

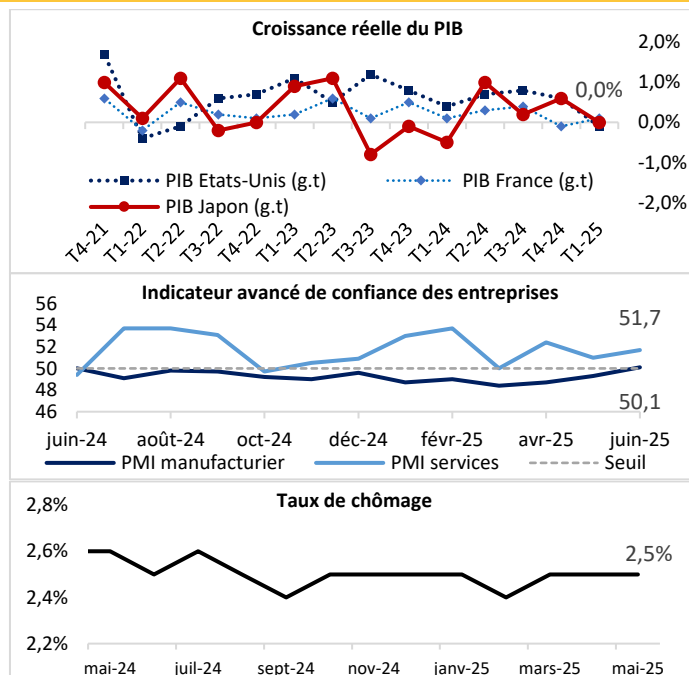
JAPON | Résilience apparente, mais tensions latentes

Selon l'enquête **Tankan** de juin publiée par la Banque du Japon (BoJ), le climat des affaires est relativement stable dans l'Archipel, avec un indice des conditions actuelles inchangé depuis mars et une dégradation prospective qui reste limitée. Cette résilience s'explique en partie par des ajustement opérés dès mars, notamment dans les secteurs affectés par les droits de douane américains (sidérurgie, équipements de transport, etc.). Malgré un contexte d'inflation persistante, les risques sur les bénéfices des entreprises semblent dans l'ensemble contenus, en dehors des activités domestiques des PME.

Les salaires réels ont reculé en mai pour le 5^e mois consécutif, à -2,9 % en g.a., alors que l'inflation reste élevée, et **les salaires nominaux ont nettement ralenti (+1,0 % en g.a., après +2,0 % en avril)**, principalement en raison d'une baisse des primes. En dépit d'un *Shuntō* record en mars (+5,25 % selon le *Rengō*), les TPE et PME devraient ralentir l'augmentation des salaires, confrontées à des coûts élevés et à une faible capacité à répercuter les hausses de prix. La croissance des salaires réels n'est pas attendue avant le 2^e trimestre 2026 (SMBC Nikko).

Après les tensions de mai sur les JGBs de longues maturités, les ajustements du Ministère des Finances (MoF) et de la BoJ ont temporairement apaisé les marchés, ramenant les taux aux niveaux d'avril. Mais à l'approche des élections à la Chambre haute de la Diète, le recul de la coalition au pouvoir dans les sondages, au profit de partis prônant des baisses d'impôts et une relance budgétaire, inquiète les marchés, faisant du contexte politique le principal facteur des évolutions récentes des rendements obligataires : ceux à 30 et à 40 ans ont ainsi bondi respectivement de +19,8 et +27,3 pbs depuis le 01/07, sous l'effet d'un repli de la demande étrangère.

Activité | Amélioration du climat des affaires : vers une consolidation progressive ?



2024	T1 2025	T4 2024	T3 2024	T2 2024	T1 2024
+0,1 %	0,0 %	+0,6 %	+0,2 %	+1,0 %	-0,5 %

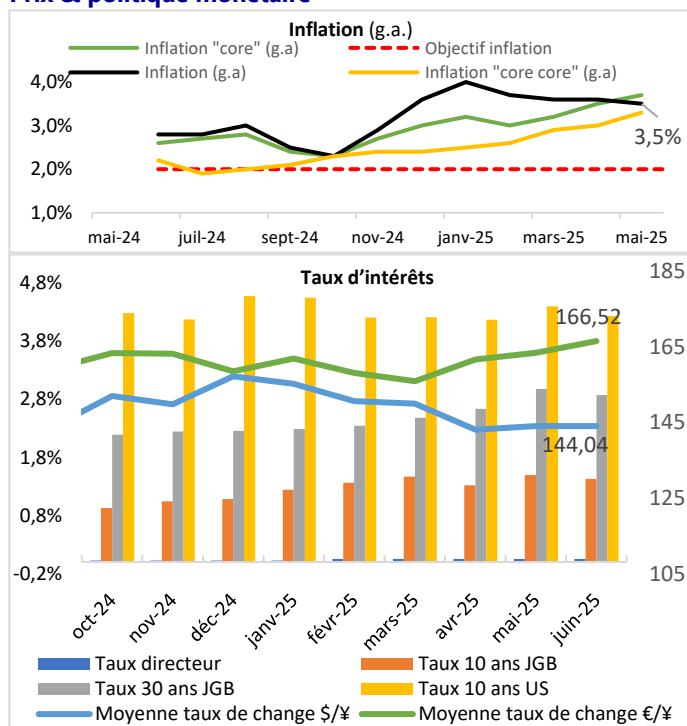
PMI du secteur manufacturier – juin 2025 | 50,1 (+0,8 pt). L'indice PMI du secteur manufacturier signale une première expansion de l'activité depuis mai 2024. La production a progressé, tout comme l'emploi, mais la demande est restée faible, avec un repli des nouvelles commandes. Les coûts des intrants sont repartis à la hausse, entraînant une accélération des prix de vente. Le moral des entreprises s'améliore.

PMI du secteur des services – juin 2025 | 51,7 (+0,7 pts). L'indice PMI des services progresse pour le 3^e mois consécutif. Les nouvelles commandes sont en croissance, soutenues par une légère progression des ventes à l'étranger. L'emploi a continué de croître, avec la plus forte hausse depuis janvier. L'inflation des coûts a ralenti, mais les prix de vente ont fortement augmenté. Le moral s'améliore également.

Taux de chômage – mai 2025 | 2,5 %. Le taux de chômage est resté stable pour le 3^e mois consécutif. Le nombre de personnes en emploi s'est établi à 68,37 millions (+33 000) et la population active a également augmenté, à 70,08 millions (+29 000). Le ratio offres/demandeurs d'emploi a diminué à 1,24 (-0,02 pt en g.m.), induit par davantage de demandeurs d'emplois sur le marché.

Inflation & politique monétaire | Tensions inflationnistes et nécessité d'un soutien économique

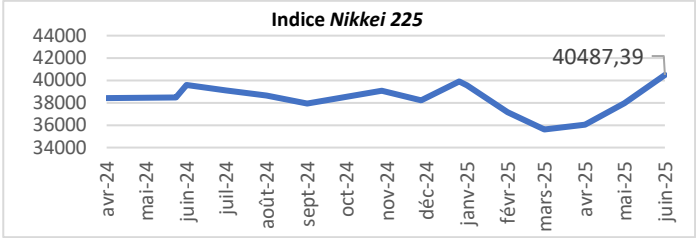
Prix & politique monétaire



Inflation – mai 2025 | Statistiques : +3,5 % en g.a. || Inflation core (i.e. hors produits frais) : +3,7 % || Inflation core core (i.e. hors produits frais et énergie) : +3,3 % | L'inflation core s'est encore accrue (+0,2 pt en g.m.) et a atteint son plus haut niveau en plus de 2 ans. Cette progression reste alimentée par les prix alimentaires (+7,7 % en g.a.), en particulier du riz (+101,7 % en g.a.). Les prix de l'énergie ont baissé en mai mais risquent de repartir à la hausse en juin en raison du conflit armé en Iran (+9,6 % en g.m. pour le panier OPEP). Enfin, les prix des services ont modérément augmenté (+1,2 % en g.a.).

Politique monétaire | La BoJ a maintenu inchangé son taux directeur à +0,5% lors de sa réunion de politique monétaire du 17/06. La politique de normalisation demeure empêchée par les incertitudes domestiques et internationales, dans un contexte marqué par les élections à la Chambre haute de la Diète (20/07) et par les tensions commerciales amplifiées par les États-Unis. La BoJ conserve ainsi une position attentiste, partagée entre la nécessité de stabiliser une inflation encore élevée au Japon et de soutenir une économie réelle fragilisée. Aucune nouvelle hausse de taux directeur n'est désormais attendue avant fin 2025-début 2026. La principale annonce de cette réunion a porté sur le ralentissement de son programme de réduction des achats de JGBs jusqu'à fin mars 2026, en réponse à l'envolée des rendements obligataires de longues maturités observée en mai.

Marchés



Indices boursiers | L'indice Nikkei 225 a progressé de +6,6 % en juin (3^{ème} mois consécutif de hausse ; +13,2 % en cumulé). Cette dynamique a effacé les pertes de la période janvier-mars, induites par les annonces tarifaires américaines (-11,1 % en cumulé). **Le Topix a également été en hausse en juin (+1,8 %).** Alors que les marchés japonais ont été très sensibles aux déclarations de l'administration Trump en mars et avril, ils sont restés stables après la nouvelle annonce du 8 juillet, perçue de manière favorable (cf. *infra*).

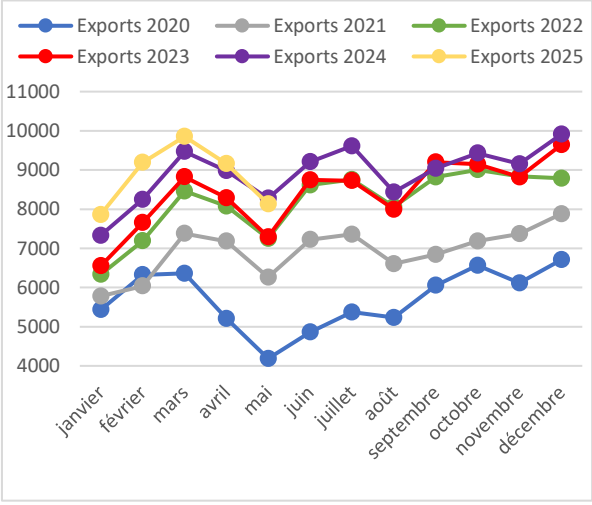
Focus | Des négociations commerciales sous tension entre le Japon et les États-Unis

Mardi 8 juillet, dans un courrier au Premier ministre Ishiba, le président Trump a annoncé l'imposition de droits de douane « réciproques » de 25 % sur les importations japonaises, à compter du 1^{er} août (hors automobiles, acier et aluminium soumis à des droits sectoriels), contre 24 % annoncés le 2 avril. **Davantage que ce nouveau taux, c'est l'extension de la date butoir initiale du 9 juillet qui a retenu l'attention au Japon.** Néanmoins, après 3 mois de négociations dites « prioritaires » avec l'administration Trump, **aucun accord n'a été trouvé et le mois de juin a été marqué par des tensions croissantes entre les deux parties.** Après leur bref entretien en marge du G7 le 16 juin, le S. Ishiba a reconnu « *des divergences persistantes dans [leur] compréhension* », tandis que D. Trump s'est montré plus direct : « *Les Japonais sont coriaces* ». Le Japon s'est ensuite désengagé de manière visible de deux sommets importants (sommet de l'OTAN des 24-26 juin ; « 2+2 » entre les ministres des Affaires étrangères et de la Défense japonais et américains). La semaine dernière, D. Trump a de nouveau ciblé le Japon, en particulier les secteurs automobile et agricole, et a exprimé ses doutes quant à la conclusion d'un accord. L'administration américaine a par ailleurs indiqué concentrer ses efforts sur les négociations bilatérales près d'aboutir avec d'autres pays, excluant de fait le Japon. S. Ishiba s'est refusé à tout commentaire, mais a rappelé que la priorité était à la défense des intérêts nationaux. La fermeté affichée depuis un mois par le gouvernement s'explique notamment par le contexte électoral et son niveau d'impopularité (31 % d'opinions favorables, vs. 39 % en juin). La signature d'un accord commercial avec les États-Unis impliquerait sans doute d'importantes concessions japonaises qui seraient critiquées par l'opinion. **À la réception du courrier de D. Trump, S. Ishiba a appelé à poursuivre les négociations, sans préciser l'agenda des futurs déplacements du négociateur japonais, R. Akazawa, à Washington D.C.**

Investissements extérieurs : une attractivité stimulée | Commerce : les effets des droits de douane américains

Investissements directs – Flux sortants | En 2024, les IDE sortants du Japon vers le monde se sont élevés à 192,6 Mds €, selon les données du JETRO (+9 %). 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 1,4 % (2,7 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 (Taiwan, Singapour : +14 % ; Inde : +16 % ; Hong Kong : +18 %) et le Moyen Orient (EAU : +31 % ; Qatar : +26 % ; Oman : +19 %). 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 %), 1^{er} fournisseur de gaz naturel (~40 %) et de charbon (~70 %) du Japon. 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 poursuit son rétablissement (-36 Mds € sur la période, soit -44 % en g.a.).** Les droits de douane américains ont contribué à la contraction des exportations japonaises de -1,7 % (en g.a.) en mai, tirée notamment par un repli marqué des exportations vers les États-Unis (-11,1 %). Pour le secteur automobile, les exportations de véhicules vers les États-Unis ont chuté de -24,7 % en valeur, tandis que les volumes n'ont reculé que de -3,9 %.

Échanges bilatéraux franco-japonais : Amélioration notable de la balance commerciale française

IDE	Flux 2024	Stock 2023
FRANCE→JAPON (point de vue du Japon)	5 ^{ème} (-2)	4 ^{ème} (+1)
	13,3 %	6,8 %
	2,0 Mds €	21,8 Mds €
JAPON→FRANCE (point de vue du Japon)	11 ^{ème} (+2)	23 ^{ème} (=)
	1,4 %	0,8 %
	2,7 Mds €	15,3 Mds €

Investissements directs | Selon les données du JETRO, les investissements français au Japon se sont élevés à 2,0 Mds € en 2024, en contraction de -29 % (en g.a.). La France a ainsi reculé à la 5^{ème} place des investisseurs mondiaux, et à la 3^{ème} place des investisseurs européens. **Les flux japonais vers la France ont quant à eux crû,** faisant de la France la 5^{ème} cible européenne du Japon sur l'année (**2,7 Mds €, +32 % en g.a.**). Dans l'attente de la publication des données en stock pour 2024 et pour mémoire, **en 2023, la France était passée 4^{ème} investisseur au Japon (21,5 Mds €) et le stock d'IDE japonais en France avait progressé de +12 % (15,3 Mds €).** Toutefois, notre pays ne représente que le 23^{ème} stock d'IDE du Japon.

Commerce bilatéral | En 2024, les exportations françaises vers le Japon ont atteint 9,4 Mds €, en progression 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 exportations françaises ont ainsi connu l'an dernier une croissance notable, tandis que nos importations ont été réduites de -8 % (Produits pharmaceutiques : -32 %), induisant une amélioration du solde de notre balance commerciale, à -437 Mi € (vs. -3,8 Mds € en 2023).**