GRAPHIQUE DE LA SEMAINE

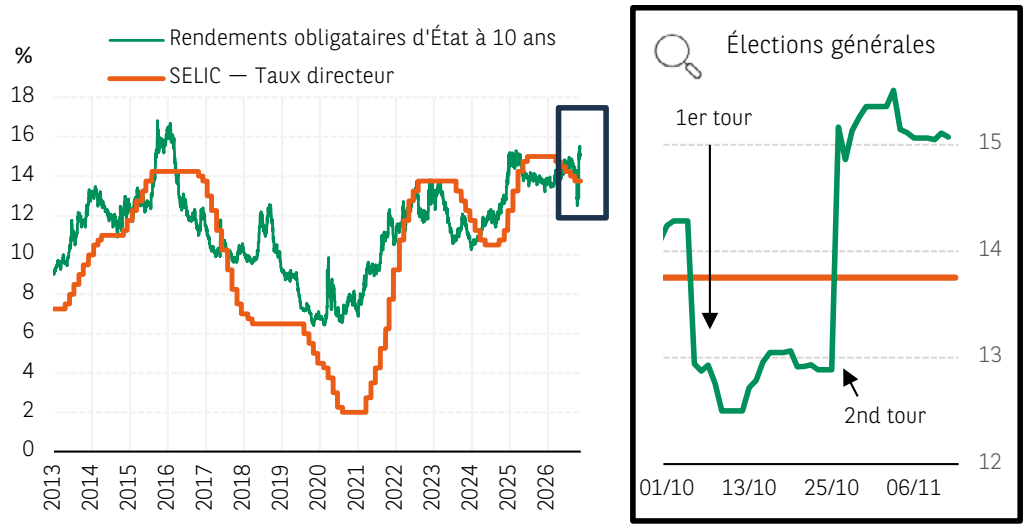
10 novembre 2026

CHOC DE TAUX ET MUTATION DE LA STRUCTURE DE LA DETTE – LE CAS DU BRÉSIL

Salim Hammad

La récente flambée des rendements obligataires au Brésil, au lendemain des élections générales, risque de peser durablement sur les finances publiques alors que les taux d'intérêt sont déjà élevés et que la structure de la dette évolue. L'ampleur des besoins de refinancement et la part croissante de la dette à taux variable se traduiront par une transmission rapide et marquée de la hausse des taux d'intérêt au service de la dette. Les canaux de transmission sont variés et ils se renforcent mutuellement.

Les marchés ont fortement révisé leurs anticipations de taux après l'élection présidentielle



GRAPHIQUE 1

SOURCES : MACROBOND, BCB

Le réveil brutal des marchés au lendemain des élections

Fin octobre dernier, les marchés brésiliens, qui anticipaient une victoire de Flavio Bolsonaro, ont subi une forte correction à l'issue du second tour des élections générales, qui ont débouché sur un quatrième mandat présidentiel pour Luiz Inacio Lula da Silva. Au lendemain des résultats, le marché actions et le marché des changes ont enregistré de fortes baisses en séance : l'indice Ibovespa a reculé de 14% et le real de 11% face au dollar américain. Dans le même temps, le rendement de l'emprunt d'État brésilien à dix ans a augmenté de 250 points de base, atteignant 15,5%, son plus haut niveau depuis plus d'une décennie (*Graphique 1*). Les investisseurs s'inquiètent des répercussions budgétaires de promesses électorales coûteuses dans un contexte de déséquilibres budgétaires importants et persistants.

Les risques budgétaires et inflationnistes ont participé à remodeler la structure de la dette, accroissant sa sensibilité à un environnement de taux durablement élevé.

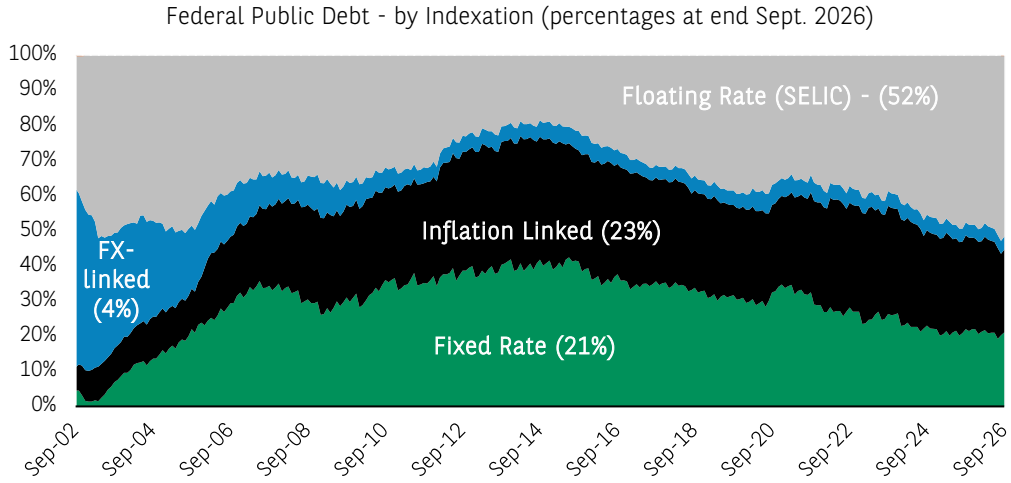
Faute de mesures de consolidation budgétaire permettant de restaurer la confiance des marchés, la réduction de la charge d'intérêt du Brésil paraît peu envisageable à court terme. La pression haussière sur la dette publique, qui s'élevait à 83 % du PIB en octobre 2026, devrait ainsi persister et restreindre les marges de manœuvre budgétaires.

Trois canaux de transmission, dont les effets sont amplifiés par l'évolution de la structure de la dette, expliquent cette persistance :

Premier canal : la hausse des rendements à long terme renchérira le coût de refinancement de la dette.

L'État doit refinancer chaque année environ 20% de l'encours. Une maturité moyenne de 4,1 ans permet d'étaler dans le temps les besoins de refinancement, mais elle ne protège pas la charge d'intérêts contre une hausse durable du coût de financement. À mesure que les titres arrivant à échéance sont remplacés, les taux plus élevés des nouvelles émissions augmentent progressivement le coût moyen de financement. Un choc durable sur les rendements se répercute donc sur le service de la dette tout au long du renouvellement de l'encours.

Une part accrue de dette à taux variable répercute la hausse du taux Selic sur l'encours de dette



GRAPHIQUE 2

SOURCES : TRÉSOR NATIONAL, BNP PARIBAS

Deuxième canal : la demande pour les titres à taux variable s'intensifiera tant que l'incertitude liée à la trajectoire budgétaire persistera.

En retour, une structure de la dette de plus en plus orientée vers des instruments indexés sur le taux SELIC renforce l'exposition de la charge d'intérêts au niveau élevé du taux directeur. La part des titres indexés sur le SELIC a déjà atteint un record de 52,6% de l'encours en août 2026, soit environ 12 points de pourcentage de plus qu'au début du dernier mandat du président Lula, contre un point bas de 18,4 % en septembre 2014 (*Graphique 2*). Le climat inflationniste et les doutes sur la trajectoire budgétaire ont incité les investisseurs obligataires à privilégier les instruments à taux variable au détriment des titres à taux fixe, notamment ceux dont la maturité excède cinq ans.[1]

Troisième canal : la Banque centrale du Brésil (BCB) pourrait reporter ses baisses de taux tant qu'une meilleure visibilité sur les orientations et la discipline budgétaire du prochain mandat ne sera pas établie.

Un cycle d'assouplissement monétaire plus graduel prolongerait la pression sur la charge d'intérêts de la dette indexée au SELIC, dont le coût du service s'ajuste immédiatement aux taux directeurs sans dépendre des échéances de refinancement. En raison de la part croissante de ces titres dans l'encours global, un assouplissement monétaire tardif différerait la réduction de la charge d'intérêts du Trésor, et ce malgré une éventuelle détente des rendements obligataires de long terme.

Ces canaux opèrent selon des temporalités différentes : une hausse des rendements à long terme renchérit le coût du refinancement, tandis que la charge de la dette à taux variable dépend de l'évolution du taux SELIC.

Toutefois, concernant cette composante variable, la conjonction d'un assouplissement monétaire tardif et d'une demande soutenue pour les titres indexés amplifie mécaniquement la charge du service de la dette.

L'interaction entre la politique budgétaire et la politique monétaire devrait donc demeurer une source de tensions pour les finances publiques brésiliennes : l'incertitude budgétaire risque de retarder l'assouplissement monétaire, tandis qu'une exposition accrue aux titres à taux variable prolongerait l'impact des taux directeurs élevés sur le service de la dette.

salim.hammad@bnpparibas.com

1 Face aux incertitudes budgétaires dans un contexte inflationniste, les investisseurs sont moins enclins à bloquer les rendements nominaux sur le long terme. En effet, une hausse de l'inflation ou des taux de marché entraîne mécaniquement une érosion du pouvoir d'achat des coupons fixes et une dépréciation de la valeur de marché des obligations. Afin de compenser ce risque, les investisseurs réclament des rendements supérieurs, pour détenir des instruments à taux fixe ce qui renchérit le coût des emprunts pour le Trésor. Le recours aux titres à taux variable permet au Trésor de proposer des rendements indexés sur le SELIC, ce qui favorise l'attractivité de la dette, sécurise l'accès au financement et minimise le risque de sous-souscription lors des adjudications. Le recours aux titres à taux variable permet d'allonger la maturité moyenne de la dette, et d'atténuer ainsi le risque de refinancement. Toutefois, cette stratégie ne neutralise pas pour autant l'exposition au risque de réajustement des taux (repricing). En définitive, si la stratégie de taux variable sécurise l'accès à la liquidité pour le Trésor, elle accroît l'exposition de son bilan au risque de taux.

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

ECOINSIGHT
Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOPERSPECTIVES
Analyses et prévisions des principales économies, développées et émergentes

ECOFLASH
Un indicateur, un évènement économique majeur

ECOWEEK
L'actualité économique de la semaine et plus...

ECOCHARTS
Panorama mensuel des dynamiques d'inflation au sein des principales économies développées

ECOATLAS
Les chiffres clés de l'économie française comparés à ceux des principaux pays européens

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE
Un graphique hebdomadaire illustrant des points saillants de l'économie

ECOTV
Quel est l'évènement du mois ?
La réponse dans vos quatre minutes d'économie

EN ÉCO DANS LE TEXTE
Le podcast de l'actualité économique

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS



Bulletin publié par les Études Économiques – BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
www.group.bnpparibas – www.economic-research.bnpparibas.com
Directeur de la publication : Jean Lemierre
Directrice de la rédaction : Isabelle Mateos y Lago
Copyright image : StreetOnCamara

Les informations et opinions contenues dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ni aucune de ses filiales ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur adéquation à un usage particulier, et ces informations n'ont pu faire l'objet d'une vérification indépendante par BNP Paribas ou par toute autre personne. BNP Paribas, l'ensemble de ses filiales, affiliées ou ses membres, dirigeants, mandataires, agents ou employés, décline toute responsabilité ou obligation, et ne fait aucune déclaration ou garantie, expresse ou implicite, quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations ou des opinions fondées sur celles-ci contenues dans ce document, lequel ne saurait être utilisé à ce titre. Ce document ne constitue pas une recherche, telle que définie par MIFID II, et ne fait partie d'aucune offre de vente ou d'émission, ni ne constitue une sollicitation d'offre d'achat de tout instrument financier ; ni ce document, ni toute partie de celui-ci, ni le fait même de sa diffusion, ne sauraient servir de base, ou être utilisés, en relation avec un contrat ou une décision d'investissement. Les informations et opinions contenues dans ce document sont publiées à l'intention des destinataires, mais ne sauraient être considérées comme faisant autorité ou être substituées au jugement de tout destinataire, et sont susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification. En fournissant ce document, BNP Paribas ne propose aucun conseil en investissement, financier, juridique, fiscal ou autre, et n'est tenue à aucune obligation fiduciaire envers les destinataires. Toute référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future, laquelle peut être supérieure ou inférieure aux résultats antérieurs. Toute simulation de performance passée ou hypothétique est le résultat d'estimations effectuées par BNP Paribas, à un moment donné, sur la base de paramètres, de conditions de marché et de données historiques sélectionnés par BNP Paribas, et ne saurait servir de guide, de quelque manière que ce soit, pour les performances futures. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations, même si elle a été informée de la possibilité de telles pertes. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas est susceptible d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document y figurent au titre d'information. Toutefois, de nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions puissent être réalisées à ces prix, ces données étant susceptibles de changer rapidement. BNP Paribas est susceptible de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents, ou inversement. BNP Paribas, ses dirigeants et employés peuvent exercer, ou avoir exercé, des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

BNP Paribas est constituée en France sous forme de société anonyme, et agréée et supervisée en tant qu'établissement de crédit par la Banque centrale européenne (BCE) et en tant que prestataire de services d'investissement par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009 Paris, France.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site : https://globalmarkets.bnpparibas.com.

Pour les mentions légales spécifiques par pays (États-Unis, Canada, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suisse, Brésil, Turquie, Israël, Bahreïn, Afrique du Sud, Australie, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, Taïwan, Thaïlande, Vietnam) veuillez saisir l'URL suivante pour accéder aux mentions légales applicables : https://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/home/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf

© BNP Paribas (2026). Tous droits réservés.

pour vous abonner à nos publications :
ÉTUDES ECONOMIQUES

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change