

LE PARI D'UNE POLITIQUE BUDGÉTAIRE PROTECTRICE

L'économie brésilienne continue de résister à une politique monétaire ultra-restrictive. En cette année électorale, le gouvernement met en œuvre une politique budgétaire plus active pour amortir la contrainte de taux d'intérêt élevés et atténuer les effets du choc pétrolier sur le pouvoir d'achat. La résilience de l'activité est obtenue au prix d'une désinflation plus lente et d'un transfert du coût budgétaire vers les banques publiques. Le policy mix (politique budgétaire protectrice vs politique monétaire restrictive) complique l'ajustement des prix, des comptes publics et des anticipations face à des chocs d'offre plus fréquents. À court terme, le choc pétrolier devrait avoir un impact positif sur les comptes extérieurs et le real. À moyen terme, il pourrait raffermir l'attrait du Brésil comme fournisseur d'énergie mais aussi renforcer les logiques de souveraineté productive.

CROISSANCE : UNE RÉSILIENCE À L'ÉPREUVE DU POLITIQUE

Au S1 2026, la croissance brésilienne a mieux résisté que prévu, tirant parti du choc pétrolier et d'un rebond de la consommation privée. Celle-ci a été soutenue par le marché du travail, une dynamique favorable des revenus réels, et des mesures de soutien budgétaire ciblées vers les ménages. Au T1 2026, le PIB a ainsi progressé de 1,1% par rapport au T4 2025 et de 1,8% en glissement annuel. L'élan s'est poursuivi au T2 malgré des signes d'essoufflement. En effet, après un pic en avril (un plus haut depuis plus d'un an), le PMI composite a faibli en mai, repassant sous la barre des 50. Le retour en zone d'expansion en juin (50,7) confirme la résilience du secteur privé mais souligne une perte de dynamisme avec un contraste croissant entre la vigueur des services et la faiblesse persistante du secteur manufacturier.

Au S2 2026, les exportations et le secteur pétrolier devraient continuer de soutenir l'activité. À cela s'ajoute une stratégie préélectorale de soutien au crédit (à l'industrie, aux ménages et à l'agriculture). La croissance d'ensemble restera contrainte par le surcroît d'inflation lié au choc pétrolier et le maintien de taux réels élevés. L'ambivalence du policy mix constitue un frein à l'investissement, au même titre que la dégradation de l'environnement des affaires due aux tensions entre exécutif et législatif et la multiplication des scandales politiques (Banco Master, Pleno). Dans la course à l'investiture présidentielle, le Président Lula conserve une avance sur Flavio Bolsonaro, mais elle est fragile. D'après des sondages Genial/Quaest les questions de sécurité, de corruption et de relations avec les États-Unis (notamment l'exposition accrue du pays à la rivalité technologique sino-américaine) sont les principaux points pouvant modifier le cadrage de la campagne.

POLITIQUE MONÉTAIRE : UN CYCLE D'ASSOUPLISSEMENT CONTRARIÉ

En mars, la Banque centrale (BCB) a entamé un cycle de baisses très prudent en ramenant le Selic de 15% à 14,25% mi-juin. La BCB doit tenir compte des tensions inflationnistes générées par le choc pétrolier. En effet, après avoir ralenti à 3,81% sur un an en février, l'indice des prix à la consommation (IPCA) est reparti à la hausse, atteignant 4,72% en mai et repassant ainsi au-dessus du plafond de la cible de la Banque centrale (3% +/- 1,5 pt). Les composantes « alimentation », « carburants », « logement » et « électricité » expliquent l'essentiel des pressions.

L'apaisement partiel des tensions sur les prix des carburants, observé après la réouverture du détroit d'Ormuz en juin dernier, ne devrait pas suffire à enrayer la diffusion des pressions sur les prix, qui dépassent le seul canal énergétique. Les mesures sous-jacentes suivies par la BCB progressent encore à un rythme annualisé proche de 5,5% pour l'indice d'ensemble, et de 5,6% pour les services. Dans ces conditions, le risque n'est plus seulement un dépassement ponctuel de la cible, mais une inflation trop élevée trop longtemps pour permettre une détente monétaire marquée. Le phénomène El Niño — en réduisant les récoltes par des sécheresses au nord et des pluies excessives au sud du pays — risque, par ailleurs, d'accentuer l'inflation des produits agricoles et alimentaires en 2026-2027. Par ailleurs, le marché du travail reste trop tendu pour ras-

Prévisions économiques

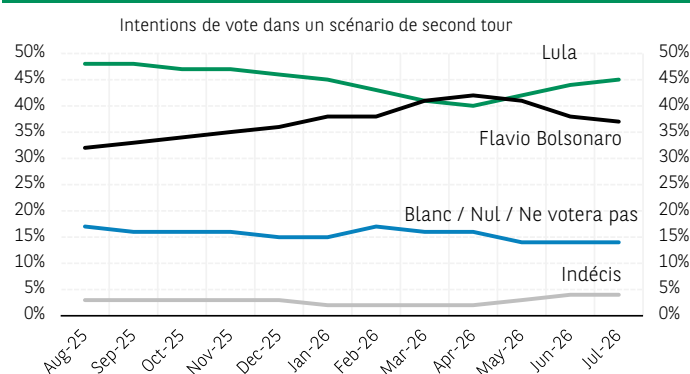
	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e
PIB réel, variation annuelle, %	3,1	3,2	3,6	2,3	2,3	1,4
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	9,3	4,6	4,4	5	4,7	5,1
Solde budg. - secteur public, % du PIB	-4,6	-8,8	-8,5	-8,3	-8,8	-8,6
Dette publique, % du PIB	71,7	73,8	76,5	78,6	82,2	85,7
Solde courant, % du PIB	-2,9	-1,2	-3	-2,9	-2,3	-2,5
Dette externe, % du PIB	35	33	33	35	36	33
Réserves de change, mds USD	324	355	329	358	365	362
Réserves de change, en mois d'imports	10,5	12,5	10,5	11	11,3	11,9

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

TABLEAU 1

Lula creuse son avance sur Flavio Bolsonaro



GRAPHIQUE 1

SOURCES : GENIAL/QUAEST SURVEY (JUILLET 2026), BLOOMBERG

surer la BCB : le taux de chômage est tombé à 5,8% en avril, soit nettement sous la zone de 7%-8% considérée comme non inflationniste.

La BCB fait face à un arbitrage de plus en plus délicat : éviter une dérive des anticipations d'inflation, en maintenant des taux d'intérêts réels très élevés, au risque d'accentuer les pressions financières sur des agents privés déjà fragilisés. La hausse des défauts des ménages et des restructurations d'entreprises témoigne de la dureté de la politique monétaire actuelle. Le Brésil a ainsi enregistré 5 680 procédures de redressement judiciaire en 2025, soit une progression de 24,3% sur un an.

COMPTES EXTERNES : UN EXCÉDENT COMMERCIAL RENFORCÉ PAR LE CHOC PÉTROLIER

Au S1, l'envolée des prix du pétrole et le niveau record de la production nationale d'hydrocarbures (4,1 mn de barils/jour en mai 2026 vs 3,7 mn



en moyenne en 2025), combinés à de bonnes récoltes agricoles, ont dopé les exportations : l'excédent commercial atteignait déjà USD 32,7 mds à fin mai, soit +34% sur un an. L'excédent en 2026 est projeté à USD 90 mds (environ 4% du PIB). Cette performance a été largement portée par les ventes de pétrole vers l'Asie, et plus particulièrement vers la Chine et l'Inde. En revanche, les exportations de produits alimentaires vers les pays du Golfe ont fléchi, traduisant les perturbations logistiques liées au conflit. La solidité des exportations devrait permettre de ramener le déficit de la balance courante à -2,3% du PIB en 2026, contre -2,9% en 2025. Ce déficit demeure largement financé par des investissements directs étrangers robustes (le pays capte environ 5% des flux mondiaux, ce qui le classe au 3e rang mondial en 2025, derrière les États-Unis et la Chine). Le raffermissement de la croissance, des comptes externes solides et des taux réels élevés continuent aussi de favoriser les opérations de carry trade et de soutenir le real (+6% contre le dollar depuis le début de l'année). Mais une dérive budgétaire, une complaisance face à l'inflation et l'accroissement des risques politiques à l'approche des élections fragiliseraient les flux de capitaux, et donc le real.

POLITIQUE BUDGÉTAIRE : DES AMORTISSEURS À COÛT DIFFÉRÉ ?

L'impact du choc énergétique sur le solde budgétaire s'avère globalement nul. En effet, le surplus de recettes exceptionnelles, généré par la remontée du cours du pétrole (via la hausse des dividendes de Petrobras et les taxes temporaires sur les exportations de pétrole), est neutralisé par l'expansion parallèle des dépenses publiques et des allègements fiscaux. Pour contenir l'effet sur les prix domestiques et protéger le pouvoir d'achat des Brésiliens, les autorités ont, en effet, subventionné temporairement le diesel et le GPL, et réduit ou différé certaines taxes sur les carburants. Le gouvernement a aussi mis en place des aides ciblées pour les ménages les plus modestes.

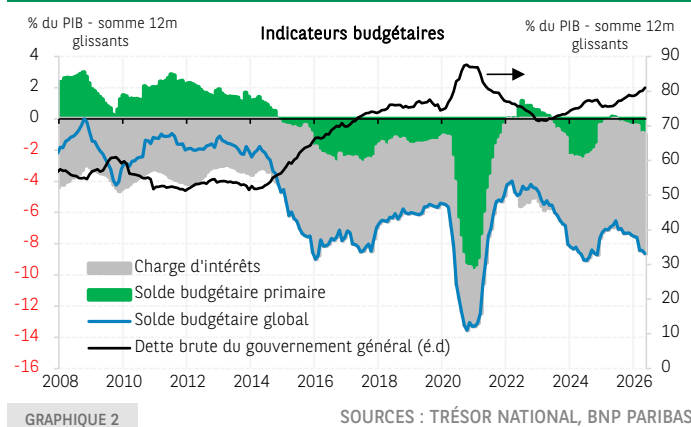
Ainsi, la cible de solde budgétaire primaire de 0,25% du PIB (appelé par la règle budgétaire) demeure techniquement atteignable selon l'Institut fiscal indépendant (IFI). Toutefois, ce respect formel repose sur l'exclusion de certaines dépenses du calcul du résultat primaire et un usage croissant de canaux « hors budget » pour injecter des liquidités via des prêts subventionnés et des garanties implicites. Afin de desserrer l'étau monétaire sur les agents privés, l'État s'appuie davantage sur i) la banque de développement (BNDES) pour soutenir l'industrie (programme Nova Industria lancé en 2024 avec un renforcement récent de BRL 140 mds), ii) Banco do Brasil et Caixa pour soutenir les ménages en défaut, mais aussi les bons payeurs fragilisés par les taux élevés, notamment les travailleurs informels (Novo Desenrola/Desenrola Adimplentes). iii) L'État a aussi démultiplié les crédits dirigés et autres bonifications pour soutenir l'agriculture (Plano Safra 2026/27). Depuis mi-2025, environ BRL 275 mds de dépenses quasi-budgétaires ont ainsi été engagées (~2,1% du PIB). Cette architecture présente un rendement politique élevé car elle permet d'annoncer des volumes élevés de soutien à l'économie tout en limitant, en apparence, la dépense budgétaire directe. Mais elle pourrait transférer les risques vers les bilans bancaires publics.

Avec une dette publique brute autour de 81% du PIB et appelée à progresser encore en 2027, l'ajustement requis ne peut pas reposer uniquement sur des recettes exceptionnelles. La combinaison de taux d'intérêt réels durablement élevés et largement supérieurs à la croissance réelle rend la stabilisation de la dette difficile sans amélioration structurelle du solde primaire, même avec des mesures de soutien hors budget. Ces évolutions signalent une dégradation du risque souverain, qu'il conviendra de surveiller de près compte tenu de la forte charge d'intérêt (~7,6% du PIB) et du cycle électoral — lequel pourrait retarder l'assouplissement monétaire et augmenter les primes de risque souveraines. Dans un contexte où les conditions financières internationales pourraient se durcir, l'État pourrait être confronté à un coût de refinancement de sa dette durablement élevé.

Avec une dette publique brute autour de 81% du PIB et appelée à progresser encore en 2027, l'ajustement requis ne peut pas reposer uniquement

¹ A contrario, les prix de l'essence sont régulés au Brésil et ajustés de manière ponctuelle par Petrobras, qui contrôle environ 70% de la production locale d'essence.

Dette publique : une dynamique haussière difficile à enrayer



sur des recettes exceptionnelles. La combinaison de taux d'intérêt réels durablement élevés et largement supérieurs à la croissance réelle rend la stabilisation de la dette difficile sans amélioration structurelle du solde primaire, même avec des mesures de soutien hors budget. Ces évolutions signalent une dégradation du risque souverain, qu'il conviendra de surveiller de près compte tenu de la forte charge d'intérêt (~7,6% du PIB) et du cycle électoral — lequel pourrait retarder l'assouplissement monétaire et augmenter les primes de risque souveraines. Dans un contexte où les conditions financières internationales pourraient se durcir, l'État pourrait être confronté à un coût de refinancement de sa dette durablement élevé.

LE CHOC ÉNERGÉTIQUE ACCÉLÈRE LES LOGIQUES DE SOUVERAINETÉ PRODUCTIVE

Le Brésil — en bénéficiant d'une position d'exportateur net d'hydrocarbures et d'un mix énergétique fortement décarboné — a transformé le choc majeur dans le détroit d'Ormuz en opportunité. Outre les bénéfices conjoncturels immédiats sur les exportations, les comptes publics et la monnaie, la crise énergétique a renforcé le positionnement stratégique du pays, perçu comme une alternative moins exposée aux risques géopolitiques que la Russie ou les pays du Golfe. Ce nouvel attrait soutient l'ambition du gouvernement d'augmenter sa production de pétrole et de gaz de 36% à l'horizon 2035. L'enjeu structurel majeur réside dans la conversion de la rente pétrolière en investissements productifs. Cette transformation est indispensable pour relever le potentiel de croissance du pays, lequel demeure entravé par une productivité globale des facteurs faible, une ouverture commerciale limitée et des coûts de financement prohibitifs pour les entreprises locales.

Le choc a toutefois mis en évidence certaines fragilités : un déficit de raffinage force le Brésil à importer environ 25% de son diesel. Le diesel étant fortement utilisé dans le transport, la logistique (60% du fret est routier) et l'agriculture, l'économie est plus vulnérable à des fluctuations de son prix¹ et/ou à des risques sociaux (grève des routiers), rendant nécessaires des investissements nouveaux dans les capacités de raffinage nationales. Cette fragilité énergétique est aggravée par une dépendance critique aux engrais importés (85% de la consommation d'engrais dont le Moyen-Orient est un fournisseur majeur). Dans le cadre du programme de soutien à l'industrie (NIB), le gouvernement a récemment qualifié la production d'engrais de priorité stratégique, preuve que le choc a accéléré les logiques de souveraineté productive.

Achevé de rédiger le 15 juillet 2026

Salim Hammad salim.hammad@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change