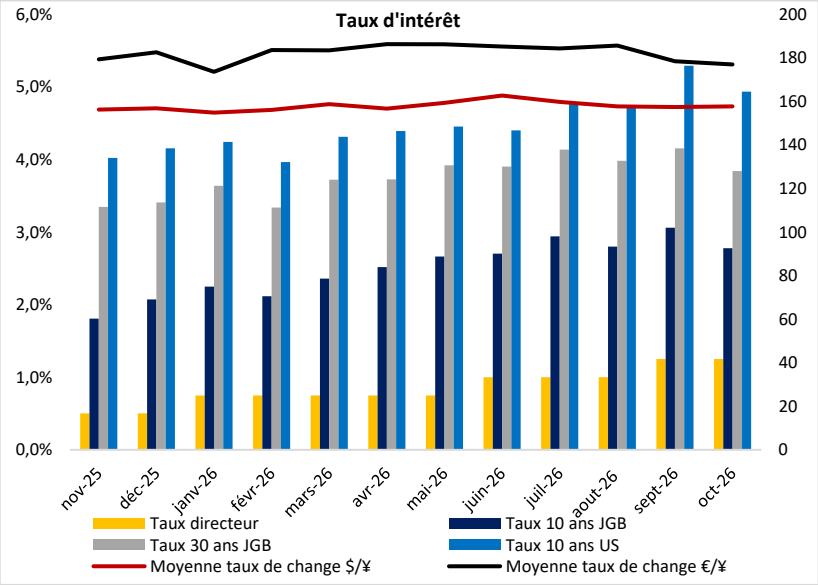
PMI du secteur des services – octobre **| 51,7 (+0,4 pp). Dans les services, le PMI a légèrement progressé**, à 51,7 (51,3 précédemment), en expansion depuis 5 mois, soutenu par la demande intérieure et la hausse des nouvelles commandes. La demande extérieure est toutefois restée faible, tandis que la confiance des entreprises s'est établie à son plus bas niveau depuis mars, sur fond de préoccupations liées aux tensions inflationnistes et aux pénuries de main-œuvre. Les pressions sur les coûts des intrants (salaires, loyer, facture énergétique) sont cependant au plus bas depuis 8 mois.

Marché boursier | Après la correction de -6,0 % enregistrée le 6 novembre dans le sillage des pertes sur le marché américain liées au secteur IA, **le *Nikkei 225* a clôturé le 18 novembre à 59 024 pts**. Par ailleurs, **la BoJ a annoncé le 30 octobre une accélération du rythme de cession de ses ETF** à compter de janvier 2027, pour les porter de 330 à 860 Mds JPY (de 2,1 à 5,5 Mds USD) par an en valeur comptable. Cette décision ramène de 112 à 43 ans la durée théorique de liquidation du portefeuille, tout en préservant une approche graduelle destinée à limiter les perturbations du marché (les cessions représenteraient annuellement 0,1 % des transactions totales sur le marché). En mars 2026, la BoJ détenait 36 940 Mds JPY (210 Mds USD) d'ETF en valeur comptable et 94 000 Mds JPY en valeur de marché (près de 600 Mds USD), soit environ 7 % de la capitalisation du *Prime Market* de la Bourse de Tokyo.

Inflation & politique monétaire | Une inflation enfin dans la cible de la BoJ, mais à ce stade insuffisamment ancrée



Inflation – septembre **| +2,1 %** (en glissement annuel)
Inflation *core* (i.e. hors produits frais) : **+2,1 %**
Inflation *core core* (i.e. hors produits frais et énergie) : **+2,4 %**
Les pressions inflationnistes se renforcent en septembre. L'inflation totale, à +2,1 %, a dépassé la cible de la BoJ pour la première fois depuis janvier 2026. L'indicateur d'inflation hors produits frais et « facteurs institutionnels » (dont les subventions gouvernementales en soutien à la facture énergétique des ménages et entreprises) ressort à +3,2 % en g.a. en septembre, son rythme le plus élevé depuis trois ans. Par ailleurs, l'indice des prix à la production a progressé de +7,1 % sur un an (après +6,8 % en septembre), sous l'effet du renchérissement des hydrocarbures, des produits chimiques et des semi-conducteurs.



Politique monétaire | Au 30 octobre, la BoJ a maintenu inchangé son taux directeur à 1,25 %, après son relèvement de 25 pb en septembre, au plus haut depuis 31 ans. **La BoJ estime pour la première fois que l'inflation sous-jacente se situe à un seuil « globalement compatible avec l'objectif de stabilité des prix de 2 % »**, fixé en 2013, mais qu'elle reste encore insuffisamment ancrée. Si la décision de maintien, prise à 8 voix contre 1, était conforme aux attentes de marché, le ton modérément *hawkish* du Gouverneur Ueda a conforté les anticipations d'une poursuite du cycle de normalisation monétaire qui porterait le taux directeur à 1,5 % le 18 décembre prochain. La hausse des prix renforce les attentes de poursuite du resserrement monétaire (probabilité estimée par les marchés à environ 80 %), malgré la stagnation du PIB au T3 2026. La BoJ a ainsi légèrement amendé ses prévisions macroéconomiques, avec une prévision d'inflation *core* à +2,6 % pour l'exercice fiscal 2027 (+0,2 pp par rapport à la prévision de juillet).

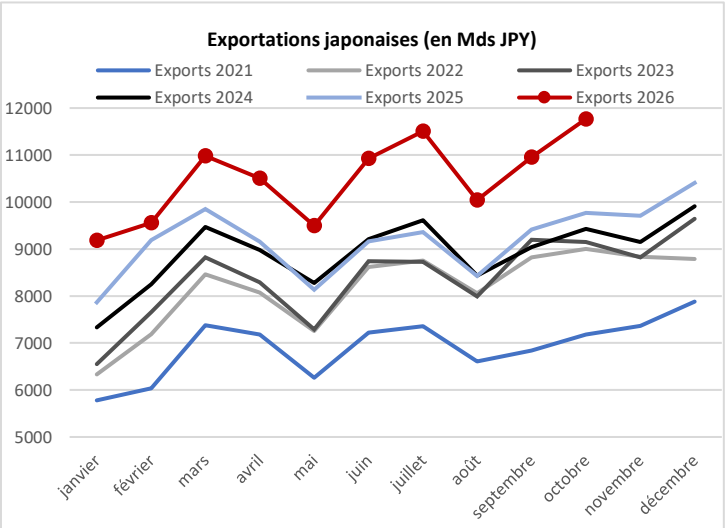
Focus | Le yen glisse à nouveau pour se rapprocher du seuil des 160 JPY pour 1 USD, les taux obligataires s'envolent

Marché des changes | Le yen se déprécie de nouveau face au dollar US depuis le 10 novembre, passant d'une fourchette relativement stable de 157-158 JPY à près de 160 JPY pour 1 USD, seuil brièvement dépassé les 12 et 13 novembre pour retrouver son plus faible niveau depuis les interventions menées conjointement par les autorités japonaises et américaines au cours de l'été. Cette évolution reflète principalement le renforcement du dollar US, dans un contexte de révision à la hausse des anticipations de resserrement monétaire de la Fed. En parallèle, les anticipations d'un resserrement monétaire de la BoJ dès décembre 2026 ne suffisent pas à soutenir le yen, dont la faiblesse est en large partie entretenue par des pratiques de *carry trade* favorisées par le différentiel de taux entre les Etats-Unis et le Japon. Face à cette nouvelle dépréciation, le vice-ministre des Finances chargé des Affaires internationales, A. Mimura, a dénoncé les mouvements récents sur le marché des changes « excessivement rapides », rappelant qu'il était « trop tôt pour oublier » les interventions des autorités. Au total, le ministère des Finances a confirmé le 9 novembre avoir cédé pour 15 399 Mds JPY (environ 97 Mds USD) de dollars US contre des yens les 30 et 31 juillet et le 3 août 2026, portant le total du montant global des interventions menées en 2026 à 27 134 Mds JPY (170 Mds USD).

Marché obligataire | Rompant avec la trajectoire de repli enregistrée depuis les records observés fin septembre-début octobre (3,1 %), les rendements obligataires japonais sont repartis à la hausse depuis le 9 novembre. Le taux à dix ans s'est établi à 2,88 (+24 pb au cours de 6 séances), tandis que les rendements à cinq et trente ans atteignent respectivement 2,26 % et 4,05 % (+20 et +21 pb depuis le 9 novembre). Ce mouvement est alimenté par les perspectives de hausse du taux directeur japonais, conjugué aux anticipations d'un resserrement de la Fed.

Flux obligataires | Les investisseurs étrangers ont renforcé leurs achats de titres japonais en octobre, avec des acquisitions nettes de 3 200 Mds JPY (20 Mds USD) d'obligations, tandis que les investisseurs japonais ont acheté 457 Mds JPY (2,9 Mds USD) d'obligations étrangères sur la même période. Ces achats obligataires japonais masquent toutefois des évolutions contrastées selon les types d'investisseurs : les banques ont poursuivi leurs ventes nettes de titres étrangers pour le 10ème mois consécutif (1 000 Mds JPY, soit 6,3 Mds USD), tandis que les fonds de pension ont acquis 777 Mds JPY (4,9 Mds USD) d'obligations étrangères. Ces flux contrastent avec ceux observés en septembre : les investisseurs japonais avaient alors vendu 1 600 Mds JPY (10 Mds USD) d'obligations étrangères, principalement américaines (1 535 Mds JPY), mais aussi françaises (165 Mds JPY), tout en renforçant leurs positions sur les titres italiens, britanniques et espagnols, selon la ventilation régionale publiée par le ministère des Finances.

Commerce | La dynamisme des exportations ne suffit pas à compenser la hausse des importations énergétiques



Commerce extérieur – Exportations : +20,5 % en g.a. | Importations : +21,6 % en g.a. Pour le 5ème mois consécutif, le dynamisme des exportations japonaises, notamment dans les secteurs technologiques, n'a pas suffi à compenser le renchérissement des importations énergétiques. D'après les douanes japonaises, les exportations ont augmenté de +20,5 % sur un an en octobre (14ème mois de hausse), à 11 769 Mds JPY (74 Mds USD), et les importations de +21,6 %, à 12 245 Mds JPY (77 Mds USD). Le déficit commercial s'établit ainsi à 476,5 Mds JPY (2,7 Mds USD), pour le 6ème mois consécutif, bien que résorbé de moitié par rapport au mois d'août (environ 1 100 Mds JPY, soit 6,9 Mds USD). Cette progression des exportations est tirée par les semi-conducteurs et autres composants électroniques (+49,7 %), les équipements de fabrication de semi-conducteurs (+49,7 %), mais également les exportations automobiles (+19,9 %). En parallèle, les importations de pétrole brut (+60,5 %), de gaz naturel liquéfié (+12,5 %) et de composants électroniques (+60,0 %) alourdissent la facture extérieure.

Rédacteurs : Esther THIEBAULT & Quentin DUFRESNE | **Responsable de publication :** Gilles BORDES