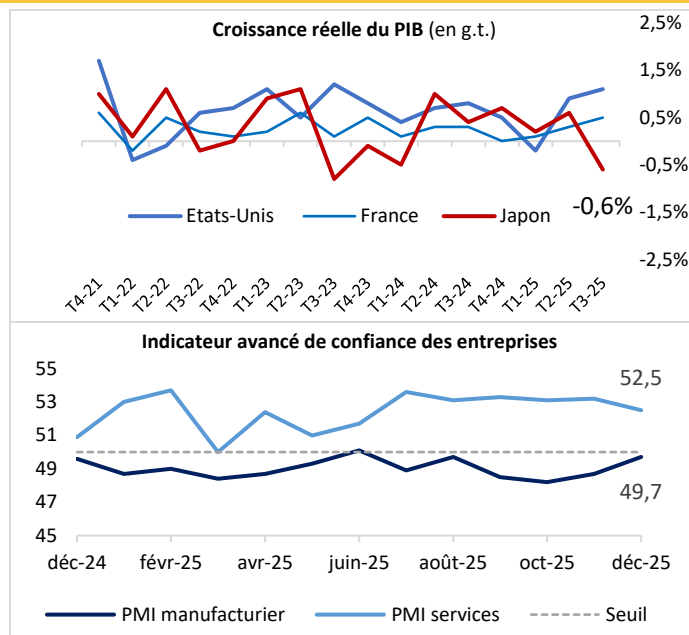


JAPON – Une conjoncture contrastée entre ajustements macroéconomiques et tensions financières

Sur les marchés financiers, la persistance de la forte instabilité domestique et géopolitique s'est traduite par des évolutions contrastées : records historiques sur les marchés actions, remontée des rendements obligataires et poursuite de la faiblesse du yen [« *Takaichi Trade* »]. Face à l'euro, le yen s'est déprécié de -13,6 % sur l'ensemble de l'année 2025, avec une moyenne annuelle de 169 JPY pour 1 EUR, après un point haut atteint à 184,8 JPY pour 1 EUR à la mi-décembre, prolongeant ainsi une tendance baissière engagée depuis 2020 (-4,7 % en 2024). Dans ce contexte, et en décalage avec la préférence affichée par la coalition gouvernementale pour le maintien de conditions monétaires accommodantes, le gouvernement Takaichi a soutenu la décision de la Banque du Japon de relever son taux directeur le 19 décembre, désormais fixé à 0,75 %, mesure jugée nécessaire pour enrayer la dynamique de dépréciation du yen. Cette inflexion de la politique monétaire s'est toutefois accompagnée d'un nouveau décrochage de la devise sur le marché des changes, le yen atteignant 157,8 JPY pour 1 USD le 22 décembre, un niveau proche de ceux ayant conduit, en 2024, à plusieurs interventions sur le marché des changes. Depuis le 1^{er} janvier, le yen s'est marginalement renforcé du fait seulement de la baisse du dollar US lui-même (156,4 JPY).

Activité | Divergence des dynamiques sectorielles, mais convergence croissante entre services et industrie



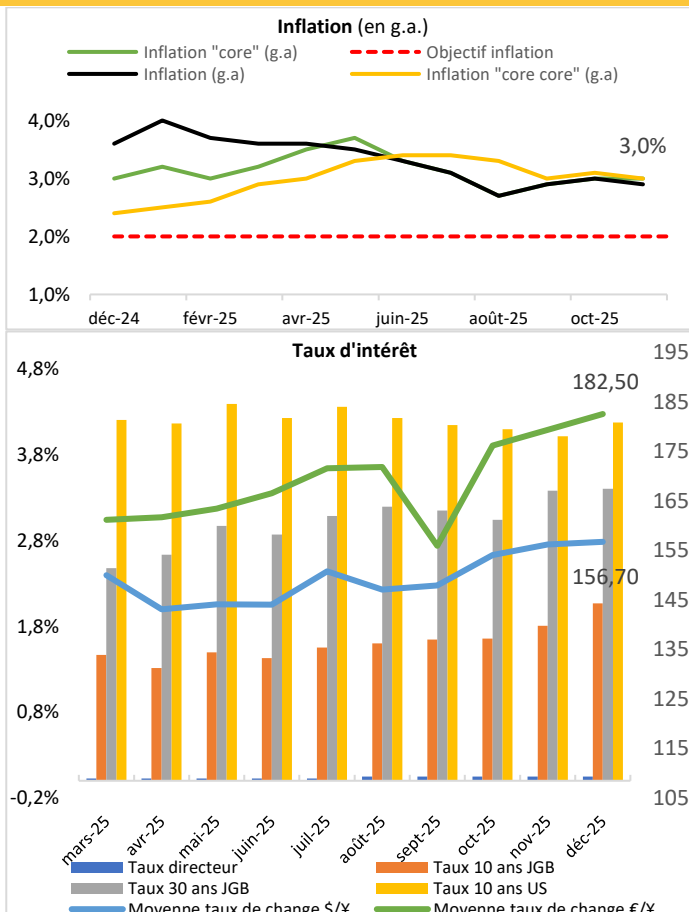
T3 2025	T2 2025	T1 2025	T4 2024	T3 2024
-0,6 %	+0,6 %	+0,2 %	+0,7 %	+0,4 %

PMI du secteur manufacturier – décembre 2025 | 49,7 (+1,0 ppt). Bien que l'indice PMI du secteur manufacturier se soit redressé – retrouvant son niveau d'août –, il est resté en-deçà du seuil d'expansion (50) pour le 6^{ème} mois consécutif. Cette moindre performance traduit un rythme des commandes en décélération depuis plus de 30 mois, sous l'effet d'une faible demande mondiale.

PMI du secteur des services – décembre 2025 | 52,5 (-0,7 ppt). L'indice PMI des services a connu un 14^{ème} mois consécutif d'expansion en décembre. La hausse constatée des embauches traduit le maintien d'un niveau de confiance élevé au sein des entreprises et ce, en dépit des pressions inflationnistes.

Taux de chômage – novembre 2025 | 2,6 %. Inchangé depuis août, le taux de chômage reste à son plus haut niveau depuis un an, témoignant d'un léger assouplissement du marché du travail, qui demeure caractérisé par d'importantes pénuries de main d'œuvre.

Inflation & politique monétaire | Un resserrement monétaire encore insuffisant pour soutenir le yen



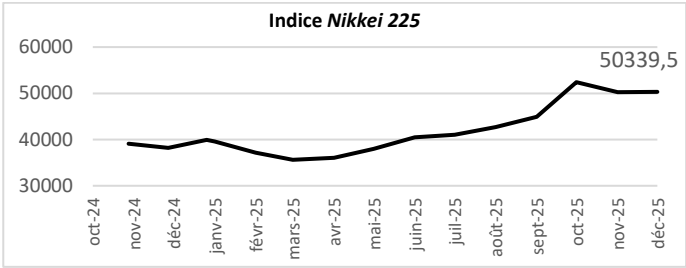
Inflation – novembre 2025 | Statistiques : +2,9 % en g.a.

Inflation core (i.e. hors produits frais) : +3,0 %

Inflation core core (i.e. hors produits frais et énergie) : +3,0 %

L'inflation a légèrement ralenti en novembre (-0,1 ppt), mais elle reste tirée par les denrées alimentaires (+6,0 %) et l'énergie (+2,4 %). Selon la Banque du Japon (BoJ), l'inflation core devrait s'élever à +2,7 % sur l'ensemble de l'exercice fiscal 2025-26, avant de ralentir à +1,8 % en 2026-27, sous sa cible de 2 %.

Politique monétaire | À l'issue de sa réunion de politique monétaire des 18 et 19 décembre, la Banque du Japon a rehaussé de 25 pbs son taux directeur pour le porter à 0,75 %, au plus haut depuis 30 ans. Cette décision – qui s'inscrit dans la stratégie de normalisation de la politique monétaire conduite par la BoJ depuis mars 2024, à une cadence très progressive – a été motivée par l'impératif d'agir pour lutter contre (i) l'inflation soutenue, que la hausse des salaires nominaux ne suffit pas à compenser, et (ii) la trajectoire baissière du yen face au dollar US et à l'euro, facteur aggravant l'inflation importée. Sur le plan géopolitique, la BoJ considère désormais comme écarté le risque d'un ralentissement de l'activité économique induit par les droits de douane américains – risque qui avait longtemps justifié le report d'un resserrement monétaire. Cette réévaluation s'explique par le comportement des entreprises exportatrices, dont la compétitivité s'est accrue avec la dépréciation du yen et qui ont, pour l'essentiel, choisi d'absorber le choc tarifaire plutôt que de le répercuter sur leurs prix de vente et les consommateurs.



Indices boursiers | Après avoir enregistré une contraction de -4,1 % en novembre, le **Nikkei 225** a timidement progressé en décembre (+0,2 %), sans retrouver le niveau moyen record d'octobre (52 411 pts). À +0,9 % en décembre, l'indice **TOPIX** compte 9 mois consécutifs d'expansion.
Sur l'ensemble de l'année 2025, le Nikkei 225 et le TOPIX ont progressé respectivement de +26,2 % et +23,7 %.

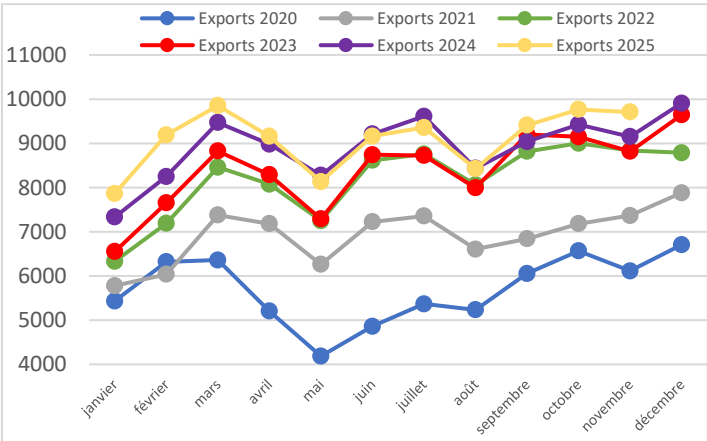
Focus | Perspectives budgétaires 2026 contrastées entre orientations « proactive » et « responsable » de S. Takaichi

Budget 2026 | Le gouvernement a arrêté un projet de budget initial record pour l'exercice fiscal débutant en avril 2026, d'un montant de 122 300 Mds JPY (667 Mds EUR), en hausse de 7 100 Mds JPY par rapport au budget initial pour 2025. La Sécurité sociale demeure, de loin, le premier poste de dépense, avec 39 100 Mds JPY (213 Mds EUR), soit 32 % du budget total. Les crédits alloués à la Défense atteignent près de 9 000 Mds JPY (49 Mds EUR), en hausse de +3,8 %, conformément à l'objectif du gouvernement Takaichi de porter l'effort militaire à 2 % du budget. Le soutien public aux secteurs jugés stratégiques s'intensifie également, avec un quadruplement des enveloppes de subventions en faveur des entreprises et institutions actives dans les semi-conducteurs et l'intelligence artificielle. Porté par une dynamique favorable, avec des recettes fiscales projetées à 83 700 Mds JPY (456 Mds EUR ; +7,6 % sur un an, sous l'effet de l'inflation), le solde primaire devrait dégager un excédent de 1 340 Mds JPY (7,3 Mds EUR), une première depuis 1998. La dépendance au financement par l'endettement serait ramenée à 24,2 %, son plus bas niveau depuis près de 30 ans, tandis que les émissions nettes d'obligations souveraines nippones (JGBs) seraient maintenues sous le seuil de 30 000 Mds JPY (163 Mds EUR) pour la 2^{ème} année consécutive. Le projet de budget du gouvernement minoritaire de la Première ministre S. Takaichi sera soumis à la Diète à l'ouverture de la session parlementaire, le 23 janvier.

Marché obligataire | Malgré l'inflexion budgétaire visant à rassurer les marchés sur la soutenabilité des finances publiques, les tensions sur le marché obligataire devraient persister en 2026. Le rendement des JGBs à 10 ans s'établit autour de 2,1 %, un plus haut depuis 27 ans (+100 pbs en 2024), tandis que la charge de la dette atteint un record de 31 300 Mds JPY (171 Mds EUR), soit plus d'un quart du budget 2026.

Investissements extérieurs : une attractivité stimulée | Commerce : accroissement des exportations japonaises

Investissements directs – Flux sortants | En 2024, les IDE sortants du Japon vers le monde se sont élevés à 192,7 Mds € (+7 % – JETRO). Sur la période, les États-Unis ont représenté 38 % des flux (71 Mds €), devant l'Europe (26 % ; 50 Mds €) et l'Asie (21 % ; 40 Mds €). Le Royaume-Uni a concentré 8,0 % des flux (15,4 Mds €), l'Allemagne 2,9 % (5,6 Mds EUR) et la France 1,3 % des flux (2,6 Mds €).
Flux entrants | En 2024, les flux d'IDE entrants vers le Japon ont reculé de -36 %, à 12,3 Mds EUR, une contraction plus marquée que celle observée en Asie (-2,8 %) et à contre-courant de la dynamique mondiale (+3,7 % – UNCTAD). Le stock d'IDE entrants, évalué à 203 Mds EUR, demeure structurellement faible (5,5 % du PIB, vs. 33 % en France).



Commerce extérieur | En 2024, les exportations japonaises ont crû de +6,2 % en g.a., en particulier vers l'Asie et le Moyen Orient. Les exportations vers l'UE ont été en contraction (-2,4 %), à l'exception de celles vers la France (+2 %), l'Espagne (+3 %) et la Suisse (+20 %). La hausse des importations a été globalement contenue (+1,8 %) grâce à la diminution des coûts des importations énergétiques d'Australie (-12 %). Les importations depuis l'Europe ont progressé (+4,4 %), principalement tirées par la France (+11 %) et le Royaume-Uni (+19 %). Après s'être fortement redressée en 2023, la balance commerciale a poursuivi son rétablissement en 2024, à -36 Mds € (soit -44 % en g.a.).
En novembre, les exportations japonaises ont crû de +6,1 % en g.a., en croissance pour le 3^{ème} mois consécutif, en dépit des droits de douane américains (avec une progression des ventes en valeur vers les États-Unis pour la première fois depuis mars, à +8,8 %).

Échanges bilatéraux franco-japonais | Les investissements croisés poursuivent leur rééquilibrage graduel

IDE (Banque de France)	Flux 2024	Stock 2024
FRANCE→JAPON	15 ^{ème} (=)	16 ^{ème} (=)
	4,2 %	1,1 %
	657 Mi €	15,9 Mds €
JAPON→FRANCE	12 ^{ème} (-5)	10 ^{ème} (=)
	2,1 %	1,4 %
	531 Mi €	13,4 Mds €

Investissements directs | Le Japon constitue le 16^{ème} stock d'IDE français à l'étranger, à hauteur de 15,9 Mds EUR (-5,1 % en g.a.). Le pays demeure la 3^{ème} destination asiatique des IDE français, après la Chine et Singapour. Selon le JETRO, la France a conservé en 2024 sa 5^{ème} place en tant qu'investisseur étranger au Japon en stock, avec une part de 6,2 % du total entrant. **Premier investisseur asiatique, le stock d'IDE japonais en France a atteint 13,4 Mds EUR en 2024** (vs. 12,6 Mds EUR en 2023), en progression de +6,2 %.

Commerce bilatéral | En 2024, les ventes françaises vers le Japon ont atteint 9,4 Mds €, en hausse de +36 % en g.a. Cette tendance se fonde principalement sur la performance des postes *Aéronautique* (1,5 Mds €, +94 %) et *Produits chimiques de base* (+67 %). 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 ventes françaises ont ainsi connu en 2024 une croissance notable, tandis que nos importations ont reculé de -8 % (Produits pharmaceutiques : -32 %), induisant une amélioration du solde de notre balance commerciale, à -437 Mi €** (vs. -3,8 Mds € en 2023).