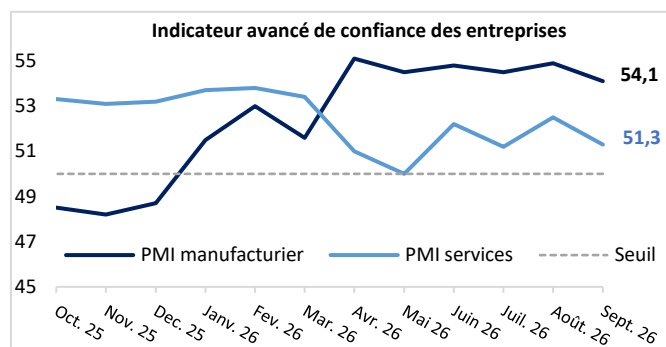
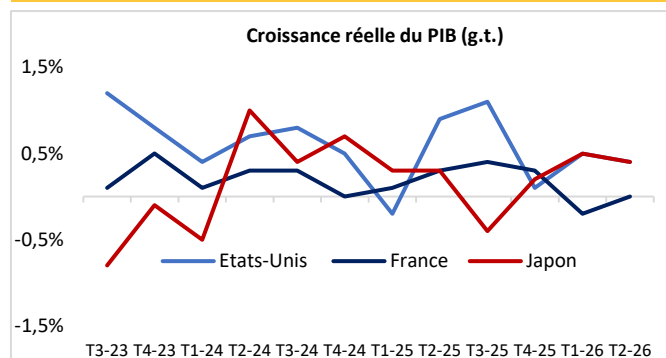


JAPON – Les finances publiques sous pression : hausse des taux et demandes budgétaires records

Face à la défiance des marchés, les autorités cherchent à rassurer sur la trajectoire budgétaire portée par le gouvernement Takaichi, alors que les projets de dépenses (budget militaire accru, entrée en vigueur prochaine de la baisse de la taxe sur la consommation alimentaire, plan d'investissement public-privé à horizon 2040) alimentent les tensions sur le marché obligataire souverain et le cours du yen. Pour financer les demandes budgétaires totales record émanant des ministères pour l'exercice fiscal prochain (143 100 Mds JPY, soit 918 Mds USD), le ministère des Finances compte sur la hausse des recettes fiscales et pourrait recourir à des *bridging bonds* (1,3 % de l'encours total de la dette fin 2026), dont le remboursement est adossé à des ressources futures devant encore être identifiées. A noter que les demandes de financement des ministères dans le cadre du plan d'investissement s'élèvent pour l'année fiscale 2027 à 12 100 Mds JPY (77 Mds USD), et devraient représenter environ 10 000 Mds JPY (63 Mds USD) par an jusqu'en 2040. Le marché obligataire japonais demeure sous pression, dans le sillage de la hausse des taux américains, avec un taux de référence à 10 ans qui demeure proche de 3,1 % depuis le 24 septembre, son plus haut niveau depuis 1996 (+100 pbb environ depuis début 2026, et +150 pbb depuis l'accession au pouvoir de S. Takaichi). Les tensions obligataires sont attisées par (i) l'incertitude sur le rythme de normalisation de la Banque du Japon sur fond d'inquiétude d'une politique monétaire déjà « *behind the curve* », et (ii) les préoccupations budgétaires des marchés.

Activité | L'activité économique ralentit mais demeure résiliente

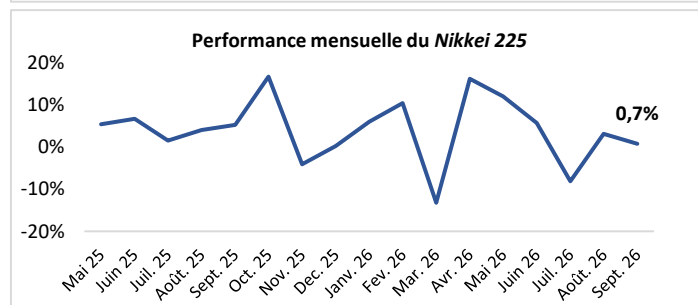
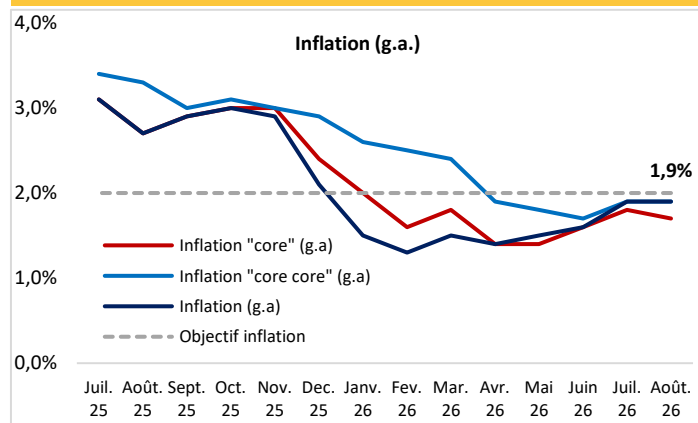


T2 2026	T1 2026	T4 2025	T3 2025	T2 2025	T1 2025
+0,3 %	+0,5 %	+0,2 %	-0,4 %	+0,3 %	+0,5 %

PMI du secteur manufacturier – septembre | 54,1 (-0,8 ppt). Au plus bas depuis avril, l'activité manufacturière affiche en septembre une progression ralentie, mais demeure au-dessus du seuil d'expansion (50) pour le 8^{ème} mois consécutif. Cette décélération reflète celle de la production et des nouvelles commandes (en progrès toutefois pour le 9^{ème} mois consécutif), tandis que la demande extérieure – favorisée par la faiblesse du yen – demeure le moteur principal de l'expansion. Élément notable, la confiance des entreprises atteint son plus haut niveau depuis février, portée par les perspectives dans l'IA, les semi-conducteurs, la défense et l'automobile. L'emploi manufacturier continue également de progresser, contribuant à la plus forte hausse des effectifs du secteur privé depuis 7 mois.

PMI du secteur des services – septembre | 51,3 (-1,3 ppt). Dans les services, l'activité a davantage décéléré, avec un PMI au plus bas depuis juin. Les pressions sur les coûts se sont légèrement atténuées mais restent historiquement élevées, sous l'effet de la faiblesse du yen, du renchérissement de l'énergie et des matières premières lié au conflit au Moyen-Orient, ainsi que de la hausse des coûts salariaux et de transport. L'emploi dans le secteur des services enregistre un 13^{ème} mois de hausse.

Inflation & politique monétaire | Pressions inflationnistes renforcées, ouvrant la voie à de nouvelles hausses de taux



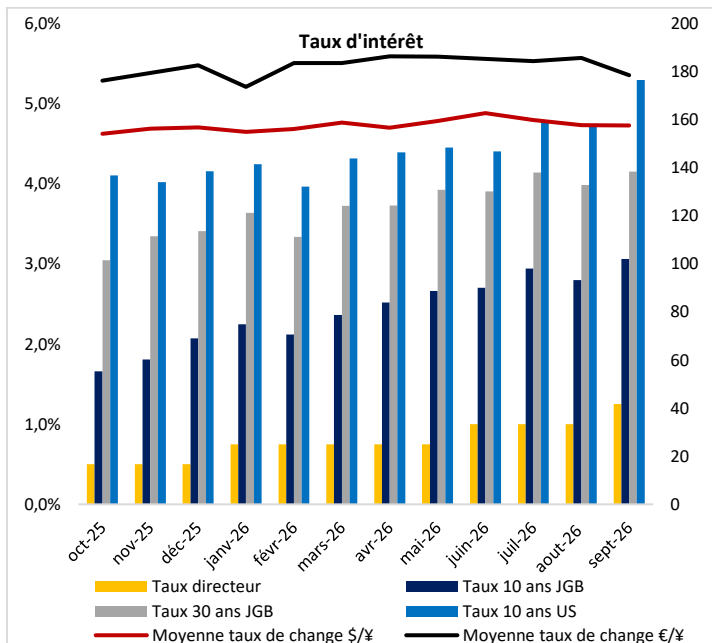
Inflation – août | Statistiques : +1,9 % (en g.a.)

Inflation core (i.e. hors produits frais) : +1,7 %

Inflation core core (i.e. hors produits frais et énergie) : +1,9 %

En août, les pressions inflationnistes se sont renforcées. L'indice des prix à la production des biens a crû de +7,6 % sur un an (+0,4 pp en glissement mensuel), plus forte accélération depuis mars 2023, tandis que l'indice pour les services progresse de +3,7 % sur un an (+0,1 pp sur un mois), témoignant d'une diffusion plus large des tensions sur les prix et d'une répercussion accrue de la hausse des coûts salariaux. **Pour la métropole de Tokyo, l'inflation core s'est élevée à +2,7 % (+0,9 pp) en septembre.** Les anticipations d'inflation demeurent par ailleurs supérieures à la cible de 2 % : les entreprises projettent ainsi une inflation de +2,6 % à horizon trois ans et de +2,5 % à cinq ans, selon l'enquête *Tankan* de septembre conduite par la Banque du Japon.

Marché boursier | Renouant depuis août avec une trajectoire haussière (après -8,1 % en juillet), le **Nikkei 225 est resté stable en septembre, affichant une performance mensuelle de +0,7 %** portée par les valeurs liées à l'IA et aux semi-conducteurs. L'indice *TOPIX*, reflet plus juste du tissu économique japonais par sa base plus large, marque quant à lui son premier repli en 6 mois (-1,2 %). A noter que le *Nikkei 225* – impacté notamment par les fluctuations sur le cours du yen – a retrouvé le 6 octobre son niveau de début juillet 2026, avec une clôture de session au-delà de 70 000 points.

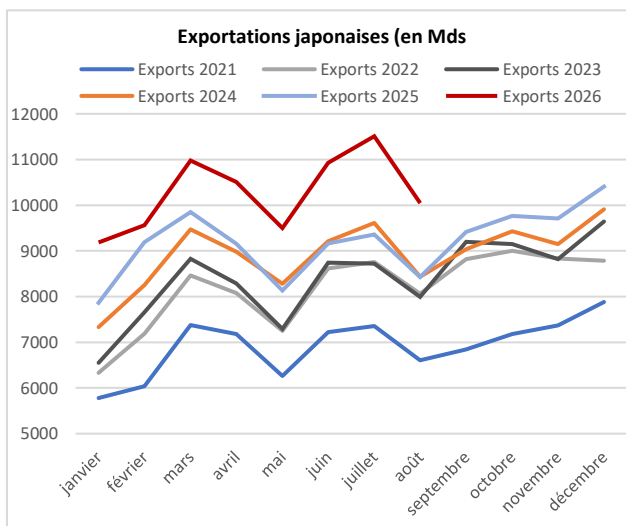


Politique monétaire | A l'issue de la réunion de politique monétaire des 17 et 18 septembre, la Banque du Japon (BoJ) a relevé son taux directeur de 25 pb à 1,25 %, à son plus haut niveau depuis 1995 et 3 mois après sa dernière hausse. Ce resserrement monétaire, très largement attendu, se justifie par la persistance des pressions inflationnistes dans un contexte de croissance résiliente (croissance réelle au T2 2026 à +1,4 % en rythme trimestriel annualisé). Si le Gouverneur Ueda a souligné le risque d'une inflation sous-jacente évoluant au-delà de la cible de 2 %, les acteurs de marché ont sanctionné son ton jugé trop modérément *hawkish*, entraînant un mouvement de dépréciation du yen. La BoJ est confrontée aujourd'hui à une double pression entre l'intérêt américain en faveur d'un yen plus fort et la position du Gouvernement Takaichi favorable à une politique monétaire accompagnant l'orientation expansionniste de la politique budgétaire. Les marchés anticipent désormais la poursuite du cycle de resserrement, avec une nouvelle hausse attendue d'ici décembre. A noter que le principal risque pour la trajectoire du yen tient dans la possible déception de ces attentes, l'exposant à un nouvel épisode dépréciatif en cas de maintien du différentiel de taux entre le Japon et les Etats-Unis favorisant l'essor de la *carry trade*.

Focus | La hausse des prix de l'énergie, une préoccupation budgétaire plutôt qu'inflationniste au Japon

Pourtant 1^{er} importateur net d'énergie parmi les pays du G7 (représentant en 2025 86 % de son approvisionnement total), la forte exposition du Japon aux importations depuis le Moyen-Orient soulève des préoccupations d'ordre fiscal, contrastant avec le choc inflationniste relevé dans d'autres économies avancées. Les subventions aux distributeurs de carburant mises en œuvre par le gouvernement dès mars 2026 afin de maintenir les prix autour de 170 JPY par litre (0,95 EUR) ont contribué à préserver les ménages et acteurs économiques japonais, moyennant d'importantes dépenses publiques. Financée dans un premier temps par une réserve budgétaire de 1 100 Mds JPY (5,9 Mds EUR), l'enveloppe atteint désormais 3 100 Mds JPY (environ 17 Mds EUR), renflouée grâce au budget supplémentaire pour l'exercice fiscal en cours. En parallèle, le secteur privé japonais a multiplié les efforts de diversification de ses approvisionnements, résultant en un repli rapide de la dépendance aux importations de pétrole brut depuis le Moyen-Orient, de près de 95 % en janvier 2026 à 61 % en août, pour un volume de consommation domestique équivalent. Depuis le début du conflit, les États-Unis ont été parmi les principaux fournisseurs alternatifs au Moyen-Orient (34 % des importations de pétrole brut), avec des volumes d'importations en août 2026 environ dix fois supérieurs à leur niveau pré-conflit. Le Japon entend aujourd'hui pérenniser ces efforts grâce à des dispositifs de soutien à la diversification des approvisionnements pétroliers à long terme prévus dans le cadre du nouveau plan « POWER GX » en cours d'élaboration suite aux déclarations de la Première ministre fin août. Face à la prolongation du conflit, l'administration Takaichi ne montre pas de signe de fléchissement sur son engagement d'absorption des surcoûts énergétiques, qui devrait être reflété dans le budget pour l'année fiscale débutant en avril 2027, sans recours à ce stade à des incitations à limiter la consommation. Au plan de l'inflation, la Banque du Japon souligne cependant des pressions renforcées au 2^{ème} semestre 2026, attisées notamment par le conflit au Moyen-Orient et la dépréciation du yen. Le principal point de tensions inflationnistes lié à la crise en Iran au Japon concerne les approvisionnements en naphta : les capacités de raffinage domestiques limitées ont contraint les industriels à maintenir leurs importations, dont le prix a doublé, entraînant une contraction de la production pétrochimique nippone et une hausse des coûts en aval.

Commerce | La balance commerciale reste déficitaire, malgré la hausse des exportations



Commerce extérieur | En août, la balance commerciale du Japon est demeurée déficitaire pour le 4^{ème} mois consécutif (-1 106 Mds JPY, soit -7,1 Mds USD), sous l'effet d'une progression des importations (+28,0 % en valeur sur un an) supérieure à celle des exportations (+19,3 %). Ces dernières ont néanmoins enregistré leur 12^e mois consécutif de hausse, portées par les ventes de composants électroniques dont les semi-conducteurs (+52,3 %) et les exportations automobiles (+16,5 %), tandis que les exportations vers les États-Unis et la Chine ont progressé respectivement de +24,9 % et +20,6 %. La hausse des importations reste principalement imputable au renchérissement de l'énergie : les achats de pétrole ont crû de +58,7 % en valeur, pour seulement +3,6 % en volume.

Commerce bilatéral | Les douanes françaises rapportent une progression des exportations vers le Japon sur le 1^{er} semestre 2026 de +6,5 % en glissement annuel et une baisse des importations de -1,9 %, portant la part du Japon dans les exportations comme les importations françaises à 1,3 % du total. Le déficit de la France à l'égard du Japon continue ainsi de se réduire, à 654 Mi EUR de janvier à juin 2026 (contre 1 Md EUR durant la même période en 2025).