JAPON

CROISSANCE SOUS TENSION

La sortie de la période de stagnation et de déflation ne fait plus de doute. La croissance, aidée par le cycle mondial de l'IA, devrait à nouveau excéder son rythme potentiel (0,6%) en 2026 (+1%) et en 2027 (+1,2%). La fin de la déflation se confirme : bien qu'amoindrie par les aides gouvernementales, l'inflation devrait atteindre 2% en 2026, puis 2,5% en 2027. La contradiction perdure entre une politique budgétaire expansionniste et l'accélération de l'ajustement monétaire avec un taux final de 2,5% (au-dessus du niveau neutre) en 2028. Ces conditions sont propices à une poursuite de la remontée des taux.

CROISSANCE : AU-DESSUS DU POTENTIEL

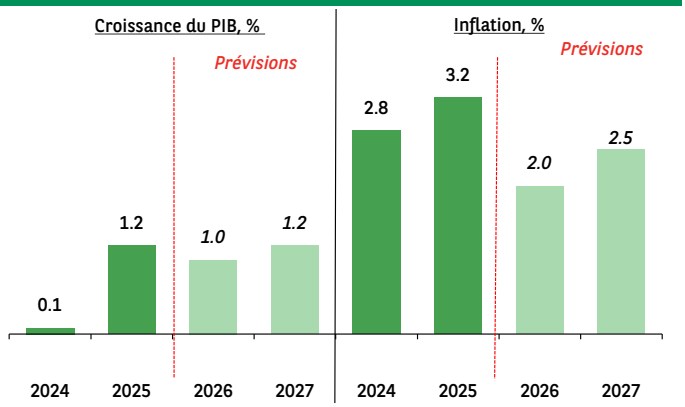
La croissance du PIB japonais devrait excéder son rythme potentiel (0,6% selon le FMI) avec 1% en 2026 puis 1,2% en 2027, selon nos prévisions. Une politique budgétaire expansionniste a compensé l'impact de la hausse du prix du pétrole. Cela se traduit par une consommation publique en forte hausse (+1,7% t/t au T2) et un soutien au pouvoir d'achat des ménages (notamment des subventions à l'énergie domestique et le plafonnement du prix de l'essence). En parallèle, le cycle mondial de l'intelligence artificielle (IA) soutient la croissance japonaise par l'intermédiaire de l'investissement, et devrait la porter de plus en plus au travers des exportations. L'investissement non résidentiel a marqué le pas au S1 (-0,4% puis -0,9% t/t) après une année 2025 dynamique (+2,7% a/a au T4). Mais le redressement est déjà engagé : l'équipement productif (transports, machines) a rebondi dès le T2. De plus, le climat des affaires reste au plus haut depuis 1991, les grandes entreprises revoyant à la hausse les projets d'investissement pour l'exercice 2026 (+11,5% a/a, +8,2pp d'après l'enquête Tankan). Du côté des ménages, en revanche, la confiance a décroché depuis février (plus haut depuis 2019) et ne s'est que partiellement redressée ensuite (39,2, avant 32,2 en mars et 35,5 en août). Cependant, le soutien gouvernemental sur l'énergie et la croissance des salaires (*voir ci-après*) jouent le rôle d'amortisseur. Il a permis à la consommation de ne pas se contracter au T2 2026.

INDUSTRIE : L'EXPANSION APRÈS LA RÉSILIENCE

L'industrie japonaise est sortie de la récession malgré les chocs tarifaire et énergétique. Au S1 2026, la production manufacturière a augmenté de 1,6% a/a (+0,2% en 2025). Ce redressement est principalement soutenu par le cycle d'investissement dans l'IA, le Japon bénéficiant d'une position privilégiée sur les biens d'équipement associés. De fait, la croissance de la production de machines et d'équipements électroniques atteint 3,5% a/a (Graphique 1). L'augmentation de la production du secteur automobile (+2,2% a/a, après +1,9% en 2025) est également notable. En parallèle, les secteurs intensifs en énergie (produits pétroliers, sidérurgie) restent en repli. En outre, les entreprises rapportent une amplification des contraintes de capacité et de main-d'œuvre. Le PMI manufacturier indique une accélération : la moyenne mobile sur 3 mois s'élève à 54,8 en août, contre 50,1 en janvier. Le mouvement est porté aussi bien par la production que par les nouvelles commandes, ce qui laisse présager une poursuite de la dynamique.

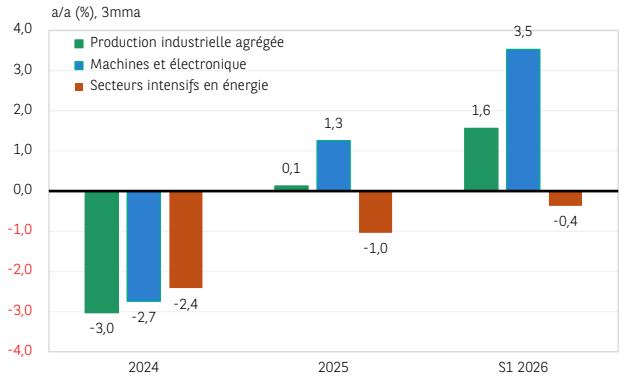
La demande extérieure liée à l'investissement dans l'IA devrait devenir un relais de croissance, alors que les États-Unis et la Chine demeurent les principales destinations des exportations japonaises. Le commerce extérieur contribue positivement à la croissance depuis fin 2025 (0,5pp au T2 2026) *via* les exportations de services et le recul des importations de biens. L'IA devrait y contribuer davantage avec une hausse de 62% a/a des commandes de machines en provenance de l'étranger au S1 2026. À l'effet-volume attendu s'ajoute un effet-prix existant. La hausse à l'importation (composants) est compensée par celle à l'exportation (produits finis). Il ne vient donc pas aggraver le choc négatif

Croissance et inflation



GRAPHIQUE 1 SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Les machines et équipements électroniques liés à l'IA sont les principaux moteurs de la reprise industrielle



GRAPHIQUE 2 SOURCES : BANK OF JAPAN, MACROBOND

des termes de l'échange (-10,2% depuis janvier 2026) induit par le rebond des prix de l'énergie.

MARCHÉ DU TRAVAIL : UNE DYNAMIQUE SALARIALE INSTALLÉE

La croissance nominale des salaires excède 3% a/a depuis le début de l'année 2026, ce qui marque une rupture historique après des décennies de baisse (-0,3% par an en moyenne entre 2000 et 2019). Dans le même temps, la croissance des salaires réels est revenue en territoire positif grâce à la modération de l'inflation. Mais ce momen-

tum devrait s'interrompre mécaniquement en 2027 avec le rebond de celle-ci. La boucle « salaires-prix » apparaît solide. D'un côté, les entreprises sont nombreuses à projeter d'augmenter les prix (+3,7% à 1 an dans le Tankan du T2 2026). De l'autre, les résultats récents des négociations salariales annuelles dites *Shunto* (au-dessus de 5% depuis 2023, au plus haut depuis 35 ans) reflètent un accroissement du pouvoir de négociation des travailleurs. Cette dynamique est soutenue par les tensions sur le marché du travail : l'indice de diffusion du Tankan (« emploi excessif » moins « emploi insuffisant » du point de vue des entreprises) reste fortement négatif, et le taux de chômage a atteint 2,4% en juillet 2026 (-0,2pp en 2026 à date).

INFLATION : LA MODÉRATION N'EST QU'APPARENTE

La politique budgétaire a permis un reflux récent de l'inflation, redescendue à 1,5% a/a au S1 2026 après 2,8% au S2 2025. La composante « énergie » est en baisse (-4,5% a/a) malgré la hausse du prix du pétrole, en raison des subventions visant à réduire le coût de l'énergie. Pour autant, l'inflation sous-jacente (hors nourriture non transformée), qui exclut les facteurs institutionnels , s'élevait à +2,4% a/a au S1 contre +1,6% pour la mesure officielle du *Statistics Bureau*.

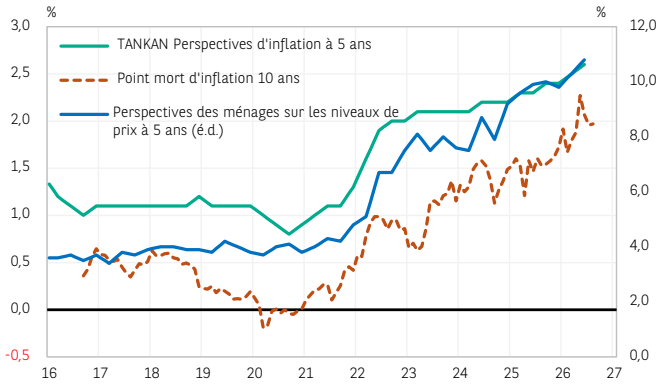
Nous attendons un rebond de l'inflation au cours des trimestres à venir, avec un pic à +3,8% a/a au T1 2027, en raison de la fin de l'effet du soutien budgétaire et de la dynamique salaires-prix. Par la suite, la réduction temporaire de la taxe sur la consommation alimentaire devrait permettre une nouvelle baisse à partir du T2 2027. Au-delà de ces fluctuations, les anticipations d'inflation affichent depuis 2022 une remontée importante et généralisée, qu'il s'agisse des ménages, des entreprises ou des marchés (Graphique 2). Cela conforte l'idée que la sortie de la déflation séculaire est pérenne et déplace les préoccupations vers le risque d'une déviation durable au-dessus de la cible de 2%.

ACCÉLÉRATION DES HAUSSES DU TAUX DIRECTEUR

La Banque du Japon (BoJ) s'attache désormais à stabiliser l'inflation sous-jacente autour de sa cible de 2% afin de contrer le risque d'une « déviation haussière » durable. Elle a relevé son taux directeur à deux reprises en 2026, en juin et en septembre, le portant à 1,25% (au plus haut depuis 1995). Nous attendons deux hausses additionnelles (+25 pb chacune) avant la fin du T1 2027. Cette accélération de « l'ajustement du degré d'accommodation monétaire » répond à un changement de paradigme. Auparavant, la crainte qu'un resserrement trop rapide menace la sortie de la déflation prédominait et avait conduit à la prudence (85pb de hausses cumulées entre 2024 et le T1 2026). Désormais, nous anticipons que la BoJ ajuste sa politique monétaire au-delà du taux neutre (1,75% – 2,0%), avec une poursuite des hausses à partir de décembre 2027 et un taux terminal de 2,5% atteint en 2028. Un des défis pour la BoJ sera de mener cette politique sans accentuer les tensions sur les marchés obligataires et des changes.

Selon nos prévisions, l'USD/JPY devrait tendre vers 163 à horizon de la fin d'année 2026 (155 au 16 septembre dernier), puis se maintenir à ce niveau en 2027, alors que le différentiel de taux directeurs entre la Fed et la BoJ se réduit par rapport à son historique. L'interventionnisme des autorités, illustré par JPY 27 000 mds d'opérations au S1 2026 (selon le ministère des Finances) et l'opération menée conjointement avec le Trésor américain en juillet, n'ont pas modifié durablement la trajectoire. De fait, en 2026 à date, l'USD/JPY s'établit à une moyenne de 158, son niveau le plus faible depuis 1986. Cependant, des risques haussiers sur le yen existent tandis que le solde courant demeure largement excédentaire (3,6% du PIB en 2026 selon le FMI). Le nouveau régime de taux pourrait aussi accroître l'allocation de capitaux d'agents domestiques à des actifs japonais et, de ce fait, renforcer la demande de yens.

Remontée significative et généralisée des anticipations d'inflation



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BANK OF JAPAN, MACROBOND

POLITIQUE BUDGÉTAIRE ACCOMMODANTE ET TENSIONS OBLIGATAIRES

La politique budgétaire du gouvernement Takaichi est ouvertement expansionniste. Elle repose sur deux initiatives majeures :

1/ l'abaissement, en avril 2027 et pour une durée de deux ans, de 8% à 1% de la taxe sur la consommation alimentaire (coût budgétaire : 0,6% du PIB), qui vise à soutenir la demande des ménages à court terme ; 2/ un plan d'investissement public-privé de plus de JPY 370 000 mds à horizon 2040 afin d'accroître la croissance potentielle.

Le caractère « reflationniste » de la politique du gouvernement apparaît dans son document-cadre budgétaire (*Basic Policy*) où le déficit primaire passe au second plan. La cible porte désormais sur le ratio de dette publique sur PIB. Or, celui-ci peut s'améliorer sans effort d'ajustement dès lors que le taux d'intérêt apparent est inférieur à la croissance nominale ($r < g$), ce qui est le cas actuellement.

Selon nos estimations, le ratio dette/PIB devrait précisément s'établir à 203% en 2026 et 199% en 2027, malgré un creusement des déficits primaire (-1,5% du PIB puis -2,3%, contre -0,9% en 2025) et total (-2,2% du PIB puis -3,4%, contre -1,1% en 2025). Mais cette fenêtre favorable devrait se refermer en fin de décennie avec la remontée du taux d'intérêt moyen payé sur la dette publique (ou taux apparent), dont la maturité moyenne est proche de 10 ans. Dans ce contexte de hausse des dépenses, associée aux pressions globales sur les rendements et à la normalisation monétaire domestique, les taux longs devraient continuer à augmenter. Le taux à 10 ans, déjà de retour à son niveau de 1996, atteindrait, selon nos prévisions, 2,9% fin 2026 et 3,25% fin 2027. Le service de la dette approcherait 2% du PIB en 2030 (contre 0,2% en 2025), portant le déficit budgétaire total au-delà de 4% du PIB. Le recul du ratio dette/PIB se poursuivrait (194% en 2030), mais à un rythme décroissant, car le différentiel négatif entre les taux d'intérêt et la croissance diminuerait : la croissance nominale n'excéderait plus le taux apparent que de 1 point, contre 4 actuellement.

Achevé de rédiger le 18 septembre 2026

Anis Bensaidani

anis.bensaidani@bnpparibas.com