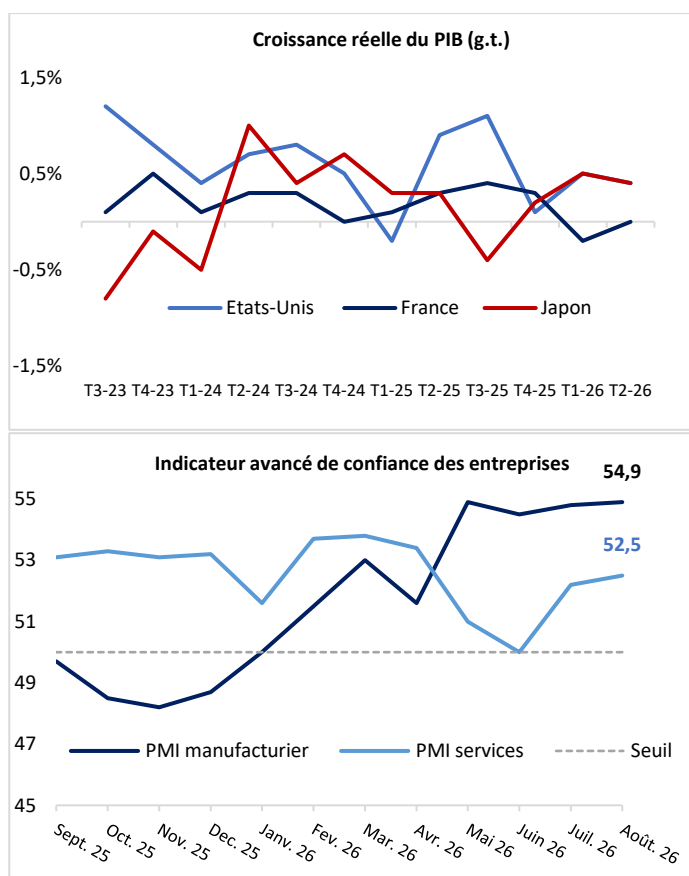


JAPON – Entre interventions de change et tensions obligataires, bilan d'un été mouvementé

L'été 2026 aura vu s'aggraver les tensions sur le marché obligataire japonais, avec des records historiques atteints sur l'ensemble de la courbe de taux et une forte volatilité sur la paire JPY/USD, marquée par l'intervention coordonnée du Japon et des Etats-Unis en soutien au yen fin juillet, une première depuis 1998 (cf. *infra*). Les taux des obligations souveraines japonaises (JGBs) ont poursuivi leur trajectoire haussière pour atteindre de nouveaux records au 2 septembre, avant de se replier légèrement sous l'effet (i) d'une baisse des craintes d'assouplissement de la stratégie en cours de normalisation de la politique monétaire japonaise et (ii) d'un léger regain de demande à l'égard des JGBs, couplé à une potentielle révision de l'allocation du portefeuille du *Government Pension Investment Fund* (GPIF, parmi les plus gros fonds de pension au monde). D'une clôture à 3,017 % le 2 septembre (record depuis 1996), le taux de référence à 10 ans s'est depuis replié sous le seuil de 3,0 %. Les demandes des ministères pour le budget pour l'exercice fiscal 2027-2028 s'élèvent à 143 000 Mds JPY (900 Mds USD), contre 122 300 Mds JPY (817 Mds USD) pour l'exercice en cours. Cette hausse reflète, d'une part, les orientations budgétaires expansionnistes des autorités (plan d'investissement public-privé à horizon 2040 de 370 000 Mds JPY, soit 2 320 Mds USD, quasi-suspension de la taxe à la consommation sur les produits alimentaires, etc.), et, d'autre part, l'objectif d'une transparence accrue en évitant le recours à un budget supplémentaire (une pratique quasi-systématique depuis 1945, élargie à des dépenses récurrentes).

Activité | Essor de l'activité manufacturière et des services, en dépit de la hausse des coûts des intrants



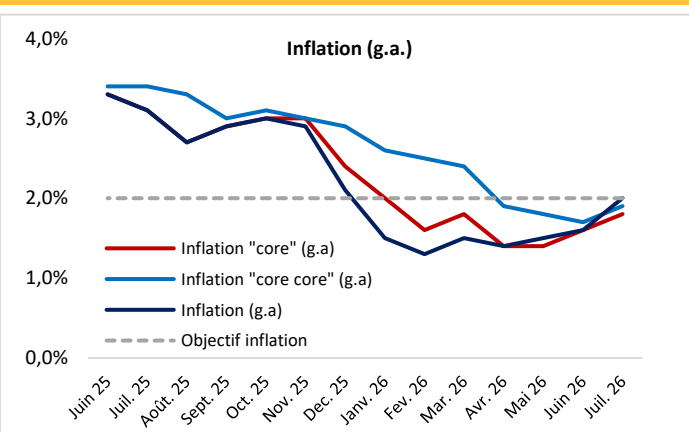
T2 2026	T1 2026	T4 2025	T3 2025	T2 2025	T1 2025
+0,4 %	+0,5 %	+0,2 %	-0,4 %	+0,3 %	+0,5 %

PMI du secteur manufacturier – août | 54,9 (+0,1 ppt). L'activité manufacturière japonaise a enregistré en août sa plus forte progression depuis plus de 12 ans, avec un indice PMI au-dessus du seuil d'expansion pour le 7^e mois consécutif, portée par la demande liée à l'IA : les nouvelles commandes ont atteint leur plus haut niveau depuis 4 ans et demi, dont des commandes à l'export (notamment vers l'Asie et les Etats-Unis) progressant à leur rythme le plus rapide depuis plus de 5 ans. Les entreprises ont poursuivi la reconstitution de leurs stocks pour anticiper d'éventuelles perturbations des chaînes d'approvisionnement liées au conflit au Moyen-Orient, au plus fort rythme depuis avril 2022. La hausse des coûts des intrants a engendré une augmentation des prix en août, quoiqu'à un rythme ralenti par rapport à juillet.

PMI du secteur des services – août | 52,5 (+0,3 ppt). L'activité du secteur des services japonais a enregistré en août sa plus forte progression depuis cinq mois, tirée par le raffermissement de la demande intérieure, qui a soutenu l'activité et les nouvelles commandes. Si l'inflation des coûts des intrants a nettement décéléré - à son plus bas niveau en quatre mois - elle reste élevée. Les entreprises ont continué de répercuter le renchérissement des coûts sur les prix aux consommateurs.

Taux de chômage – juillet | 2,4 % (-0,1 ppt). Le taux de chômage demeure à son plus bas niveau depuis juillet 2025, traduisant un contexte de marché du travail toujours très tendu au Japon. Le ratio offres d'emploi/ demandeurs d'emploi est demeuré stable à 1,18.

Inflation & politique monétaire | Face aux perspectives inflationnistes, des attentes de hausse de taux renforcées

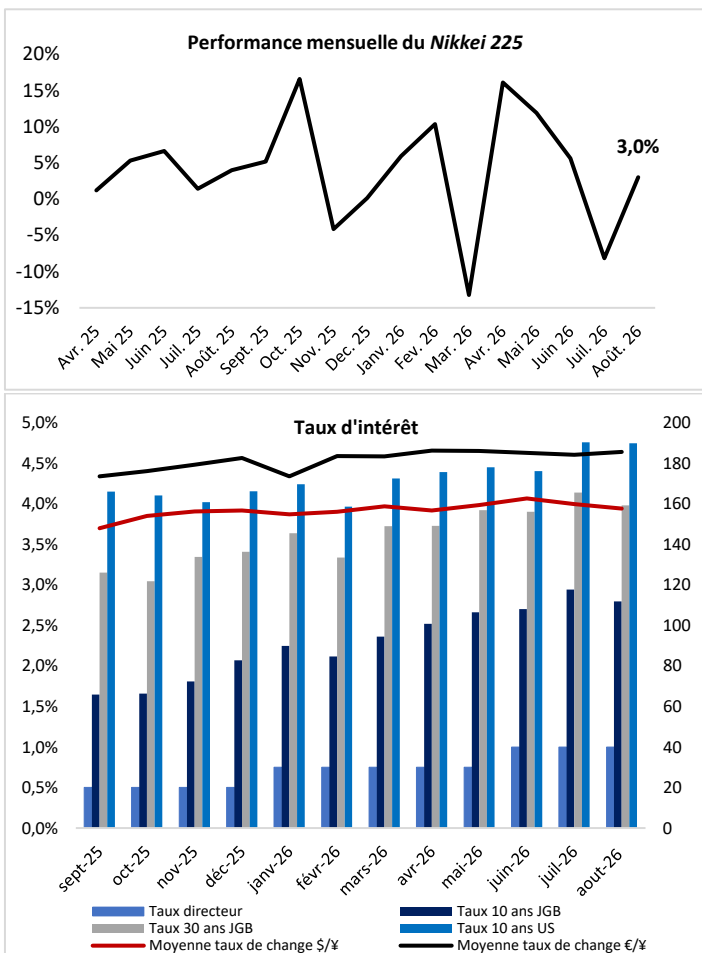


Inflation – juillet | Statistiques : +2,0 % (en g.a.)

Inflation core (i.e. hors produits frais) : +1,8 %

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

Alors que l'inflation core reste sous le seuil de 2 % en juillet (en expansion toutefois pour le 3^{ème} mois consécutif, à +1,8 % en glissement annuel, g.a.), **plusieurs indicateurs font état de pressions persistantes liées aux tensions sur le marché du travail et à la hausse des prix des importations due au conflit au Moyen-Orient** : l'indice des prix à la production dans l'industrie a ainsi crû de +7,2 % en g.a. en juillet, et celui des services de +3,6 %. L'inflation core - hors mesures de soutien institutionnelles (dont les subventions énergétiques) - telle que mesurée depuis mars dernier par la Banque du Japon (BoJ) est ressortie à +2,3 % en juillet après +2,6 % en juin.



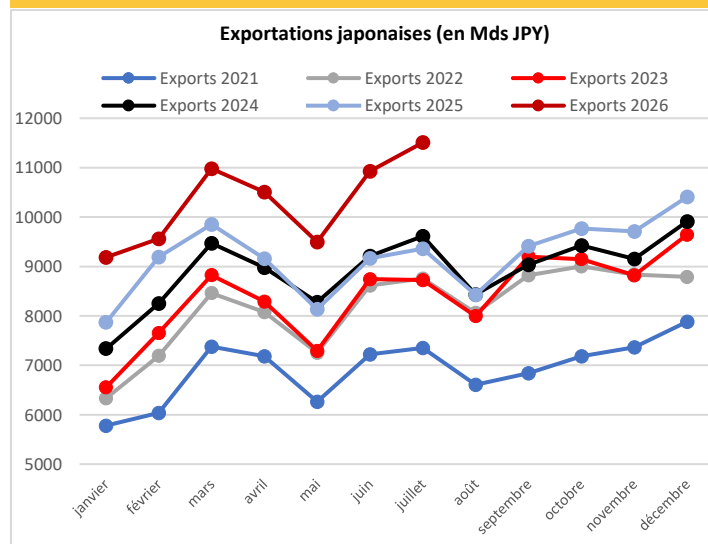
Marché boursier | Après s'être replié en juillet de -8,1 %, le **Nikkei 225** a repris en août sa trajectoire haussière (+3,0 % ; et +31,9 depuis le début de l'année). A noter que les entreprises japonaises cotées ont enregistré une forte progression de leurs bénéfices au 2^{ème} trimestre 2026, soutenus notamment par la faiblesse du yen, la demande liée à l'IA et leur capacité croissante à répercuter la hausse des coûts des intrants sur les prix finaux. Les bénéfices nets de 956 sociétés du *Prime Market* ont progressé de +68 % en moyenne sur un an, accroissant ainsi leurs dividendes, dont une grande partie sont versés à des investisseurs étrangers. En juin, cette bonne performance a participé à faire basculer le solde courant japonais, déficitaire de -92 Mds JPY (580 Mi USD), pour la 1^{ère} fois en 17 mois (retour à l'excédent en juillet).

Politique monétaire | Face aux perspectives renforcées d'inflation (tempérées toutefois par la récente appréciation du yen), les **marchés considèrent presque certaine une hausse du taux directeur de la Banque du Japon (BoJ) au 18 septembre prochain**. Les attentes d'un resserrement monétaire ont été confortées par des commentaires de S. Bessent, Secrétaire américain au Trésor (« *I have information that the market doesn't have, and it's my belief that the Japanese government and the BoJ will do the things that will lead to a stronger yen* »), et de H. Takata, membre du *Policy Board* de la BoJ (« pas d'intervalle précis ou d'ampleur de hausse de taux »). Ces remarques placent cependant la BoJ dans une position délicate : alors qu'une décision de hausse du taux directeur en septembre est désormais largement intégrée par les marchés, la BoJ court le risque de décevoir ces derniers par une communication moins *hawkish* qu'anticipée, risquant de se solder sur le cours USD/JPY par une forte volatilité. Pour rappel, la Banque du Japon (BoJ) a relevé, le 16 juin, son taux directeur de 25 pnb pour le porter à 1 %, son plus haut niveau depuis 1995.

Focus | Une évolution du yen en dents de scie, entre intervention des autorités et déboucement des *carry trades*

Le yen a connu ces dernières semaines une évolution erratique, cédant dans un premier temps aux pressions dépréciatives liées notamment aux opérations de portage avant de voir sa trajectoire s'inverser soudainement en raison du dénouement de ces mêmes positions spéculatives. Après avoir atteint fin juillet 163 JPY pour 1 USD, son plus faible niveau depuis décembre 1986, la devise avait d'abord gagné jusqu'à 4,5 % face au dollar US (et 3,9 % face à l'euro) entre le 30 juillet et le 3 août dans le sillage de l'intervention conjointe conduite par Tokyo et Washington fin juillet sur le marché des changes, pour des montants respectifs de 96,5 Mds USD – un record, représentant 7,5 % des réserves de change de l'Archipel – et de 10 Mds USD (en euros), un montant plus symbolique côté américain. Alors que la paire USD/JPY avait franchi de nouveau le seuil psychologique de 160 JPY pour 1 USD au 28 août, le yen est engagé depuis le 2 septembre sur une trajectoire haussière, ayant atteint 152,9 JPY pour 1 USD le 8 septembre (+ 4,5 %, au-delà de son point haut de 155,2 à l'issue des interventions au 3 août dernier). Le cours USD/JPY n'a toutefois pas enregistré de mouvements très brusques, écartant vraisemblablement l'hypothèse d'une intervention renouvelée des autorités. Cette appréciation serait induite par une reconfiguration des anticipations de politique monétaire au Japon comme aux Etats Unis, freinant l'essor des *carry trades*, stimulé jusqu'à présent par le différentiel de taux de l'ordre de 275 pnb entre la BoJ et la Fed. Par ces signaux, les marchés semblent convaincus par l'hypothèse d'un renforcement de la politique de normalisation monétaire en cours, la hausse des taux lors du comité de politique monétaire des 17 & 18 septembre semblant désormais totalement acquise d'après les marchés (cf. *supra*).

Commerce | Records des exportations et importations, résultant en un solde déficitaire



Commerce extérieur | Les échanges extérieurs du Japon ont nettement progressé en juillet, avec des exportations en hausse de +23,2 % sur un an, à un seuil record de 11 500 Mds JPY (72 Mds USD), tirées par (i) la vigueur de la demande mondiale liée au super-cycle de l'IA et aux semi-conducteurs, et (ii) la compétitivité accrue des biens japonais dans un contexte de faiblesse du yen. Les exportations vers la Chine (1^{er} partenaire commercial du Japon) et les États-Unis (1^{er} client) ont augmenté respectivement de +25,8 % et +22 %. **La hausse des importations a toutefois dépassé celle des exportations, atteignant pour le 2^{ème} mois consécutif un record, à 12 100 Mds JPY (76 Mds USD ; +27,8 % en g.a.),** principalement sous l'effet de la forte augmentation des coûts énergétiques. La valeur des importations de pétrole brut a ainsi crû de +88 %, malgré une hausse plus modérée des volumes (+5,5 %, mettant fin à 4 mois consécutifs de contraction) grâce à des approvisionnements alternatifs, surtout depuis les États-Unis. Le solde commercial a ainsi été déficitaire de -635 Mds JPY (-4,0 Mds USD) en juillet.