

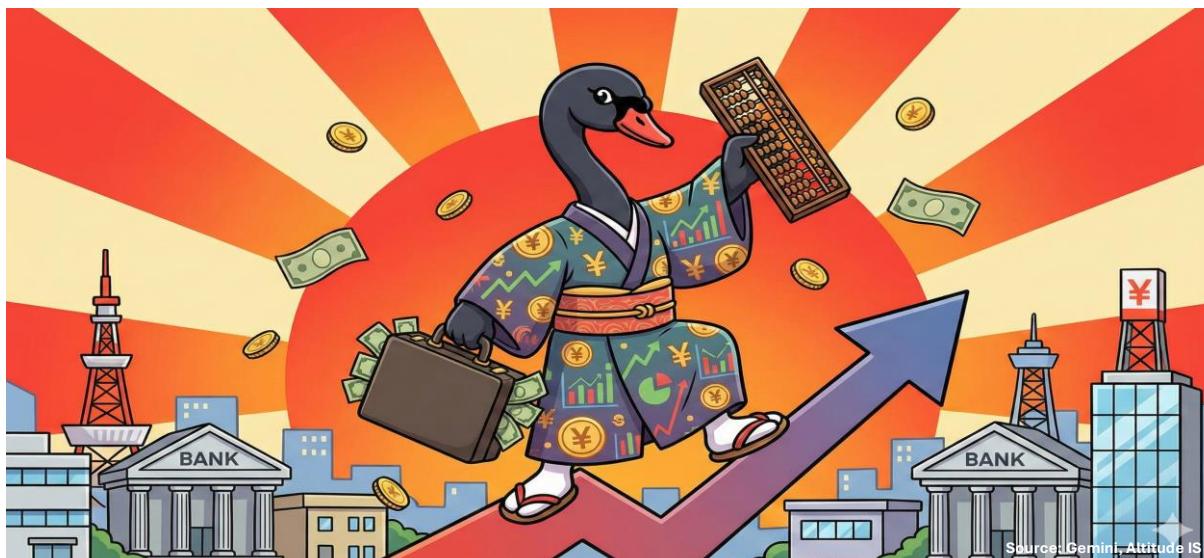
stratégie & thématiques

Le fleximadaire qui atteint des sommets - publication du 15 décembre 2025

"LE JAPON SERA-T-IL AU CŒUR DE LA PROCHAINE CRISE ?"

- Parmi les risques qui planent sur 2026, le cas du Japon est l'un des plus sérieux
- Les autorités jouent aux apprentis sorciers, notamment avec la charge de la dette
- Tôt ou tard, la monétisation devra être accélérée pour éviter un défaut de paiement
- Le recours à des mascottes kawaii pour attirer l'épargne ne suffira pas

DESSIN DE LA SEMAINE : "Le prochain cygne noir pourrait bien porter un kimono"



Source: Gemini, Altitude IS

ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

A l'approche de 2026, il est un sujet que les investisseurs devraient continuer à surveiller de très près : le Japon. Au pays du Soleil-Levant, les problématiques sont de plus en plus nombreuses, de plus en plus complexes et de plus en plus systémiques. Elles pourraient finir par générer de très fortes secousses sur les marchés financiers mondiaux, qu'il s'agisse des obligations, des actions ou des devises.

En août 2024, les investisseurs ont eu un aperçu des dégâts qu'une simple hausse des taux par la Banque du Japon pouvait causer à leur patrimoine. L'appréciation du yen qui en a résulté a induit des pertes pour tous les investisseurs qui avaient emprunté gratuitement en yens dans l'objectif d'investir ailleurs (carry trade), notamment en actions américaines. Ils n'ont eu d'autre choix que de vendre leurs actifs

en urgence pour rembourser leurs emprunts en yens, provoquant une chute des marchés mondiaux. **Cet épisode pourrait n'avoir été qu'une répétition générale d'un choc plus dommageable, car le Japon est confronté à une liste croissante de défis.**

- **Sur le plan géopolitique**, l'archipel se trouve en première ligne dans une zone sous haute tension. La proximité géographique avec Taïwan et les ambitions chinoises, couplées à l'imprévisibilité nord-coréenne, forcent Tokyo à une remilitarisation historique. Cette situation accroît non seulement les dépenses de l'État, mais expose aussi les marchés japonais à une prime de risque croissante en cas d'escalade régionale. Récemment, en laissant entendre que son pays pourrait intervenir militairement en cas d'attaque contre Taïwan, **la Première ministre japonaise a ravivé les tensions avec Pékin**. Il n'en fallait pas davantage pour que la Chine multiplie les mesures de rétorsion contre le Japon, notamment en suspendant les voyages touristiques et les achats de produits de la mer.
- **Sur le plan démographique**, le vieillissement accéléré de la population et la contraction de la main-d'œuvre freinent la croissance potentielle et pèsent sur la consommation intérieure. Pour combler la pénurie de main-d'œuvre dans les domaines critiques, le Japon doit réussir la prouesse de remplacer le capital humain manquant par du capital technologique. L'enjeu est de maintenir la dynamique de production grâce à une robotisation massive, tout en brisant le tabou historique de l'immigration. Sans cette transformation radicale, **le pays risque de voir son système de protection sociale s'effondrer sous le poids des dépenses de santé et de retraite**, que la population active n'est plus en mesure de financer.
- **Sur le plan économique, le pays vient à nouveau d'entrer en récession**. Le produit intérieur brut s'est contracté de 0.6% au troisième trimestre (cf. Fig. 2). Les investissements des entreprises ont très lourdement reculé, tandis que les exportations ont clairement manqué de dynamisme (cf. Fig. 3). La consommation des ménages et les dépenses publiques sont venues contribuer à la croissance mais cela n'a pas suffi. Ce ralentissement place le gouvernement face à une équation impossible : comment relancer la machine sans creuser davantage le déficit ?

Fig. 2 – Croissance du PIB japonais

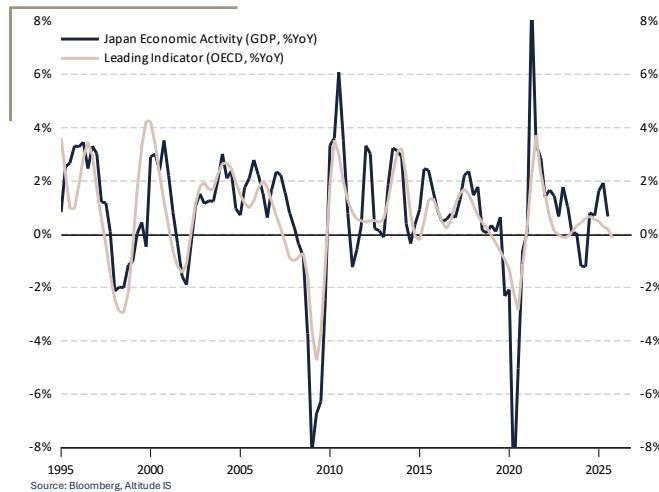
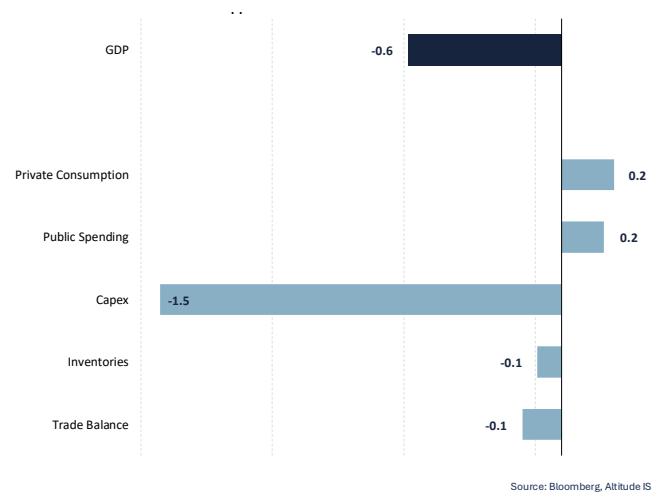


Fig. 3 – Contribution à la croissance du PIB



- **Sur le plan budgétaire**, la dette publique représente 230% du PIB. Il s'agit d'une véritable épée de Damoclès, sachant que ces emprunts sont de moins en moins financés par les Japonais mais de plus en plus par la BoJ. En l'absence de souscripteurs privés pour les JGBs, la banque centrale est contrainte de se positionner comme acheteur en dernier ressort. Tant que les taux étaient nuls, le coût de cette dette semblait indolore, mais dans un environnement de taux normalisés, **le service de la dette est en train d'exploser**. Il est devenu l'un des premiers postes de dépenses de l'Etat.

- **Sur le plan monétaire, la Banque du Japon** est enfermée dans un dilemme. D'un côté, elle doit continuer de monter ses taux directeurs (cf. Fig. 4) pour soutenir le yen et éviter l'importation d'inflation. De l'autre, elle doit le faire avec une extrême lenteur pour éviter de générer une trop forte montée des rendements (cf. Fig. 5) sous peine d'engendrer une dépréciation de la valeur des obligations souveraines détenues par les banques locales. Enfin et surtout, elle **doit parvenir à éviter le défaut de paiement de l'Etat japonais.**

Fig. 4 – Taux directeurs de la Bank of Japan

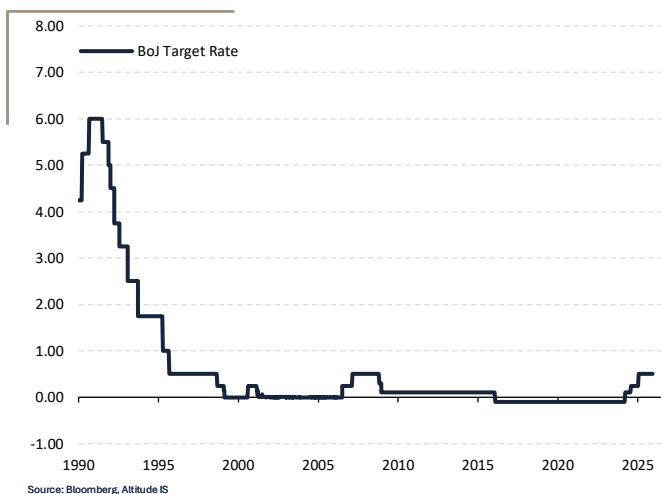
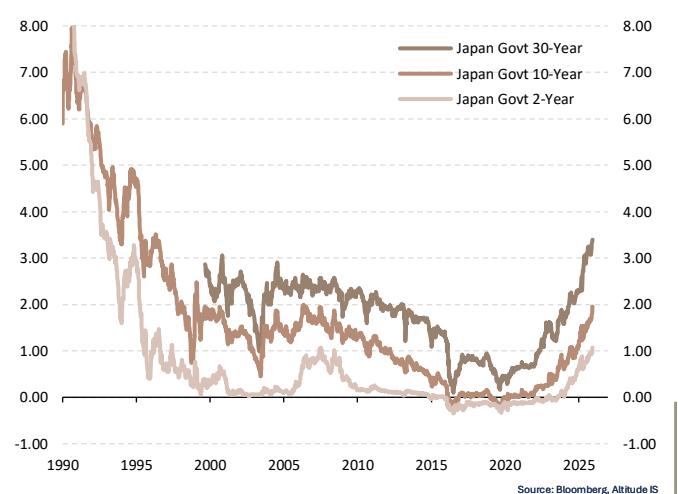


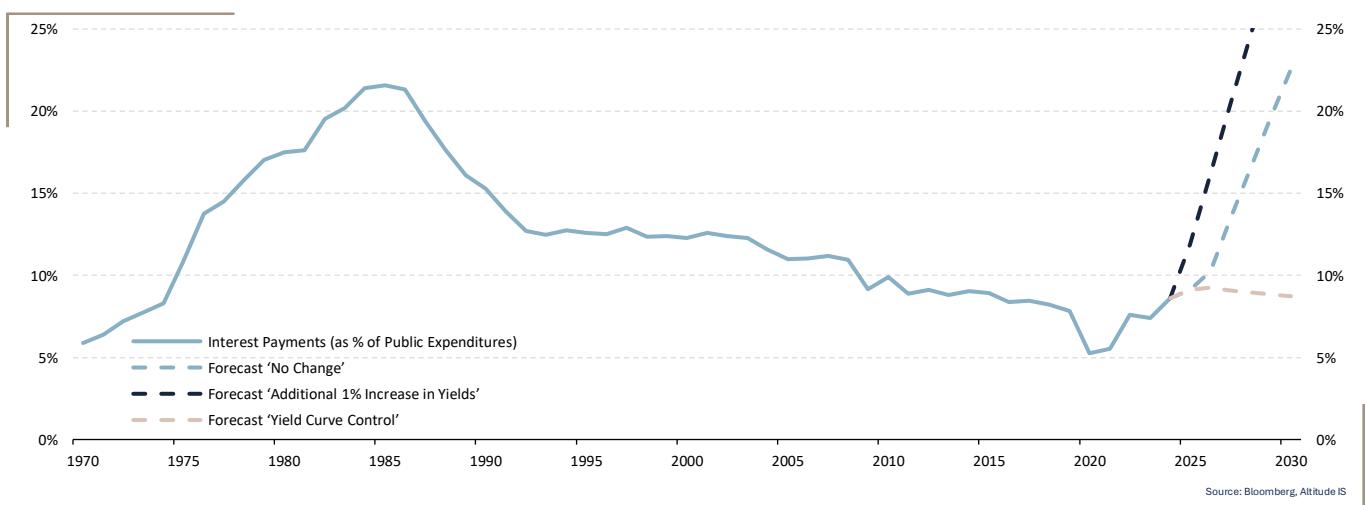
Fig. 5 – Rendement des obligations japonaises



La problématique japonaise peut se résumer ainsi. En se plongeant dans les méandres de la dette souveraine japonaise, il apparaît que la maturité moyenne est de 8.6 ans et que le taux d'intérêt moyen est de 0.9%. **De trois choses, l'une** (cf. Fig. 6) :

1. **Retour à la situation précédente (Yield Curve Control).** Si le rendement moyen restait inférieur à 1% et que la dette ne s'accroissait pas davantage, la charge d'intérêt pourrait rester soutenable. Selon cette hypothèse, l'Etat japonais devrait débourser 11'800 milliards de yens chaque année pour payer les intérêts de sa dette historique. C'est à peine plus qu'aujourd'hui et c'est le pari utopique que fait le gouvernement, celui d'une croissance modérée et de taux durablement bas.

Fig. 6 – Charges d'intérêt payées par le gouvernement japonais

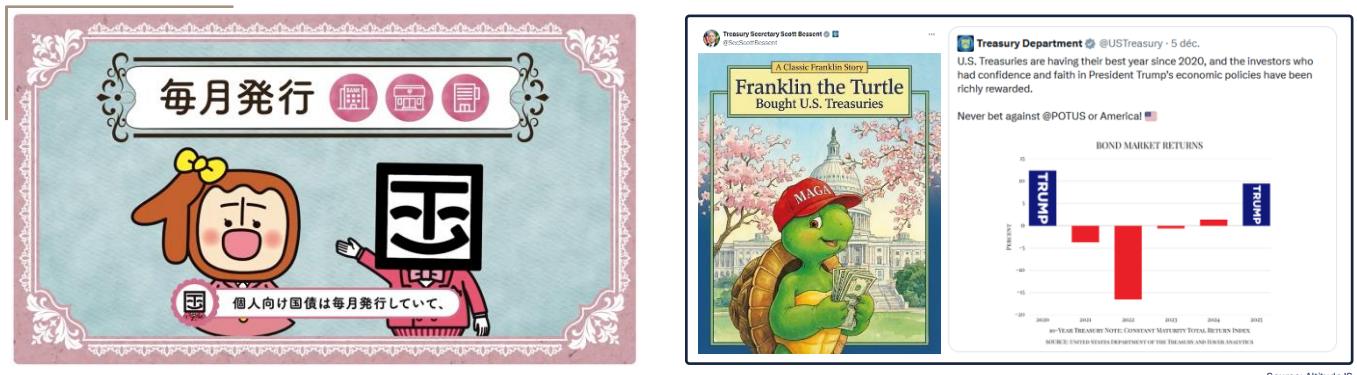


2. **Rien ne change par rapport à la situation actuelle.** Avec des rendements obligataires à 10 ans à 2%, la charge d'intérêt doublerait en l'espace de quatre ans, de manière à atteindre 35'400 milliards de yens annuellement. Elle représenterait plus du quart des dépenses, l'équivalent du budget de la sécurité sociale. Si rien n'est fait pour réagir, le Japon devra soit doubler sa TVA, soit couper drastiquement dans les pensions de retraite. Dans les deux cas, cela provoquerait une récession de grande ampleur.
3. **Aggravation de la situation (risque de défaut).** Dans un scénario où le taux moyen dépasserait 3%, la charge atteindrait 44'200 milliards de yens. Mathématiquement, la faillite serait inévitable. Les recettes fiscales totales du Japon avoisinant 70'000 milliards, plus de 60% des impôts des Japonais serviraient uniquement à payer les intérêts de la dette passée. Il ne resterait plus assez d'argent pour financer la police, l'armée, les routes ou les écoles sans réemprunter massivement... ce qui ferait encore monter les taux jusqu'à les entraîner dans une spirale mortelle.

Il apparaît clairement que ne rien faire ou laisser la situation se détériorer ne sont pas des options envisageables. Face à cette arithmétique implacable, les autorités japonaises seront contraintes de naviguer à vue entre le Scylla de la faillite et le Charybde de la monétisation de la dette. Comme toujours dans l'histoire de l'humanité et pour éviter un effondrement du système, elles opteront pour une forme de répression financière insidieuse, où les taux réels resteront profondément négatifs, de manière à "liquéfier" la dette. **Cela impliquera un interventionnisme accru de la Banque du Japon, condamnée à manipuler la courbe des taux pour garantir la solvabilité de l'État, sacrifiant sa signature et la valeur externe de la monnaie.**

Dès 2026, le Japon pourrait constituer un risque majeur pour les investisseurs internationaux. Le pays du Soleil-Levant étant l'un des plus grands créanciers de la planète, tout rapatriement massif de capitaux, en vue de financer les besoins domestiques et d'absorber les émissions de dette souveraine, provoquerait une onde de choc sur les marchés obligataires occidentaux en asséchant la liquidité et en poussant les taux longs à la hausse. Par ailleurs, la volatilité exacerbée du yen rendrait les marchés actions mondiaux vulnérables à des "flash crashes", notamment lorsque la BoJ tentera des ajustements techniques.

Fig. 7 – Propagande pour les obligations d'État, au Japon et aux États-Unis



Face à la saturation des bilans des banques centrales et à la moindre appétence des investisseurs étrangers, le Trésor japonais se tourne désespérément vers les particuliers pour attirer leur épargne. Pour l'instant, le gouvernement n'a pas encore modifié les lois pour les obliger à détenir de la dette publique. Il en est encore au stade de l'incitation, mais **ce phénomène de "retailisation" de la dette souveraine prend une tournure surréaliste.** Le très sérieux ministère des Finances a institutionnalisé l'infantilisation de l'investisseur à travers des campagnes marketing (cf. Fig. 7). Elles mettent en scène "Kokusai-sensei" (M. Obligation d'État), un personnage anthropomorphe en forme de parchemin à



lunettes, et son acolyte "Koko-chan", une figure rassurante destinée à expliquer aux ménages que financer le déficit abyssal du pays est un acte à la fois civique, sûr et convivial. L'objectif est clair : mobiliser l'épargne dormante des ménages pour freiner les achats de la Banque du Japon.

Les mêmes causes produisant les mêmes effets, il est intéressant de noter que les Américains sont en train de copier les outils de communication japonais. La forme diffère pour s'adapter à la culture américaine mais le fond reste identique. L'administration Trump s'appuie sur les réseaux sociaux et la "finfluencer economy" pour effectuer ce travail de propagande pour les Treasuries américains. On assiste à une prolifération de contenus viraux sur TikTok et X (Twitter), vantant les rendements à court terme comme de l'argent gratuit ("free money"). Ces plateformes relaient également que Donald Trump sécuriserait sa fortune en ayant accumulé plus de 180 millions de dollars d'obligations américaines depuis le 1^{er} janvier. De son côté, le secrétaire au Trésor, Scott Bessent vient d'utiliser "Franklin la Tortue", un personnage de dessin animé pour enfants, pour saluer la performance des obligations d'Etat cette année (cf. Fig. 7). Que la solvabilité des deux plus grandes puissances économiques mondiales dépende (en partie) de mascottes kawaii ou de tortues de dessin animé souligne la fragilité de l'équilibre entre l'offre et la demande de dette souveraine.

Conclusion :

Il devient impératif de couvrir systématiquement le risque de change sur les actifs japonais et de surveiller avec la plus grande vigilance les flux de capitaux institutionnels en direction et en provenance de Tokyo, car le prochain cygne noir pourrait bien porter un kimono.



RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2025 Year-to-Date (%)	2024 (%)	2023 (%)
Equities							
World (MSCI)	1 008.9	56.68	-0.2%	-0.1%	22.1%	18.0%	22.8%
USA (S&P 500)	6 827	53.12	-0.6%	-0.2%	17.5%	25.0%	26.3%
USA (Dow Jones)	48 458	61.96	1.1%	0.7%	15.8%	15.0%	16.2%
USA (Nasdaq)	23 195	49.16	-1.6%	-0.8%	20.9%	29.6%	44.7%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	602.2	57.20	0.0%	-0.8%	23.1%	10.2%	19.5%
UK (FTSE 100)	9 649	49.48	-0.2%	-2.4%	22.1%	9.6%	7.7%
Switzerland (SMI)	12 887	61.39	-0.4%	0.7%	14.7%	7.5%	7.1%
Japan (Nikkei)	50 168	56.55	0.7%	-0.4%	29.8%	21.3%	31.0%
Emerging (MSCI)	1 390	56.18	0.4%	-1.0%	32.8%	8.0%	10.2%
Brasil (IBOVESPA)	160 766	62.04	2.2%	2.0%	33.7%	-10.4%	22.3%
Mexico (IPC)	64 712	64.13	2.0%	1.4%	35.8%	-11.0%	22.4%
India (SENSEX)	85 225	55.40	-0.5%	1.0%	10.6%	9.6%	20.5%
China (CSI)	4 557	50.80	-0.1%	-1.3%	19.5%	18.2%	-9.1%
Com. Services (MSCI World)	162.9	49.91	-2.6%	1.4%	31.8%	31.9%	38.1%
Cons. Discretionary (MSCI World)	460.1	57.21	0.4%	-0.8%	10.4%	20.7%	29.5%
Cons. Staples (MSCI World)	292.0	55.91	0.6%	0.8%	9.8%	4.7%	3.2%
Energy (MSCI World)	264.6	49.83	-1.0%	-0.5%	14.6%	2.9%	6.0%
Financials (MSCI World)	223.4	73.00	2.0%	2.2%	27.9%	25.1%	16.4%
Health Care (MSCI World)	391.9	55.87	0.1%	0.5%	14.3%	1.5%	4.1%
Industrials (MSCI World)	468.6	62.84	1.4%	0.9%	26.5%	12.8%	22.6%
Info. Tech. (MSCI World)	957.8	45.94	-1.8%	-2.6%	25.4%	31.9%	51.5%
Materials (MSCI World)	387.9	67.25	1.8%	3.4%	30.0%	-7.6%	12.9%
Real Estate (MSCI World)	988	46.25	-0.4%	-1.5%	3.9%	-0.4%	5.3%
Utilities (MSCI World)	192.2	37.67	-0.7%	-3.3%	23.6%	13.0%	1.6%
Bonds (Bloomberg)							
World (Aggregate)	3.55%	50.66	0.0%	-0.1%	7.7%	-1.7%	5.7%
USA (Sovereign)	3.94%	42.26	-0.2%	-0.4%	5.8%	0.6%	4.1%
Euro Area (Sovereign)	2.97%	35.15	-0.3%	-1.1%	0.2%	1.9%	7.1%
Germany (Sovereign)	2.62%	28.54	-0.4%	-1.4%	-1.8%	0.6%	5.6%
UK (Sovereign)	4.48%	50.59	-0.2%	-0.5%	5.5%	-3.0%	5.6%
Switzerland (Sovereign)	0.55%	20.94	-1.1%	-1.3%	0.2%	5.4%	7.9%
Japan (Sovereign)	1.71%	30.37	0.1%	-1.4%	-3.9%	-2.1%	0.9%
Emerging (Sovereign)	5.95%	58.83	0.1%	0.5%	12.4%	7.0%	11.0%
USA (IG Corp.)	4.87%	43.95	-0.2%	0.3%	7.2%	2.1%	8.5%
Euro Area (IG Corp.)	3.25%	38.52	0.1%	-0.2%	2.8%	4.7%	8.2%
Emerging (IG Corp.)	6.11%	55.10	0.1%	0.2%	7.6%	7.0%	6.7%
USA (HY Corp.)	6.70%	60.65	0.0%	0.8%	8.0%	8.2%	13.4%
Euro Area (HY Corp.)	5.53%	59.89	-0.1%	0.4%	4.9%	8.2%	12.1%
Emerging (HY Corp.)	7.41%	67.83	0.2%	0.7%	12.9%	14.9%	13.1%
World (Convertibles)	539.7	53.68	-0.1%	-0.6%	22.6%	9.4%	12.3%
USA (Convertibles)	706.3	49.89	-0.5%	-1.0%	18.0%	10.1%	14.6%
Euro Area (Convertibles)	288.6	53.13	0.1%	-0.5%	24.0%	14.7%	7.3%
Switzerland (Convertibles)	278.5	53.34	0.2%	-0.1%	15.7%	-10.5%	5.8%
Japan (Convertibles)	257.3	59.27	1.1%	0.4%	13.5%	6.4%	7.6%
Hedge Funds (Bloomberg)							
Hedge Funds Industry	1 791	90.11	n.a.	0.3%	11.2%	11.1%	7.8%
Macro	1 450	80.55	n.a.	0.6%	8.1%	7.4%	1.6%
Equity Long Only	2 442	79.28	n.a.	-0.5%	10.4%	12.0%	15.9%
Equity Long/Short	1 941	90.14	n.a.	0.6%	15.8%	14.0%	7.7%
Event Driven	1 901	88.51	n.a.	1.2%	10.2%	8.7%	7.3%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 851	96.90	n.a.	1.0%	12.1%	12.4%	6.6%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 827	87.93	n.a.	3.3%	9.8%	9.8%	7.8%
Credit	1 708	98.71	n.a.	0.5%	7.0%	8.5%	8.1%
Credit Long/Short	1 722	100.00	n.a.	0.6%	5.8%	10.0%	11.2%
Commodity	1 987	88.71	n.a.	-1.0%	11.1%	14.7%	7.3%
Commodity Trading Advisors	1 399	66.83	n.a.	1.4%	4.2%	7.9%	-3.6%
Volatility							
VIX	15.74	43.28	2.1%	-10.1%	-9.3%	39.4%	-42.5%
VSTOXX	15.67	40.42	-0.7%	-12.2%	-7.8%	25.3%	-35.0%
Commodities							
Commodities (CRB)	543.7	n.a.	1.3%	1.5%	1.3%	5.1%	-8.0%
Gold (Troy Ounce)	4 344	n.a.	3.7%	6.4%	65.5%	27.2%	13.1%
Silver (Troy Ounce)	63.23	n.a.	8.7%	25.9%	118.8%	21.5%	-0.7%
Oil (WTI, Barrel)	57.44	n.a.	-4.4%	-1.8%	-19.9%	0.1%	-10.7%
Oil (Brent, Barrel)	61.95	n.a.	-4.1%	-0.1%	-16.4%	-4.6%	-4.5%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	98.37	34.26	-0.7%	-0.9%	-9.3%	7.1%	-2.1%
EUR	1.1734	67.25	0.8%	1.2%	13.3%	-6.2%	3.1%
JPY	155.10	50.91	0.5%	0.1%	1.4%	-10.3%	-7.0%
GBP	1.3365	61.41	0.3%	1.6%	6.8%	-1.7%	5.4%
AUD	0.6647	63.68	0.3%	2.4%	7.4%	-9.2%	0.0%
CAD	1.3765	71.20	0.7%	2.1%	4.5%	-7.9%	2.3%
CHF	0.7963	59.05	1.3%	0.0%	14.0%	-7.3%	9.9%
CNY	7.0490	72.83	0.3%	0.8%	3.6%	-2.7%	-2.8%
MXN	18.002	70.13	1.5%	2.3%	15.7%	-18.5%	14.9%
EM (Emerging Index)	1 838.9	56.49	0.1%	0.1%	6.4%	-0.7%	4.8%
XBT	89 840	n.a.	-2.8%	-5.6%	-4.1%	120.5%	157.0%

Source: Bloomberg, Altitude Investment Solutions

Total Return by asset class (Negative \ Positive Performance)



AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Altitude Investment Solutions (ci-après "Altitude IS"). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale, et il ne vise pas non plus toute personne ou entité à qui il serait illégal d'adresser un tel document.

Ce document est fourni à titre d'information seulement. Il ne constitue pas une offre ou une recommandation de souscription, d'achat, de vente ou de détention de valeurs mobilières ou d'instruments financiers. Il contient les opinions Altitude IS, à la date d'émission. Ces opinions et l'information contenues dans le présent document ne tiennent pas compte de la situation, des objectifs ou des besoins particuliers d'une personne. Aucune déclaration n'est faite en vue d'indiquer qu'un investissement ou une stratégie est approprié(e) ou adapté(e) aux circonstances individuelles ou qu'un investissement ou une stratégie constitue une recommandation personnelle à quelque investisseur. Chaque investisseur doit prendre ses propres décisions indépendantes concernant les titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. Le traitement fiscal dépend de la situation particulière de chaque client et peut faire l'objet de modifications à l'avenir. Altitude IS ne fournit pas de conseils fiscaux. Par conséquent, vous devez vérifier les informations ci-dessus et tous les autres renseignements fournis dans le document ou les passer en revue avec vos conseillers fiscaux externes.

Les investissements sont soumis à un nombre varié de risques. Avant de conclure une transaction, l'investisseur devrait consulter son conseiller en placements et, au besoin, obtenir des conseils professionnels indépendants sur les risques, ainsi que sur les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les informations et analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, Altitude IS ne garantit ni l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité de l'information contenue dans ce document, et n'accepte aucune responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de son utilisation. Toutes les informations et opinions ainsi que les prix, les évaluations de marché et les calculs indiqués peuvent être modifiés sans préavis. Le rendement passé n'est pas une garantie du rendement actuel ou futur, et l'investisseur peut recevoir un capital inférieur à celui qu'il a investi. Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques difficiles à quantifier et à intégrer dans une évaluation d'investissement. En général, les produits tels que les actions, les obligations, les prêts de titres, les devises ou les instruments du marché monétaire comportent des risques, qui sont plus élevés dans le cas des produits dérivés, structurés et de capital-investissement ; ces produits sont destinés uniquement aux investisseurs qui sont capables de comprendre leur nature et leurs caractéristiques et de supporter les risques qui leur sont associés. Sur demande, Altitude IS se fera un plaisir de fournir aux investisseurs des informations plus détaillées sur les risques associés à des instruments donnés.

La valeur de tout investissement dans une devise autre que la devise de base d'un portefeuille est soumise aux taux de change. Ces taux peuvent fluctuer et avoir une incidence négative sur la valeur du placement lorsqu'il est réalisé et reconvertis dans la devise de base de l'investisseur. La liquidité d'un placement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas avoir un marché secondaire bien établi ou, dans des conditions de marché extrêmes, peuvent être difficiles à évaluer, ce qui entraîne une volatilité des prix et rend difficile l'obtention d'un prix de cession de l'actif. Si des opinions d'analystes financiers sont contenues dans le présent document, ces analystes attestent que toutes les opinions exprimées reflètent fidèlement leurs points de vue personnels sur un instrument donné. Afin d'assurer leur indépendance, il est expressément interdit aux analystes financiers de détenir des titres appartenant à l'univers de recherche qu'ils couvrent. Altitude IS peut détenir des positions sur les titres mentionnés dans le présent document pour et au nom de ses clients et/ou ces titres peuvent être inclus dans les portefeuilles des fonds d'investissement gérés par Altitude IS.

