

## La remontée des taux souverains au Japon, le reflet d'un changement de modèle de croissance

29/06/2025

Confidentiel

---

### Résumé

*Les marchés obligataires japonais ont récemment attiré l'attention en raison d'une nette augmentation des taux d'emprunt d'Etat à long terme. Alors que la dette publique japonaise fait partie des actifs les plus liquides au monde, les adjudications d'obligations à long terme ont rencontré une demande particulièrement faible au mois de mai.*

*Trois évènements, liés entre eux, expliquent cette hausse des rendements obligataires japonais : la montée de l'inflation, alors que l'économie japonaise frisait la déflation depuis les années 1990 ; le retournement de la politique monétaire de la Banque du Japon, qui augmente son taux directeur depuis 2024 et achète moins de titres de dette publique ; la crainte d'un dérapage des déficits publics, alors que le gouvernement est sous pression de l'opposition et de sa majorité au Parlement pour protéger le pouvoir d'achat face à la hausse des prix.*

*Le modèle de croissance japonais pourrait, à terme, être remis en cause par le retour durable de l'inflation et la hausse des taux d'intérêt, qui restent néanmoins les résultats attendus de la politique économique adoptée par la banque centrale et le gouvernement pour sortir l'économie japonaise des risques déflationnistes qui pesaient sur elle depuis trois décennies. En effet, la balance courante comme la croissance de la dette publique japonaise dépendent des mécanismes de « carry trade », c'est-à-dire de l'utilisation du faible niveau des taux obligataires domestiques pour emprunter au taux le plus bas et investir dans des actifs étrangers à rendement plus élevé.*

*Par ailleurs, avec une position extérieure d'environ 10 650 milliards de dollars, le Japon est le deuxième créiteur mondial. La récente remontée des taux d'intérêt nippons, si elle s'avère durable, pourrait pousser les investisseurs japonais à se retourner vers leurs marchés financiers domestique et risquerait de déstabiliser les marchés les plus dépendants aux flux de capitaux japonais. L'Inde, l'Australie et les Etats-Unis sont les économies les plus exposées aux investissements de portefeuille en provenance du Japon. Or ceux-ci sont souvent volatiles et ont tendance à subir des changements de tendances fréquents à court terme. Plusieurs pays d'Asie (Thaïlande, Philippines, Corée du Sud, Indonésie, Malaisie, Inde) et d'Océanie (Australie) sont quant à eux très dépendants des investissements directs à l'étranger du Japon. Ce type de financement étant généralement plus stable, le risque d'assèchement de ces financements est de moyen terme.*

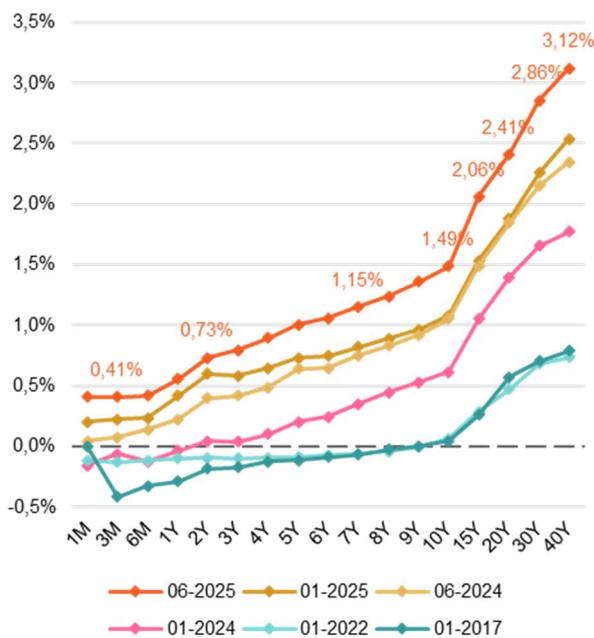
---

# 1. Au Japon, la remontée des taux souverains et de l'inflation vont de pair depuis 2022

## 1.1. Le marché obligataire japonais connaît une hausse de ses rendements à long terme depuis 2022

**Le coût d'emprunt de la dette publique japonaise à long terme sur les marchés obligataires a atteint cette année son plus haut niveau depuis deux décennies.** Alors qu'il était déjà sur une tendance haussière depuis 2022, dans le sillage des grands marchés obligataires mondiaux, le marché des obligations d'État japonaises a vu ses taux à long terme rattraper les rendements de référence allemands et états-unis en 2024 (cf. graphique 2). Ce n'est pas la première fois que les taux japonais à long terme atteignent des niveaux comparables aux taux allemands : c'était déjà le cas au cours de la période de politiques d'assouplissement quantitatif mené par les banques centrales occidentales entre 2015 et 2022. Mais au cours de cette période, ce rattrapage s'était effectué par le biais d'une baisse des taux du reste du monde, pas une hausse des taux japonais. Les spreads des obligations d'État à trente ans se sont resserrés de 72 points de base avec le *bund* allemand et de 58 pb avec les bons du Trésor états-unis entre mars 2024 et juin 2025.

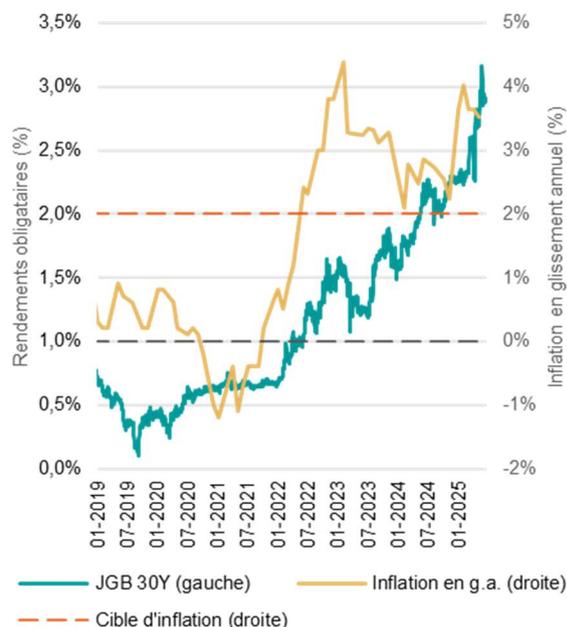
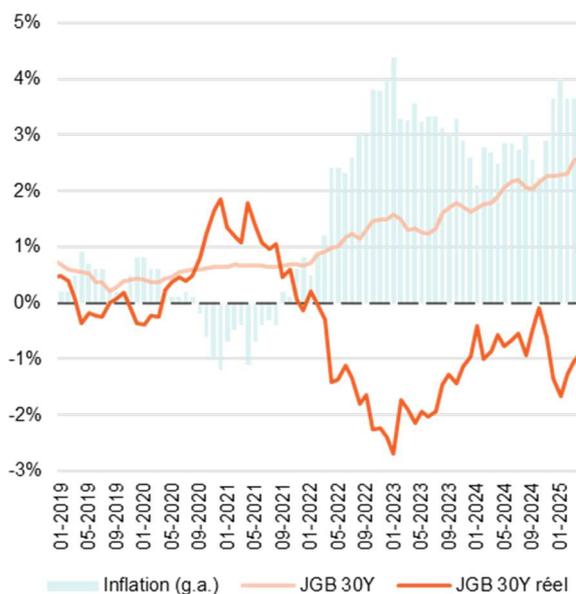
**Graphique 1 – Courbe des taux des obligations d'Etat du Japon**



**Graphique 2 – Rendements des obligations souveraines à 30 ans**



Source : Bloomberg.

**Graphique 3 – Inflation et rendements obligataires à long terme (30 ans)****Graphique 4 – Rendement réel des obligations d'État à long terme**

Sources : Bloomberg, Banque des règlements internationaux, calculs GSA.

Nota : Le rendement réel est obtenu à partir de la relation de Fisher  $\frac{1+r_{\text{nominal}}}{1+\pi} - 1$ .

## 1.2. La fin progressive de la politique monétaire expansionniste et ses effets sur les taux souverains

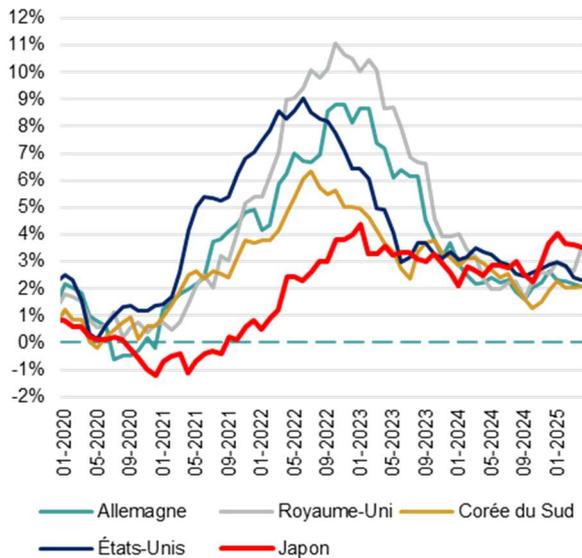
Depuis la crise immobilière du début des années 1990, l'économie japonaise n'a plus connu d'inflation durablement maintenue autour de la cible de la banque centrale (2%), en-dehors de trois légers pics conjoncturels<sup>1</sup>. À partir du second semestre 2021, la reprise postpandémique a entraîné des tensions sur les chaînes d'approvisionnement, qui se sont répercutées sur les prix. À ce phénomène s'est ajouté une hausse des prix du gaz, principalement en raison du déclenchement de la guerre entre l'Ukraine et la Russie en février 2022. Ces pressions inflationnistes ont d'abord touché les économies européennes et nord-américaines, avant de se répercuter sur le Japon à partir du premier semestre 2022, via deux canaux : 1) ces tensions sur les chaînes d'approvisionnement et la hausse des prix du gaz ont entraîné une augmentation de l'inflation importée ; 2) les augmentations des taux directeurs des principales banques centrales des économies développées, alors que la Banque du Japon maintenait un taux négatif, a contribué à la dépréciation du yen qui a renchéri les importations japonaises.

La Banque du Japon a patienté près de deux ans après que l'inflation a eu dépassé sa cible pour la première fois, en avril 2022, avant d'augmenter son principal taux directeur. Elle a relevé son taux directeur pour la première fois en dix-sept ans en trois paliers : de - 0,10% à 0,05% en mars 2024, puis à 0,25% en août, pour atteindre 0,50% en janvier 2025. Après plusieurs décennies de stagnation des prix, la banque centrale s'en est tenue à une approche progressive et prudente pour permettre à l'économie japonaise de retrouver un rythme d'inflation durablement éloigné de zéro. Dès 2022, les entreprises japonaises ont répercuté une partie de la hausse de leurs coûts dans leurs prix de vente, qui ont poussé les travailleurs à demander des hausses de salaires. Cette boucle prix-salaires s'est maintenue et a en partie transformé la poussée inflationniste exogène due à la hausse des coûts en une inflation endogène tirée par la demande. Les salaires nominaux ont ainsi crû de 9,75% entre janvier 2022 et avril 2025, alors qu'ils n'avaient

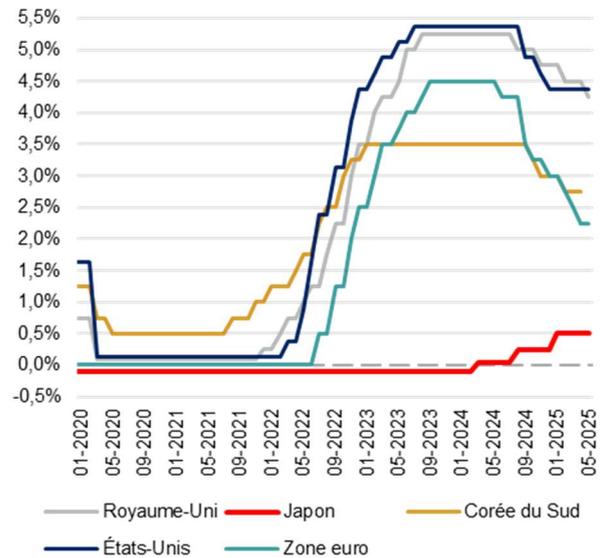
<sup>1</sup> À l'occasion des crises économiques et financières de 1997 et 2008, puis en conséquence d'une hausse de la TVA, en 2014.

quasiment pas augmenté depuis le début des années 1990<sup>2</sup>, et l'inflation annuelle, qui n'est pas passée sous la cible de 2% depuis avril 2022, atteignait encore 3,5% en avril 2025.

**Graphique 5 – Taux d'inflation en glissement annuel**



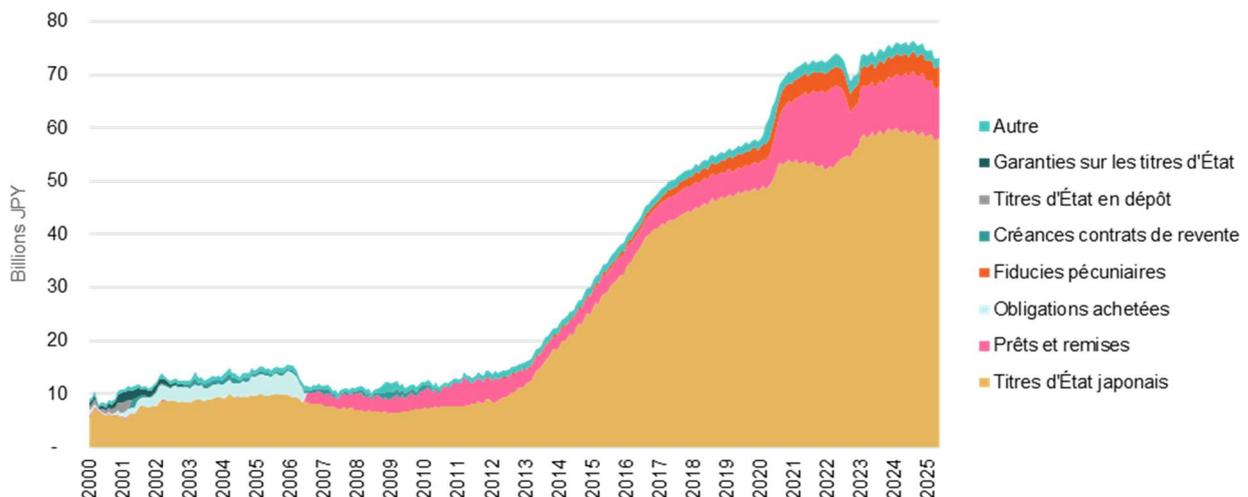
**Graphique 6 – Taux directeurs de banques centrales**



Source : Banque des règlements internationaux (BRI).

Dès décembre 2022, elle avait relâché son contrôle sur la courbe des taux souverains, en doublant notamment l'intervalle de fluctuation des taux obligataires à dix ans. Et à de 2024, elle a commencé à réduire sa participation au marché obligataire : tout en continuant d'acquérir des obligations d'État, elle a diminué ses acquisitions à un rythme de 400 Mds de yens par trimestre, qui correspondra à une réduction de ses achats de moitié entre août 2024 et mars 2026, pour atteindre 3 000 Mds de yens par trimestre<sup>3</sup>. Le bilan de la Banque du Japon devrait ainsi être réduit de 8% entre son niveau de mars 2024 et celui de mars 2026<sup>4</sup>.

**Graphique 7 – Actifs de la Banque du Japon (milliers de milliards de JPY)**



Source : Banque du Japon.

<sup>2</sup> Données E-Stat, calculs GSA.

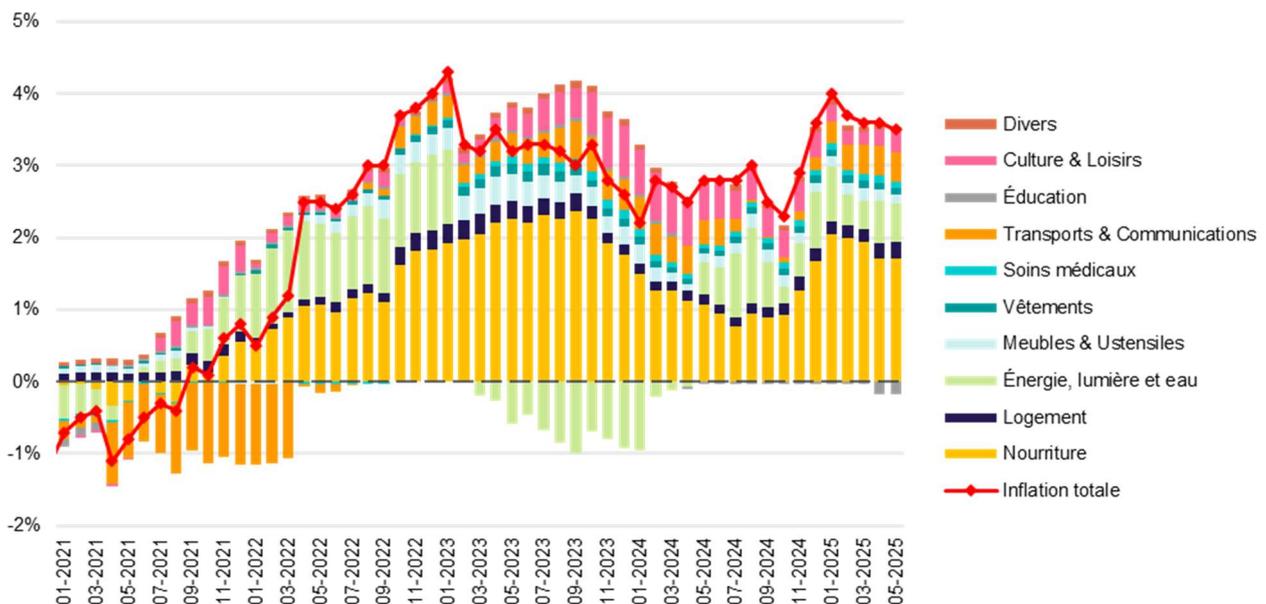
<sup>3</sup> Japan's Bond Chaos Heralds More Volatility in Global Markets, *Bloomberg*, 16/06/2025.

<sup>4</sup> Japan's fiscal woes put BOJ bond taper plans to test, *Reuters*, 15/05/2025.

**La réduction du bilan de la Banque du Japon, qui détient 52% des obligations souveraines japonaises, entraîne une réduction de la demande sur le marché, qui doit être compensée par d'autres acteurs pour stabiliser le niveau des taux.** Néanmoins, les banques et, en particulier, les fonds d'assurance-vie, ont aussi eu tendance à réduire leur détention d'obligations à long terme<sup>5</sup>. La chute du prix des obligations d'État à long terme<sup>6</sup> a entraîné une augmentation significative des pertes latentes des assureurs et des banques. Le regain de volatilité du marché obligataire japonais a donc poussé les banques et les assureurs à réduire leur exposition. En outre, la hausse soudaine et forte des rendements des obligations japonaises à long terme, en compliquant l'anticipation du niveau où se stabilisera le marché, a aussi contribué à limiter l'intervention de « hedge funds » étrangers, qui compensent, en temps normal, les insuffisances de demande sur les marchés financiers pour profiter de la sous-évaluation des actifs.

**Le moindre appétit simultané de la banque centrale, des banques privées et des fonds d'assurance-vie a ainsi pesé sur la demande d'obligations à long terme,** au point de mener à l'échec d'une adjudication d'obligations d'État à vingt ans, le 20 mai 2025. Une adjudication d'obligations à 40 ans a ensuite été accueillie par la demande la plus faible depuis dix mois le 28 mai. Pour combler ce déficit de demande pour les obligations d'État japonaises, le ministère des Finances a annoncé la réduction à venir de ses émissions obligataires à très long terme au profit de maturités plus courtes.

**Graphique 8 – Décomposition de l'inflation japonaise (glissement annuel)**



Source : Statistics of Japan, calculs GSA.

### 1.3. La hausse de l'inflation, en pesant sur le pouvoir d'achat des consommateurs japonais, a créé de la volatilité sur les marchés financiers

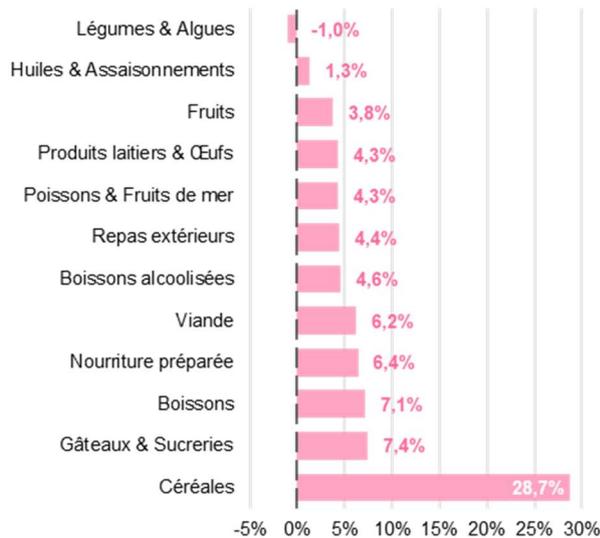
**Cette montée de l'inflation a contribué à accroître les tensions au sein des entreprises japonaises. Les marchés financiers se sont inquiétés donc de la pression exercée sur le gouvernement pour qu'il protège le pouvoir d'achat des ménages, aux dépens de l'équilibre budgétaire.** Même si les salaires nominaux sont durablement en hausse pour la première fois depuis trente ans, ces augmentations sont restées inférieures à l'inflation, au point que **les salaires réels ont diminué de 6,5% entre janvier 2022 et avril 2025**. Les hausses de prix touchent particulièrement la nourriture, et notamment les céréales (dont le riz, qui représente un cinquième de l'apport calorique moyen de la population japonaise), dont les prix ont augmenté de 28,7% en un an. Dans ce contexte d'inquiétude face à la montée rapide des prix par rapport à

<sup>5</sup> Japan's Nippon Life Insurance Says Unrealized Bond Losses Tripled, *Bloomberg*, 23/05/2025.

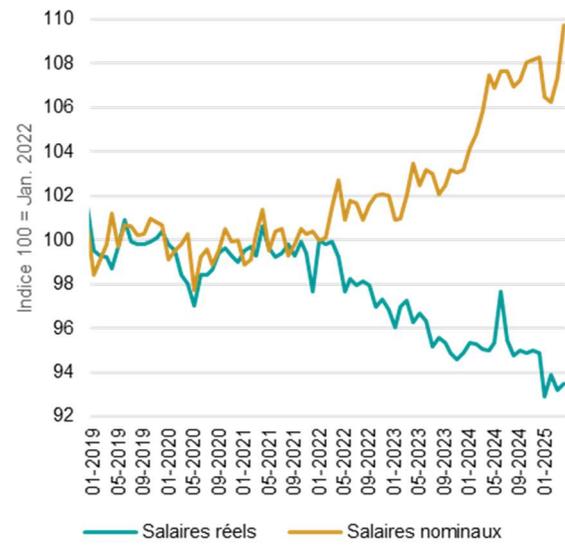
<sup>6</sup> Une augmentation du rendement d'une obligation correspond à diminution de son prix.

la vitesse d'ajustement des salaires, l'opposition et la majorité parlementaires exercent une pression sur le gouvernement japonais pour obtenir une diminution des taxes sur la consommation, avant les élections de la chambre haute qui auront lieu en juillet 2025. **Dans ce contexte politico-budgétaire tendu, la comparaison faite par le premier ministre entre l'état des finances publiques japonaises et celles de la Grèce en 2012, en même temps que la promesse d'une augmentation des allocations aux ménages et aux familles d'un montant de 0,5% du PIB, ont accentué l'inquiétude des marchés financiers et contribué à la hausse des rendements obligataires, en mai et juin 2025.**

**Graphique 9 – Inflation alimentaire**  
(mai 2025, glissement annuel)



**Graphique 10 – Évolution des salaires nominaux et réels au Japon**

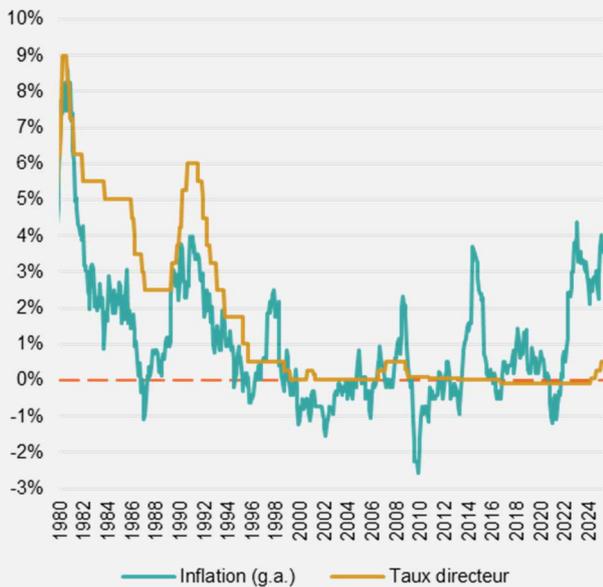


Source : *Statistics of Japan, calculs GSA.*

**Encadré : Les conséquences de la « décennie perdue » sur les politiques économiques nippones**

La faible inflation des trois dernières décennies, les taux d'intérêt bas et la politique monétaire menée par la Banque du Japon sont des conséquences de long terme des crises économique-financières qui ont frappé le Japon dans les années 1990. L'accord du Plaza de 1985, qui visait à corriger l'appréciation du dollar des États-Unis consécutive au second choc pétrolier (1979) en dépréciant les grandes devises internationales, en particulier le yen et le mark, par rapport au dollar, a provoqué une forte appréciation du yen. La politique de taux bas adoptée par la Banque du Japon pour freiner l'appréciation du yen, combinée à la déréglementation financière des années 1980, a ensuite favorisé l'émergence d'une bulle spéculative, dont l'éclatement a entraîné l'économie japonaise dans une crise financière et économique, en 1991. Celle-ci a correspondu avec le début d'une période prolongée de désendettement du secteur privé, qui a pesé sur la croissance économique, la consommation et les investissements privés et entraînant, par suite, des pressions déflationnistes dès les années 1990, entretenues par de faibles perspectives de croissance de l'emploi et des salaires. Le ralentissement de l'inflation, dans les années 1990, puis la déflation des années 2000, combinées au ralentissement économique, ont pesé sur les capacités de remboursement des entreprises, freinant d'autant plus l'activité.

**Graphique 11 – Inflation (glissement annuel) et taux directeur à long terme, au Japon**



**Graphique 12 – Taux de change du yen japonais**



Source : Banque des règlements internationaux (BRI).

**Pour contrer les risques de déflation et tenter de relancer le modèle exportateur japonais en offrant à ses entreprises un avantage de compétitivité prix par la dépréciation du yen, la Banque du Japon a adopté une politique de taux proches de zéro dès 1995.** Cette politique monétaire expansionniste s'est donc rapidement heurtée au « plancher du taux zéro », en-deçà duquel la banque centrale ne peut pas durablement abaisser son taux d'intérêt, la faiblesse de l'inflation ne permettant pas de réduire suffisamment les taux d'intérêt réels. Cette politique monétaire, menée quasiment sans discontinuité depuis le milieu des années 1990, a compliqué l'accès au financement d'un grand nombre d'entreprises saines et pesé sur la croissance japonaise, en poussant les banques japonaises à financer des « entreprises zombies », c'est-à-dire peu productives mais bénéficiant de taux d'intérêt bas pour se refinancer et se maintenir en vie.

À partir de son élection en 2012, le premier ministre Shinzo Abe a conduit une politique économique inspirée des travaux de Koichi Hamada (professeur d'économie à l'université de Yale) et d'Etsuro Honda (directeur de l'Institut de recherche des politiques publiques du ministère des Finances) reposant sur trois piliers : une politique monétaire très accommodante ; une politique fiscale flexible ; des réformes structurelles visant à créer un choc d'offre (notamment en augmentant le taux de participation au marché du travail).

#### 1.4. La montée des taux pourrait réduire l'excédent courant permis jusqu'ici par les revenus primaires récurrents générés par les IDE

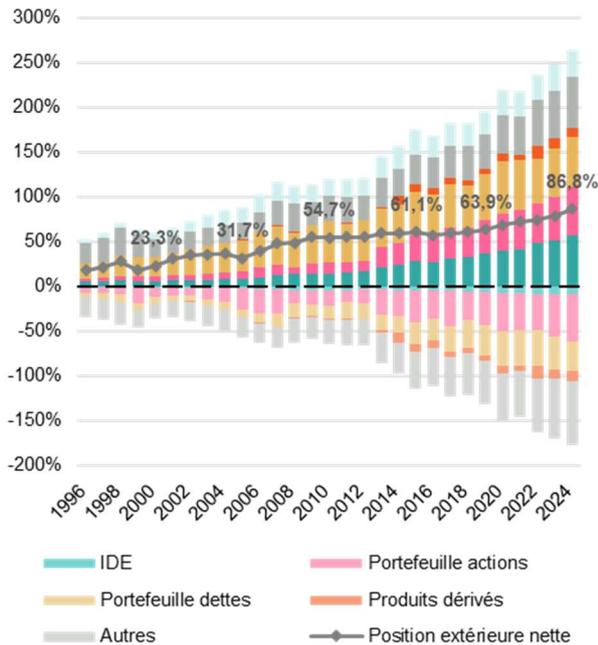
**Grâce à la compétitivité de ses exportations, jusqu'au début des années 2010, puis à l'écart entre les taux d'intérêt domestiques et étrangers, l'économie japonaise a bâti une position extérieure largement excédentaire, qui génère des revenus primaires suffisamment importants pour compenser le déficit de son secteur exportateur depuis le début des années 2010.** La balance commerciale japonaise est en effet désormais légèrement négative, pour quatre raisons :

- Le Japon étant dans une phase avancée du vieillissement démographique, la composition de sa population, c'est-à-dire l'augmentation de la part des seniors, augmentent le taux de consommation, donc d'importations, et diminue le taux d'épargne, donc la capacité d'investissement dans les industries d'exportation ;
- Les entreprises japonaises ont délocalisé une partie de leur production à l'étranger, ce qui génère certes des revenus primaires liés à leurs investissements, mais réduit leur capacité de production domestique exportable ;
- L'augmentation des recettes d'investissement offre à la population des revenus supplémentaires qu'elle peut utiliser pour importer des produits qui ne sont pas produits domestiquement ;
- Depuis la destruction de la centrale nucléaire de Fukushima et l'arrêt (progressivement relancé) du programme nucléaire japonais, le Japon a significativement augmenté ses importations énergétiques – le redémarrage progressif des centrales nucléaires, depuis 2015, pourrait néanmoins ramener la balance commerciale à des niveaux excédentaires).

**Cette dégradation de la balance commerciale est compensée par l'augmentation des revenus primaires, qui maintient l'excédent de la balance courante autour de 3 à 4% du PIB.** L'élargissement de l'excédent des revenus primaires résulte d'une augmentation des recettes issues de la croissance de la position extérieure nette (PEN), qui fait du Japon le deuxième créancier mondial, derrière l'Allemagne. Ces revenus sont principalement constitués de revenus d'investissement, portés par le « privilège exorbitant » que confère aux investisseurs japonais l'écart durable des taux d'intérêt domestiques avec les taux étrangers, et en particulier des États-Unis. Cet écart leur permet d'emprunter à taux bas sur les marchés domestiques du crédit, pour investir à des taux plus élevés à l'étranger. Cette stratégie dite de « *carry trade* » est d'autant plus efficace que l'écart de taux est élevé et que le taux de change est stable (ou que la monnaie domestique se déprécie).

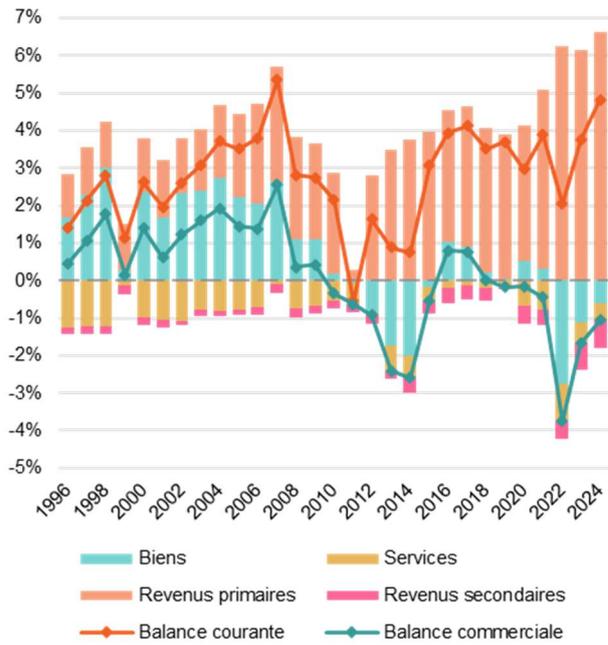
**Mais la montée des taux d'intérêt est susceptible de désinciter des investisseurs à suivre de telles stratégies, et plus généralement à moins investir en dehors du Japon, et ainsi conduire à une dégradation des comptes extérieurs du pays.**

**Graphique 13 – Position extérieure du Japon**  
(% du PIB)



Source : FMI, calculs GSA.

**Graphique 14 – Balance courante du Japon**  
(% du PIB)



Source : Ministère des Finances du Japon, calculs GSA.

## 1.5. Une hausse durable des taux d'intérêt pourrait favoriser l'investissement domestique et les salaires

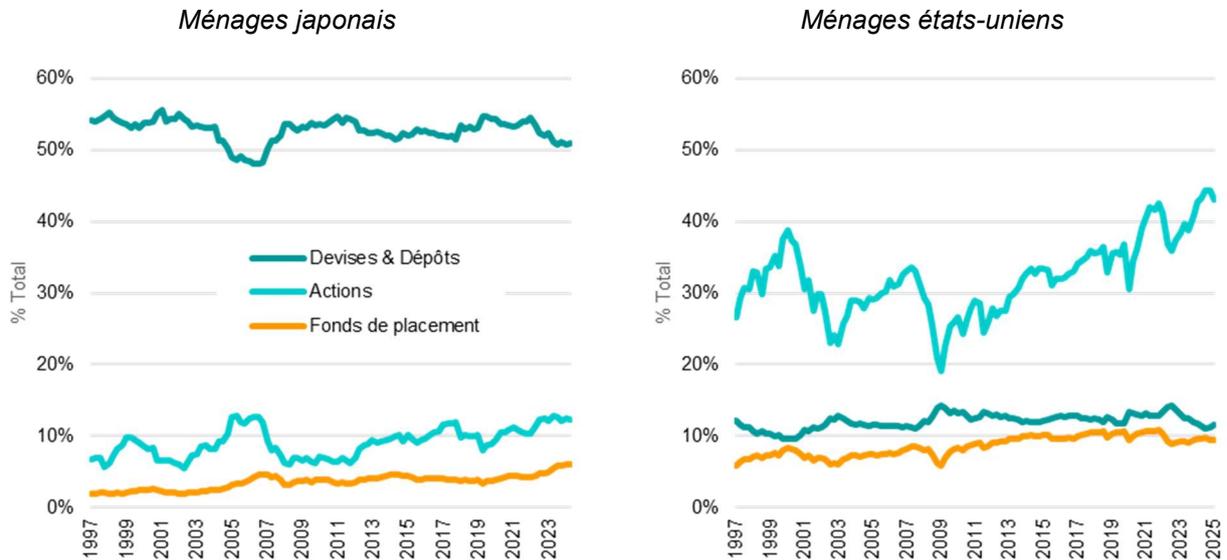
**L'économie japonaise connaît de l'inflation pour la quatrième année consécutive, des hausses de salaire pour la troisième année consécutive et des hausses de taux d'intérêt pour la deuxième année consécutive, alors que tous ces indicateurs restaient structurellement proches de zéro depuis plus de deux décennies.** Un cycle durable pourrait être entretenu par la conjonction d'une boucle prix-salaire stable, un retour de l'investissement vers des actifs plus risqués et à rendements plus élevés, et un regain de la productivité. Les hausses de revenus provoquées par l'augmentation des prix se répercutent déjà sur les salaires nominaux, qui se répercutent à leur tour sur les coûts des entreprises, qui ajustent leurs prix en conséquence. Néanmoins, une boucle prix-salaires stable et durable nécessitera une augmentation des salaires réels, c'est-à-dire une hausse de la productivité, pour alimenter une augmentation des dépenses de consommation, alors que les hausses de salaires sont encore moins rapides que l'inflation. Les comportements d'épargne et d'investissement des ménages japonais pourraient également connaître des modifications, en conséquence du retour de l'inflation, qui réduit le pouvoir d'achat de la monnaie, et de la fin de la pression à la baisse exercée par la banque centrale sur les taux d'intérêt. Si l'inflation et l'environnement de taux d'intérêt positifs devaient se maintenir, deux tendances pourraient se dégager :

- Un transfert de l'épargne vers des investissements productifs et actifs plus risqués, notamment les actions et l'immobilier, pour résister à l'inflation ;
- Un transfert d'une partie de l'épargne vers la consommation, qui devient plus rationnelle que la détention de liquidités et de dépôts, dont la valeur diminue avec le temps, dans un environnement de hausse des prix.

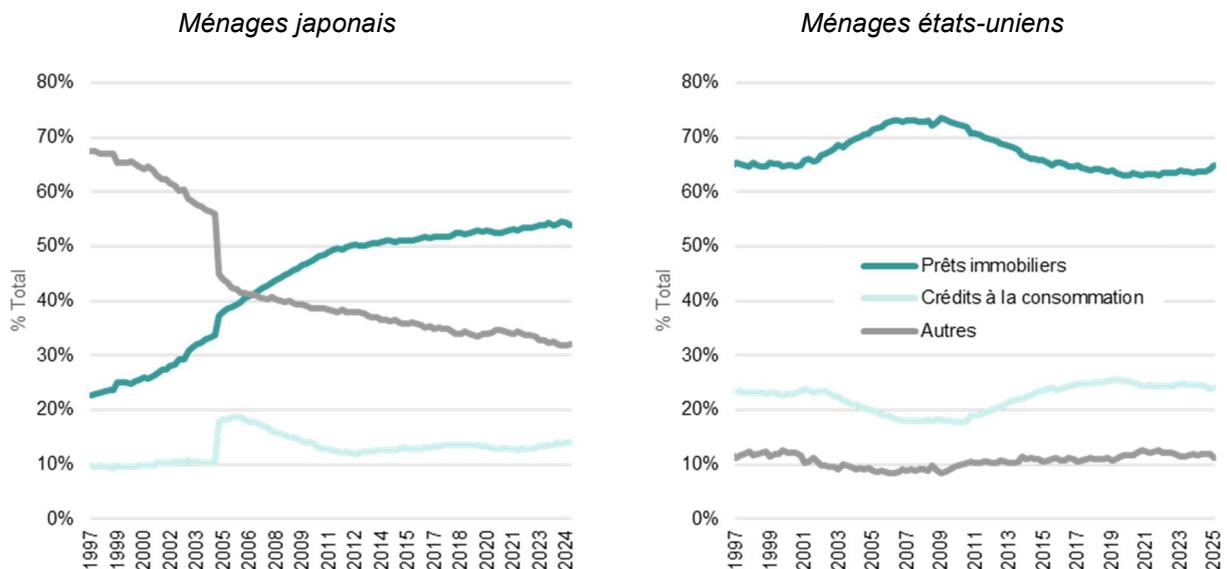
Depuis 2022, des signes d'investissement dans les nouvelles technologies numériques pour faire face à la pénurie de main-d'œuvre provoqué par le déclin démographique sont visibles. Le deuxième poste d'investissements en capital est passé, depuis 2022, de « maintenance et réparation des équipements existants », c'est-à-dire un simple maintien des capacités existantes, à « investissement dans les technologies

numériques ». Dans le même temps, les investissements dans les logiciels ont augmenté, depuis 2021<sup>7</sup>, alors que les entreprises japonaises n'ont pas connu, dans le même temps, d'augmentation des pénuries d'installations et d'équipements, ce qui suggère qu'elles cherchent à investir dans les technologies numériques pour faire face à une pénurie de main d'œuvre, en augmentant leur productivité.

**Graphique 15.A – Comparaison des actifs financiers des ménages japonais et états-uniens**



**Graphique 15.B – Comparaison des passifs financiers des ménages japonais et états-uniens**



Source : Banque du Japon, Réserve fédérale des États-Unis, calculs GSA.

<sup>7</sup> The Japanese Economy Sheds its Skin, *Nomura Connects*, 22/05/2025.

## 2. Un modèle d'endettement public mis à mal par la montée des taux d'intérêt

### 2.1. Un déficit structurel creusé par le vieillissement démographique, mais partiellement compensé par une forme de *carry trade* public

**Le déficit public japonais est essentiellement le fait du déficit structurel du système de sécurité sociale.** En raison de la précocité du vieillissement démographique au Japon, où le taux de fertilité est inférieur au seuil de renouvellement des générations (environ 2,1 enfants par femme) depuis le milieu des années 1970, les dépenses de sécurité sociale sont inférieures à leurs recettes et pèsent sur les dépenses publiques. Le déficit public primaire annuel représentait en moyenne 5,1% du PIB, entre 1998 et 2024, soit moins que le déficit moyen du système de sécurité sociale sur cette période. Autrement dit, si les comptes de la sécurité sociale avaient été à l'équilibre, l'État japonais aurait connu un excédent primaire au cours du quart de siècle passé. Le Japon a ainsi accumulé la dette publique la plus importante des économies développées, en part de son PIB, soit entre 237 et 270% de son PIB en 2024, selon le mode de calcul<sup>8</sup>.

**L'augmentation spectaculaire de la dette publique japonaise est le résultat d'un modèle d'endettement particulier, essentiellement souscrit auprès d'investisseurs domestiques et dont la soutenabilité repose sur les actifs acquis par l'État et les agents publics qui peuvent apparaître comme la contrepartie de la dette accumulée et génèrent un rendement moyen supérieur à celui auquel l'État s'endette, compensant partiellement la hausse de l'endettement.** L'État japonais a par exemple préservé les réserves financières de la sécurité sociale, et a préféré émettre des obligations pour financer le déficit structurel qu'elle connaît depuis les années 1990. Parallèlement, ces réserves ont été en grande partie investies dans des actifs risqués et à haut rendement, comme des actions ou des obligations étrangères, notamment dans la continuité des réformes économiques menées par le premier ministre Shinzo Abe. Ces réserves sont ainsi passées de 36 à 60% du PIB entre 1997 et 2023<sup>9</sup>. **Au deuxième trimestre 2024, l'État japonais détenait des actifs totalisant 192% du PIB, la dette publique « nette » du Japon atteignant ainsi 78% du PIB<sup>10</sup>.** Une part importante de ces actifs est investie dans des actifs à haut rendement (actions nationales ou étrangères, obligations étrangères), tandis que les engagements de l'État étaient principalement constitués d'instruments à faible rendement (réserves bancaires, obligations d'État). Même si la position nette de l'État est débitrice, les rendements élevés de ses actifs risqués dépassent ainsi les coûts de financement de l'État, générant un rendement positif pour le bilan du Japon. Cet écart entre les rendements des actifs et des passifs explique pourquoi le passif net du Japon a augmenté à un rythme plus lent que sa dette publique totale. Entre 2012 et 2023, l'actif de l'État est passé de 130,1 à 181,3% du PIB (+ 51,2 pp), tandis que la dette publique n'augmentait que de 248,5 à 275,6% du PIB (+ 27,1 pp)<sup>11</sup>.

### 2.2. La dette publique japonaise est faiblement exposée aux risques de marché à court terme, mais elle l'est davantage à moyen terme

**Malgré son importance, peu de risques pèsent sur la dette publique japonaise à court terme.** D'une part, l'ensemble de la dette publique est émis en yens, ce qui exempte théoriquement l'État du risque de défaut de paiement, puisqu'il a la main sur la création monétaire, comme l'importante détention d'obligations d'État par la banque centrale en fait la démonstration. En outre, la dette publique japonaise est peu exposée aux investisseurs étrangers, qui n'en détiennent que 12%. De plus, le regain d'inflation qu'a connu l'économie japonaise depuis 2022 après trois décennies de stabilité des prix, a permis aux finances publiques de connaître un déficit moins important en 2024, en raison d'une augmentation des recettes fiscales, et a

<sup>8</sup> Le Fonds monétaire international (FMI) estime la dette publique totale du Japon à 236,7% du PIB, en 2024, tandis que les économistes de la Réserve fédérale de St Louis l'estiment à 270% du PIB, dans un document de travail intitulé « *What about Japan?* ».

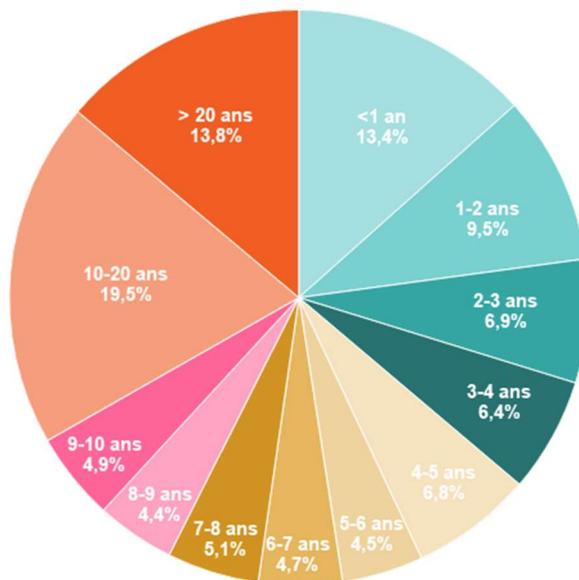
<sup>9</sup> *Why Is Japan's Government Debt So High?*, Federal Reserve Bank of Saint Louis, 01/04/2025.

<sup>10</sup> *What about Japan?*, Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper 2023-028C, juillet 2024.

<sup>11</sup> *What about Japan?*, Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper 2023-028C, juillet 2024.

mécaniquement réduit le ratio de dette publique sur PIB, passé de 236,4% en 2019 à 234,9% en 2025, selon le FMI.

**Graphique 16 – Maturités des obligations d'État japonaises** (part dans les obligations totales)



Source : Ministère des Finances du Japon, calculs GSA.

À moyen terme, peu de signes laissent présager une diminution des dépenses publiques, alors que la fin de la politique monétaire expansionniste de la banque centrale et le resserrement entre les taux d'intérêt domestiques et étrangers limiteront les effets des stratégies de *carry trade* (emprunter à taux bas pour investir à taux élevé) menées par les pouvoirs publics, qui permettent encore d'entretenir la soutenabilité de la dette publique. Sauf à mener un changement profond de politique publique, le déficit public devrait continuer de s'élargir, pour au moins trois raisons : 1/ les seniors continuent d'occuper une part de plus en plus importante dans la population, ce qui entraîne une augmentation des dépenses de sécurité sociale en raison du soutien apporté par les dépenses publiques aux cotisations d'assurance maladie, aux soins et aux retraites, les recettes des primes d'assurance étant insuffisantes ; 2/ la montée des tensions géopolitiques et les pressions exercées par les États-Unis poussent à une augmentation des dépenses militaires japonaises ; 3/ le gouvernement a récemment étendu diverses aides financières à destination des familles, en assurant notamment la gratuité de l'éducation préscolaire, du lycée et de la garde des enfants pour les familles, ainsi que la gratuité des frais d'université pour les enfants de familles nombreuses.

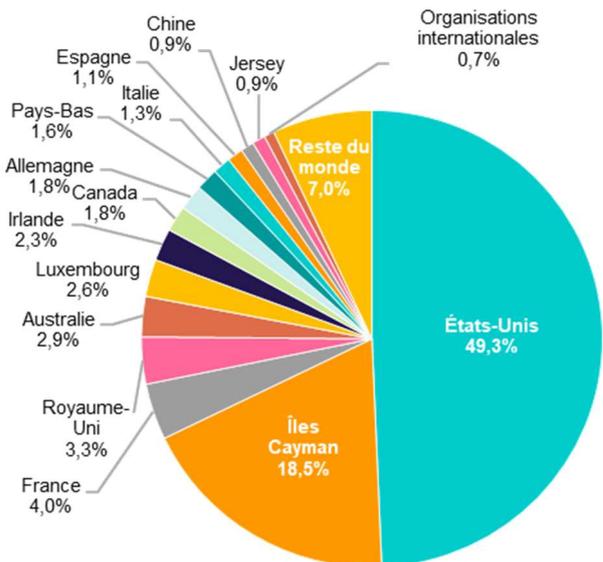
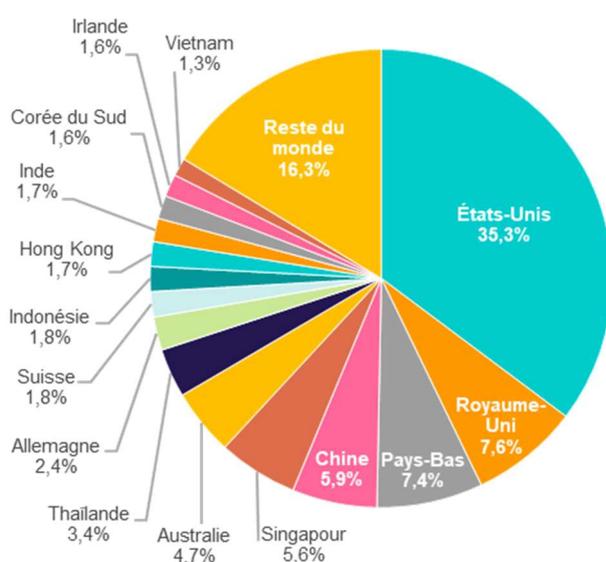
### 3. Les économies ayant bénéficié des investissements japonais pourraient pâtir de la montée des taux nippons

Le Japon, avec sa position extérieure nette de 3 494 Mds de dollars des États-Unis en 2024, est le deuxième crédeur mondial, derrière l'Allemagne. Or, l'augmentation des rendements obligataires domestiques pourrait pousser les investisseurs japonais à rapatrier leurs fonds, ce qui risquerait de déstabiliser les marchés les plus dépendants aux flux de capitaux japonais. Si les investissements directs à l'étranger japonais sont très majoritairement tournés vers les États-Unis et l'Europe (respectivement 36,4% et 26,6% des IDE du Japon, fin 2024), ce sont essentiellement les économies d'Asie et d'Océanie qui sont le plus exposées aux investisseurs japonais (cf. graphique 17). En Asie, le Japon représente plus d'un dixième des IDE totaux dans quatre pays : la Thaïlande (21,8%), les Philippines (13,9%), la Corée du Sud (12,8%) et l'Indonésie (12,6%) ; et dans économies océaniques : l'Australie (12,4%) et les îles Samoa (11,5%). Les IDE sont néanmoins structurellement relativement stables, puisqu'ils impliquent des prises de participation dans des entreprises locales qui appellent des financements de long terme. Mais une augmentation durable des taux d'intérêt japonais et un redémarrage de la croissance de la productivité pourrait réduire ces flux d'investissement à moyen terme.

Les investissements de portefeuille par des investisseurs japonais, c'est-à-dire l'acquisition de titres financiers, sont plus volatils et peuvent davantage subir des changements de tendance rapides à court terme. Ils concernent essentiellement des économies avancées d'Amérique du Nord, d'Amérique latine et d'Europe (qui représentent respectivement 51,1%, 16,6% et 21,6% du total). L'Inde (où les positions japonaises représentent 11% des investissements de portefeuille totaux), l'Australie (8,1%), la Malaisie (4,8%) et la Nouvelle-Zélande (4,7%) font partie des économies les plus exposées à un retrait des investisseurs japonais, comme la plupart des économies avancées d'Europe de l'Ouest. L'importance du Japon dans les stocks d'investissements de portefeuille des États-Unis (6,6%) est aussi à souligner. Néanmoins, aucune forme de rapatriement de fonds n'est visible à ce stade : la position extérieure nette du Japon s'est même accrue de 7 500 Mds de yens, soit un peu plus de 1,4% du total, entre début mars et fin mai 2025, même si cette réaction des investisseurs japonais est en partie due à l'appréciation récente du yen (4,4% par rapport au dollar des États-Unis, entre début mars et la mi-juin).

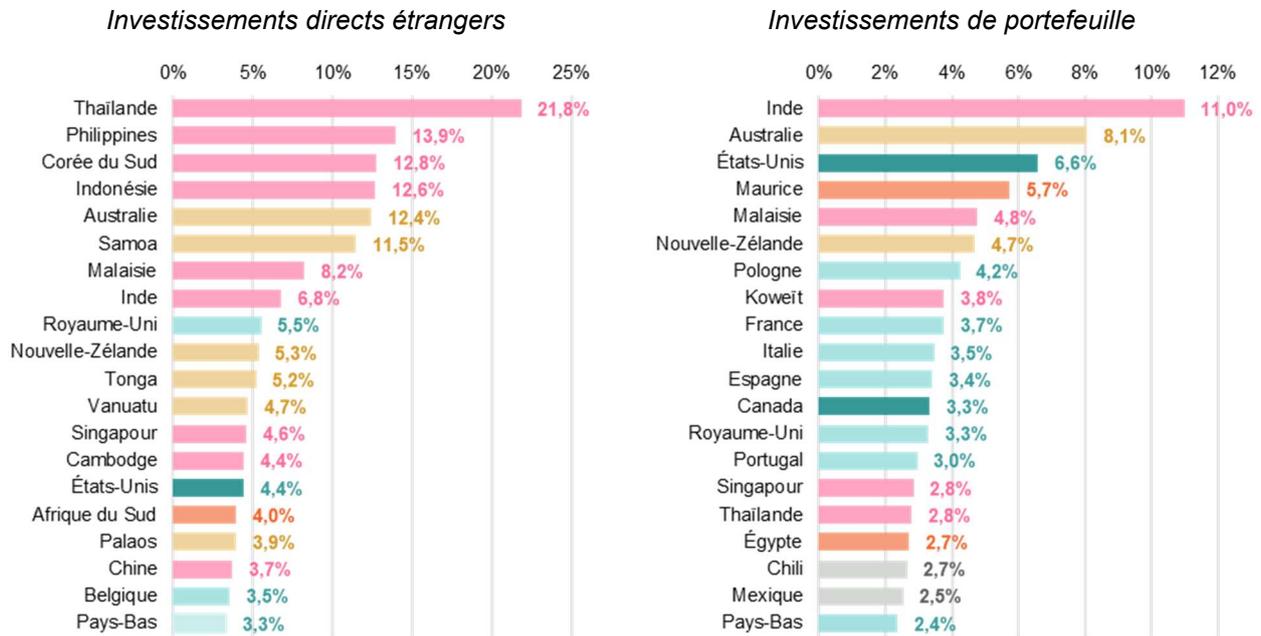
Graphique 17 – Stocks d'IDE du Japon (fin 2024)

Graphique 18 – Investissements de portefeuille du Japon (fin 2024)



Source : Ministère des Finances du Japon.

### Graphique 19 – Économies les plus sensibles aux retraits des investissements japonais (Part du Japon dans les stocks de passifs étrangers)



Sources : Ministère des Finances du Japon, FMI, Banque des règlements internationaux, calculs GSA.

Nota : Ces résultats sont obtenus à partir des données fournies en yens par le ministère des Finances du Japon, converties en dollars des États-Unis au taux de change de la fin 2024 (données de la Banque des règlements internationaux), puis comparées aux stocks de passifs financiers fournies dans les balances des paiements du Fonds monétaire international (FMI).