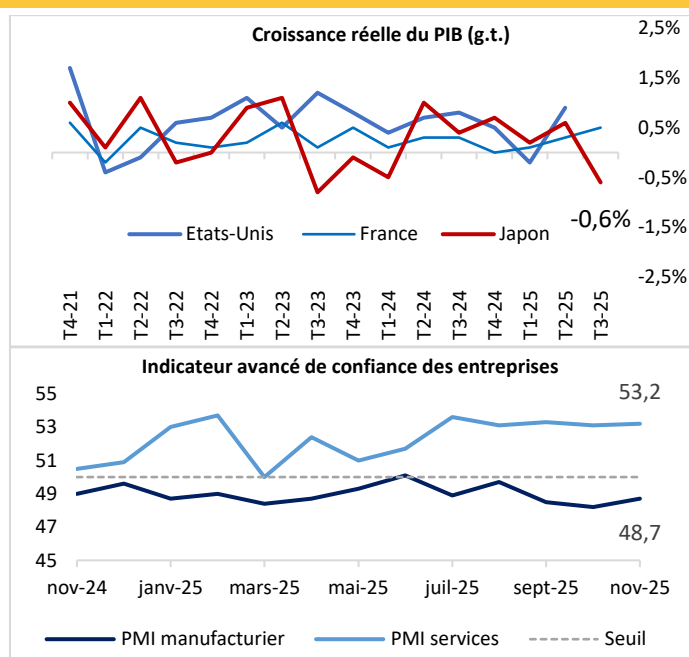


JAPON – Stimulus budgétaire record vs. hausse des rendements des JGBs : une équation risquée

Le gouvernement a présenté cette semaine à la Diète un stimulus de 21 300 Mds JPY (soit 117 Mds EUR) pour mettre en œuvre le programme économique de la Première ministre, S. Takaichi. Financé en très large partie par un budget supplémentaire (pratique quasi-systématique au Japon depuis une quinzaine d'années), cette relance comprend des mesures potentiellement contradictoires, entre soutien au pouvoir d'achat des ménages confrontés à l'inflation et investissements dans des secteurs stratégiques, qui risquent à court terme de contribuer davantage à exacerber l'inflation qu'à favoriser la croissance. Au 3^{ème} trimestre 2025, le *Cabinet Office* rapporte une contraction du PIB de -2,3 % en g.a. et de -0,6 % en g.t., après 5 trimestres consécutifs de croissance.

Nourris par l'attente d'un relèvement par la Banque du Japon de son taux directeur à 0,75 % le 19 décembre et par les interrogations sur la soutenabilité de la politique fiscale nippone au vu de l'ampleur du budget supplémentaire, les rendements obligataires poursuivent leur envolée : le taux à 2 ans atteint 1,077 % tandis que le taux à 10 ans s'élève à 1,953 %, au plus haut depuis la crise des *subprimes*. Pour la première fois depuis 2001, le gouvernement japonais renonce à l'objectif d'excédent primaire (le dernier remontant à 1991), au profit d'une vision fiscale pluriannuelle souhaitée par la Première ministre.

Activité | Des dynamiques contrastées, entre expansion des services et faiblesse du secteur manufacturier



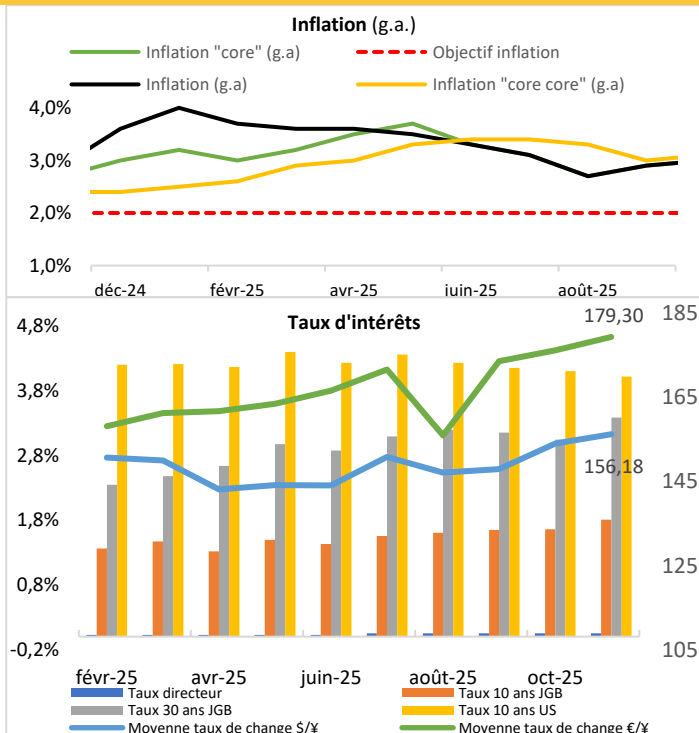
2024	T3 2025	T2 2025	T1 2025	T4 2024	T3 2024
+0,1 %	-0,6 %	+0,6 %	+0,2 %	+0,7 %	+0,4 %

PMI du secteur manufacturier – novembre 2025 | 48,7 (+0,5 ppt). L'indice PMI du secteur manufacturier s'est légèrement redressé après 3 mois consécutifs de recul, mais demeure en-deçà du seuil d'expansion (50). Cette moindre performance reflète un rythme des commandes en décélération depuis plus de 30 mois, sous l'effet d'une demande mondiale faible.

PMI du secteur des services – novembre 2025 | 53,2 (+0,1 ppt). L'indice PMI des services a connu un 13^{ème} mois consécutif d'expansion en novembre, porté par une hausse des nouvelles commandes domestiques, tandis que les exportations ont reculé pour le 5^{ème} mois consécutif. La confiance des entreprises est au plus haut depuis le début de l'année.

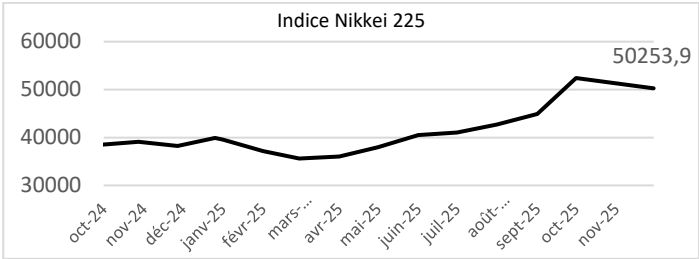
Taux de chômage – octobre 2025 | 2,6 %. Inchangé depuis août, le taux de chômage est à son plus haut depuis un an, témoignant d'un léger assouplissement du marché du travail, qui reste néanmoins caractérisé par des pénuries de main d'œuvre.

Inflation & politique monétaire | La Banque du Japon prépare les esprits à une hausse de son taux directeur



Inflation – octobre 2025 | Statistiques : +3,0% en g.a. || Inflation core (i.e. hors produits frais) : +3,0 % || Inflation core core (i.e. hors produits frais et énergie) : +3,1 % | L'inflation a poursuivi sa progression en octobre (+0,1 ppt), franchissant le seuil des 3 % pour la première fois en 3 mois. Selon la BoJ, l'inflation core devrait s'élever à +2,7 % sur l'ensemble de l'exercice fiscal 2025-2026, avant de ralentir à +1,8 % en 2026-2027, sous sa cible de 2 %.

Politique monétaire | Après un maintien sans surprise du taux directeur (*uncollateralized overnight call rate*) lors de la réunion de politique monétaire de fin octobre, **le ton récemment plus hawkish de certains membres du comité de politique monétaire de la Banque du Japon laisse entrevoir une reprise du cycle de hausse engagé en mars 2024, qui pourrait intervenir dès la réunion des 18 et 19 décembre, en accord avec le gouvernement Takaichi.** De plus, le Gouverneur Ueda a surpris les marchés le 1^{er} décembre en signalant l'imminence d'une décision de hausse de 25 pbs (« *We will [...] consider the pros and cons of raising interest rates* »), une probabilité que les analystes évaluent désormais à 90 %. Pour rappel, le taux directeur s'élève à 0,5 % depuis janvier 2025. Il pourrait donc atteindre 0,75 %.



Indices boursiers | Après 7 mois consécutifs de hausse, le **Nikkei 225** a reculé de **-4,1 %** en novembre, mais demeure supérieur à la barre des **50 000 points** franchie en octobre sous l'effet de la « *Takaichi Trade* » (anticipation de gains liés à une activité privée soutenue par le plan de relance souhaité par le nouveau gouvernement). **L'indice TOPIX** – dont la base est plus large – **a poursuivi en novembre sa progression enclenchée depuis mars 2025 (+1,4 %)**.

Focus | Budget supplémentaire : entre soutien aux ménages et orientations à dynamique inflationniste

Dépenses | Le gouvernement a approuvé le **28 novembre un stimulus de 21 300 Mds JPY** (soit 117 Mds EUR) pour l'exercice 2025, première véritable brique de la politique budgétaire « proactive et responsable » de la Première ministre, un seuil supérieur de +32 % au budget supplémentaire de fin 2024. L'enveloppe totale – qui comprend 17 700 Mds JPY (97,5 Mds EUR) de dépenses supplémentaires, conjuguées à 2 700 Mds JPY de baisses d'impôts et 900 Mds JPY de réallocation depuis un fonds de réserve – se décline en **3 piliers** :

- 1. Soutien au pouvoir d'achat** (8 900 Mds JPY, dont la subvention des factures énergétiques et le versement unique de 20 000 JPY par enfant) ;
- 2. Investissements stratégiques** pour tendre vers une économie résiliente face aux crises (6 400 Mds JPY, ciblant en particulier les secteurs de l'IA, des semi-conducteurs et de la cybersécurité, et visant à améliorer la sécurité économique, énergétique et alimentaire) ;
- 3. Renforcement des capacités de Défense et diplomatiques**, avec 1 700 Mds JPY alloués d'une part à l'objectif d'un budget de Défense équivalent à 2 % du PIB dès la fin de l'exercice fiscal en cours et, d'autre part, au **soutien aux agences gouvernementales JBIC et NEXI**, acteurs centraux de la mise en œuvre du programme d'investissements japonais de 550 Mds USD aux États-Unis promis dans le cadre des négociations commerciales bilatérales.

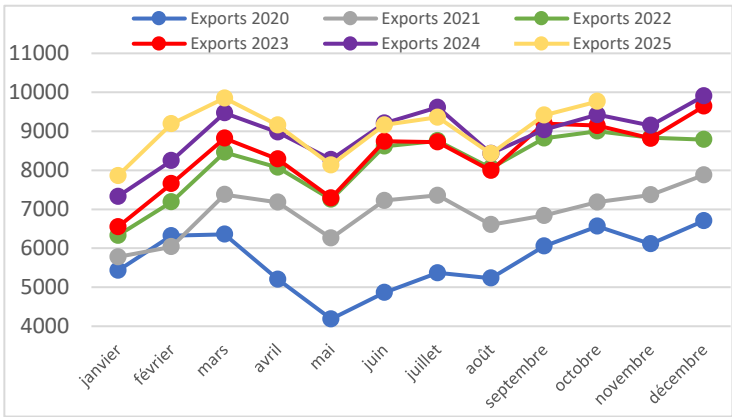
Recettes | Ce budget supplémentaire sera financé à **60 % par l'émission de nouvelles obligations d'État** (11 600 Mds JPY, soit 65 Mds EUR), complétée par des recettes fiscales plus dynamiques qu'anticipé (2 880 Mds JPY) sous l'effet de l'inflation et de la hausse des salaires nominaux, et d'un transfert depuis le budget de 2024 (2 710 Mds JPY). Malgré ce nouveau recours à la dette, l'émission totale de *Japanese Government Bonds* (JGBs) pour l'exercice en cours – qui devrait atteindre 40 000 Mds JPY (220 Mds EUR) en combinant budget initial et budget supplémentaire – reste inférieure aux 42 100 Mds JPY d'obligations émises lors de l'exercice fiscal précédent.

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 €**, selon les données du JETRO (+7 %). Sur la période, les États-Unis ont représenté 37 % des flux (71 Mds €), 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 1,3 % (2,6 Mds €).

Flux entrants | Les flux d'IDE du monde vers le Japon se sont élevés à **15,3 Mds € en 2024 (-19 %)**. Les flux depuis l'Union européenne (UE) 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 exportations japonaises ont crû de **+6,2 % en g.a.**, en particulier vers l'Asie et le Moyen Orient. Les



exportations vers l'UE sont en contraction (-2,4 %), à l'exception de ceux vers la France (+2 %), l'Espagne (+3 %) et la Suisse (+20 %). **La hausse des importations est globalement contenue (+1,8 %)** grâce à la diminution des coûts des imports énergétiques d'Australie (-12 %). 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 a poursuivi son rétablissement (-36 Mds € sur la période, soit -44 % en g.a.). **En octobre, les exportations japonaises ont crû de +3,6 % en g.a., en croissance pour le deuxième mois consécutif malgré l'effet des droits de douane américains** (néanmoins avec une contraction de -3,1 % en g.a. des ventes en valeur vers les États-Unis en octobre).

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

IDE (données JETRO)	Flux 2024	Stock 2023
FRANCE→JAPON	5 ^{ème} (-1)	5 ^{ème} (=)
	12,8 %	6,2 %
	2,0 Mds €	19,5 Mds €
JAPON→FRANCE	12 ^{ème} (+3)	18 ^{ème} (+5)
	1,3 %	1,1 %
	2,6 Mds €	21,9 Mds €

Investissements directs | Selon les données du JETRO, les flux d'investissements français au Japon se sont élevés à **2,0 Mds € en 2024**, en recul de -3,4 %. La France conserve ainsi sa 5^{ème} place parmi les investisseurs mondiaux, et 3^{ème} place parmi les investisseurs européens (derrière le Royaume-Uni et les Pays-Bas). **Les flux japonais vers la France ont crû de +14 % (+36 % en stock)**, faisant de la France la 7^{ème} cible européenne du Japon (21,9 Mds €).

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).**