

UN BON MOMENTUM DÉJÀ MENACÉ ?

La meilleure santé de l'économie japonaise est manifeste. La confiance des ménages et l'indice de climat des affaires Tankan ont atteint des plus hauts post-Covid avant que le déclenchement du choc énergétique. Ce dernier devrait pénaliser la croissance, qui atteindrait 0,5% en 2026 (révisée de -0,3pp). L'inflation, à 2,7% en 2026 (révisée de +0,7pp), resterait au-dessus de la cible de la BoJ. Les deux versants du *policy mix* pourraient demeurer en contradiction face au nouveau choc énergétique, entre la propension du gouvernement à appliquer une politique budgétaire expansionniste et une banque centrale que nous voyons poursuivre ses hausses de taux directeur jusqu'à 2% fin 2027.

CROISSANCE : LE CHOC ÉNERGÉTIQUE ENRAYERA-T-IL LE REBOND ?

Après une année 2025 compliquée par l'attentisme lié aux droits de douane américains, le soulagement qui a suivi la désescalade et les premiers pas du nouveau gouvernement laissaient augurer une nette amélioration en 2026. L'année a bien débuté, avec une confiance des ménages à un plus haut post-Covid en février, tandis que le climat des affaires, mesuré par le Tankan, a atteint au T1 2026 un plus haut depuis 2018 (12, +1 point, graphique 2). Son amélioration est ininterrompue pour les grandes entreprises manufacturières depuis le T1 2025.

Les conséquences de la guerre en Iran devraient toutefois enrayer cette dynamique. La confiance des ménages s'est nettement repliée en mars (-6,4 points m/m). Toutefois, le PMI composite reste en moyenne au T1 2026 sur un plus haut depuis 2013 (53,3), malgré un recul au mois de mars (-0,9pp à 53,0). Si un impact plus prononcé de la hausse des prix de l'énergie sur le climat des affaires reste plausible, étant donné la dépendance du Japon aux hydrocarbures (d'autant plus avec la sortie du nucléaire il y a quelques années), celui-ci reste encore peu observable à ce stade.

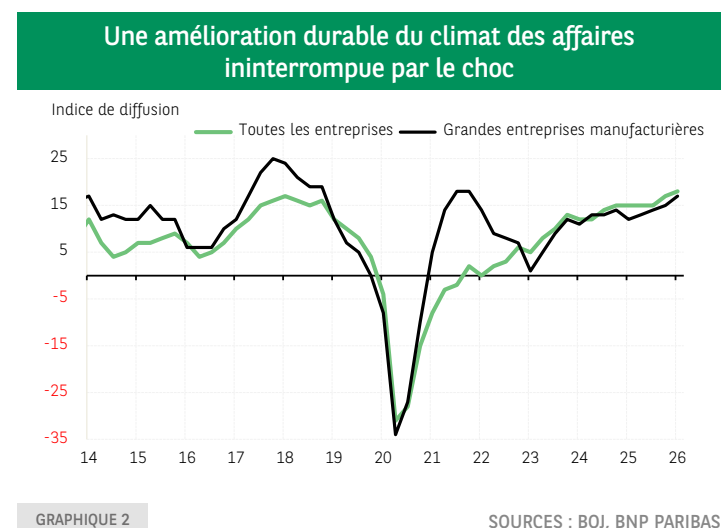
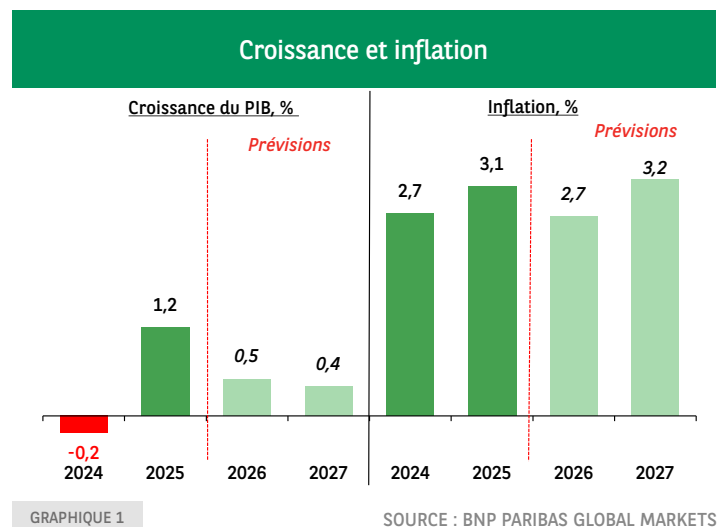
INFLATION : BAISSÉ DE COURTE DURÉE AVANT LE REBOND

L'inflation japonaise a diminué ces derniers mois en raison de la réintroduction, fin 2025, de mesures de soutien budgétaire sur l'électricité, qui ont fait reculer la composante énergétique à -9,1% a/a en février 2026. L'inflation sous-jacente (hors nourriture non transformée) est ainsi redescendue à +1,6% a/a (contre +3,0% a/a trois mois plus tôt). Cela résulte également d'effets de base sur le prix du riz (+17,1% a/a, +80,9% un an plus tôt). Mais les pressions inflationnistes demeurent en réalité importantes, comme en témoigne l'inflation *New-Core* (hors énergie et nourriture non transformée) qui demeure, à +2,5%, au-delà de la cible d'inflation de la Banque du Japon (BoJ) de façon quasi-ininterrompue depuis octobre 2022.

De plus, l'inflation sous-jacente devrait s'accroître au fil de l'année 2026 via la transmission de la hausse des prix de l'énergie, ce que signale notamment l'enquête Tankan, qui rapporte une augmentation des anticipations de prix de vente des entreprises à 1 an, à +3,1% (+0,3pp). Les anticipations de marchés évoluent, en revanche, en ligne pour l'heure avec la cible d'inflation de la BoJ : au T1 2026, le *10-year breakeven inflation rate* se situait à un plus haut historique (+1,8%).

LES SALAIRES RÉELS DEVRAIENT SE CONTRACTER DE NOUVEAU

Le marché du travail japonais est caractérisé par une pénurie structurelle de main-d'œuvre. L'explication est démographique : la main-d'œuvre disponible est estimée à 70,1 millions en 2025, contre 67,4 en 2000, et n'a crû qu'à la faveur d'un doublement des effectifs « seniors » (65 ans et +, passés de 4,9 à 9,5 millions). Il en résulte un mar-



ché du travail sous tension permanente, avec un taux de chômage généralement stable (2,6% au S2 2025). Cela, combiné à la persistance nouvelle de l'inflation, constitue un terreau fertile pour la croissance des salaires qui devrait s'étendre en 2026, d'après le résultat des négociations syndicales annuelles (*Rengo*).



Toutefois, les salaires réels se sont contractés en 2025 (-1,4% a/a en moyenne annuelle) et leur rebond début 2026 (+0,7% et +1,9% a/a en janvier et février) apparaît provisoire, en raison de la remontée prévisible de l'inflation.

POLITIQUE MONÉTAIRE : BIAIS HAUSSIER MAINTENU

La BoJ est engagée, depuis 2024, dans un processus « d'ajustement du degré d'accommodation » de sa politique monétaire se matérialisant notamment par des hausses prudentes et espacées de son taux directeur. Celui-ci se situe actuellement à +0,75% (-0,1% avant la première hausse de mars 2024).

Le comité est incité à poursuivre ce mouvement de normalisation par par le biais de plusieurs facteurs : persistance de l'inflation sous-jacente au-dessus de sa cible depuis 2022, croissance soutenue des salaires, taux d'intérêt réel nettement négatif, pressions baissières sur la devise, PIB à son potentiel. Le durcissement des conditions financières et l'impact négatif sur la croissance incitent toutefois à la prudence dans la poursuite de ce cycle de hausses des taux. D'après nos prévisions, elles resteraient modérées et espacées : deux de +25 pb chacune en 2026 suivies de trois en 2027, portant le taux terminal à +2%. Dans le même temps, la BoJ poursuit la réduction de ses achats d'obligations japonaises (*Japanese Government Bonds*, JGB), dont le rythme mensuel sera de JPY 2,7 mds de mds au Q2 2026 (contre JPY 5,7 mds de mds début 2024).

De notre point de vue, la guerre en Iran modifie peu les perspectives pour la banque centrale. Le biais haussier de la politique monétaire est renforcé par les risques d'un regain d'inflation, à plus forte raison du fait des interactions entre affaiblissement du JPY (le taux directeur est corrélé positivement à la devise mais n'est pas un facteur exclusif) et inflation énergétique importée. Le président de la BoJ, Kazuo Ueda, a ouvertement évoqué la possibilité de hausses de taux même en cas de pression baissière sur l'activité – si, en plus d'être temporaire, celle-ci ne jouait pas négativement sur l'inflation sous-jacente. Les hausses de taux attendues pourraient toutefois être davantage espacées en fonction de l'impact différencié sur l'activité et l'inflation.

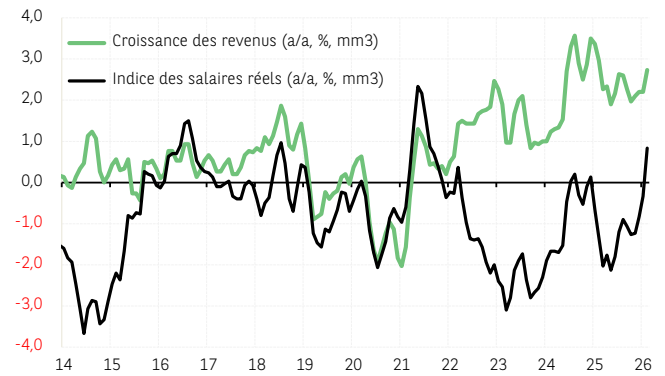
TENDANCE AU SOUTIEN BUDGÉTAIRE FACE À L'INFLATION ÉNERGÉTIQUE

Les élections générales anticipées de février 2026 – majorité absolue (198 sièges sur 316) pour le parti libéral-démocrate à la Chambre des représentants – ont doté le gouvernement de Sanae Takaichi d'une latitude pour mener une politique budgétaire expansionniste.

Néanmoins, la principale promesse de campagne – la suppression de la taxe sur la consommation alimentaire (0,8% de PIB) – semble repoussée *sine die*. Elle a cédé la place à un soutien aux ménages face à l'inflation énergétique. Le gouvernement a décidé de plafonner à JPY 170 le litre de pétrole dès le début du mois de mars 2026. La prolongation de cette mesure pourrait avoir un coût mensuel de JPY 500 bn (0,07% de PIB) et s'accompagner d'une prolongation du subventionnement des factures de gaz et d'électricité (JPY 500 bn par trimestre).

Dans ces conditions, le déficit budgétaire pourrait être plus dégradé que dans nos prévisions initiales (-2,3% du PIB, -2,0% de déficit primaire) et la réduction de la dette publique que nous anticipions jusqu'alors (à 203,5% du PIB, -3,3pp) serait moins importante. Dans le même temps, la pression haussière sur les rendements de long terme s'accroît et le taux à 10 ans devrait atteindre de 2,70% en fin d'année 2027. Le Japon a vu la pentification de sa courbe des taux se renforcer depuis le début de la guerre en Iran.

Les salaires réels peinent à s'ancrer en territoire positif



GRAPHIQUE 3

SOURCES : MINISTÈRE JAPONAIS DE LA SANTÉ ET DES AFFAIRES SOCIALES, BNP PARIBAS

LE COMMERCE EXTÉRIEUR A BIEN ABSORBÉ LE CHOC TARIFAIRE

Les exportations japonaises ont bien résisté au choc tarifaire américain de 2025 (15% sur les exportations de biens à destination des États-Unis), en ligne avec la tendance du commerce mondial ([voir notre Édito sur le sujet](#)).

De fait, l'année écoulée a été marquée par un retour à la croissance des exportations de biens en volume (+2,7% en moyenne annuelle) après deux années de recul. En revanche, les exportations de services, longtemps portées par le rebond post-pandémique du tourisme, ont été pénalisées par la fin de cette dynamique (-3,1% a/a au T4 2025).

Le conflit en Iran ajoute à la pression sur le yen, qui devrait rester faible. Nos prévisions indiquent une parité USD/JPY à 160 en fin d'année 2026, après avoir atteint 157 fin 2025 au terme d'une détérioration quasi-ininterrompue à partir du T2. La guerre accroît le potentiel baissier, avec la hausse probable du déficit commercial japonais entraîné par le prix des hydrocarbures, l'accroissement du déficit budgétaire du fait des mesures de soutien aux ménages, voire un espacement plus grand des hausses de taux de la BoJ. De fait, depuis le 27 février, le JPY a déjà perdu 1,6% face à l'USD, effaçant tous les gains liés aux rumeurs d'intervention conjointe avec les États-Unis (janvier) et à la victoire législative du LDP (février). Une intervention effective sur le marché des changes reste, en outre, probable au cours de l'année, et déjà mentionnée par la ministre des Finances Satsuki Katayama.

Anis Bensaidani

Achevé de rédiger le 10 avril 2026

