

Perspectives

N°25/280 – 9 octobre 2025

BRÉSIL – Ralentissement, désinflation et ajustement fiscal, tout est plus lent que prévu ou désiré

Désinflation : trop lente pour espérer un assouplissement monétaire rapide

Après trois ans de forte croissance, dont 3,4% de 2024, **l'économie brésilienne commence à ralentir**¹. La croissance, à 2,5% en glissement annuel au deuxième trimestre, est en recul par rapport aux 3,7% du premier trimestre. La demande intérieure croît plus lentement sous l'influence, notamment, de taux d'intérêt réels élevés. Pour la première fois depuis 2023, **l'investissement a fortement ralenti. La consommation, tant publique que privée, affiche également sa plus faible croissance sur un an depuis 2021** et les autres indicateurs relatifs à la consommation des ménages suggèrent un prolongement de ce repli. L'assagissement de la demande domestique se traduit par une contribution négative bien moindre des importations. **Ce ralentissement est, néanmoins, graduel car le marché du travail reste assez dynamique**² avec un taux de chômage historiquement bas à 5,6% (le taux de participation, toujours inférieur d'un point à son niveau pré-pandémique, 62% vs 63%, y concourt) et une hausse importante des salaires réels (les salaires minimum et moyen excèdent, respectivement, de 9% et 15% leurs niveaux de 2022). **Les signes de ralentissement commencent, toutefois, à se faire sentir sur les créations d'emplois.** La contribution assez fortement positive des stocks à la croissance au cours des trois derniers trimestres invite aussi à la vigilance.

La croissance attendue pour 2025 se situerait vers 2,3% : une révision à la hausse de notre prévision initiale (1,9%). Le ralentissement devrait se poursuivre en 2026 où la croissance

avoisinerait 1,7%. Du côté de l'offre, la croissance est surtout tirée par le secteur des services (notamment information, communication, transports et services financiers). L'agriculture, mais aussi l'industrie manufacturière et la construction, plus dépendants des investissements, sont en légère décroissance.

Ces quatre années de croissance supérieure au potentiel, avec un marché du travail dynamique, des hausses de salaires mais aussi des chocs d'offre mondiaux et une dépréciation du BRL en 2024 se sont traduites par **une hausse sensible de l'inflation**. À 5,10% en août, **elle excède toujours la limite supérieure de l'objectif de la Banque centrale, Banco Central do Brasil (3% ± 1,5%)**. La politique monétaire restrictive de la BCB, déterminée à « terrasser » l'inflation avec des taux directeurs très élevés (15% depuis juin) et une communication ferme, a très récemment permis d'abaisser les anticipations d'inflation à l'intérieur de la cible officielle. Mais, d'une part, la BCB estime que ce repli est fragile et, d'autre part, l'inflation sous-jacente, notamment les prix des services, continuera de soutenir l'inflation. **La BCB devrait être contrainte de maintenir des taux « punitifs » jusqu'à la fin de l'année.** Son discours a cependant évolué et une distinction (subtile) a été introduite : il n'est plus question d'une pause dans la hausse mais d'un nouveau moment de stabilité de taux. Quoiqu'il en soit, **ce moment de stabilité risque de durer et un assouplissement ne paraît envisageable qu'en 2026 et une fois que les effets du ralentissement et de l'appréciation passée du real seront patents. Enfin, les élections de 2026 et les pressions budgétaires sont**

¹ « [Brésil : inflation en hausse, croissance prête à décélérer](#) » – Mars 2025.

² « [Amérique latine – Marchés du travail : embellie conjoncturelle, fragilités persistantes](#) » – Décembre 2024

susceptibles d'inciter la BCB à davantage de prudence.

Guerre douanière mais nouveaux accords : les comptes externes résistent

Les comptes externes restent solides malgré l'élargissement du déficit courant. Cette dégradation s'explique principalement par l'augmentation du déficit commercial, conséquence de la forte hausse des importations, stimulées par la vigueur de la demande intérieure. Toutefois, **un ralentissement de la croissance des importations est déjà perceptible.** Le déficit courant demeure entièrement financé par les flux d'investissements directs étrangers (IDE) qui se maintiennent à un niveau élevé.

Sur le plan commercial, le Brésil a subi l'instauration de droits de douane allant jusqu'à 50% par l'administration Trump. L'impact demeure limité compte tenu du faible poids des États-Unis dans les échanges (13% des exportations brésiliennes, soit moins de 2,5% du PIB) et des nombreuses exemptions accordées, couvrant plus de 600 produits représentant 43% des exportations brésiliennes vers ce marché, dont le pétrole, les minerais et les équipements aéronautiques. **Certains secteurs stratégiques**, tels que le café, la viande bovine, l'aluminium ou l'acier, **sont toutefois directement exposés.** Le gouvernement Lula a annoncé un ensemble de mesures de soutien fiscal ciblées pour ces filières. Parallèlement, le Brésil cherche à renforcer ses relations commerciales avec d'autres partenaires, en particulier les BRICS au sein desquels la Chine occupe une place de choix, tout en s'appuyant sur de nouveaux accords commerciaux, tels que ceux conclus entre le Mercosur et l'Union européenne ou l'Association européenne de libre-échange (*European Free Trade Association*, EFTA), dans la continuité de sa stratégie traditionnelle « d'autonomie stratégique ».

Problème fiscal : lancinant et difficile malgré des efforts

La trajectoire de la dette brésilienne demeure la principale source d'inquiétude économique. Les marchés se sont montrés plutôt rassurés ces derniers mois par le respect de la règle budgétaire : en 2025, le déficit primaire serait proche de 0,4% du PIB pour un déficit total de 8,2%. Portés par la résistance de

la consommation et du marché du travail, des importations mais aussi des recettes ponctuelles, les revenus (cumulés sur 12 mois à fin août) ont augmenté de 6% en termes réels sur un an. Les dépenses (selon le même calcul) ont baissé de 3% en raison du gel de certaines dépenses. L'objectif de déficit primaire devrait être atteint en 2025 mais des risques, liés à de moindres recettes au second semestre 2025 si la décélération se confirme voire s'amplifie, persistent. Ce bon comportement du résultat primaire a permis au *spread* EMBI de revenir à son niveau d'avant les inquiétudes de fin 2024³.

Fait inédit, surtout en année électorale, le budget 2026 a « séduit » les marchés. Les dépenses primaires, notamment le volet social, se sont révélées inférieures à leurs attentes. Les recettes prévues semblent optimistes en raison, notamment, d'une prévision de croissance assez favorable (2,45% vs 1,7% selon le consensus). Par ailleurs, le budget requiert l'approbation de certaines mesures nécessaires à la hausse des recettes par le Congrès (élimination de niches fiscales, création de nouveaux impôts variés sur les actifs virtuels ou les paris sportifs). Le gouvernement prévoit un surplus primaire de 0,2% pour 2026, très insuffisant pour stabiliser le ratio dette/PIB, qui souffre du poids élevé de la charge de la dette (avec des intérêts absorbant près de 7% du PIB en 2025) et conduit à un déficit total prévu à 8%.

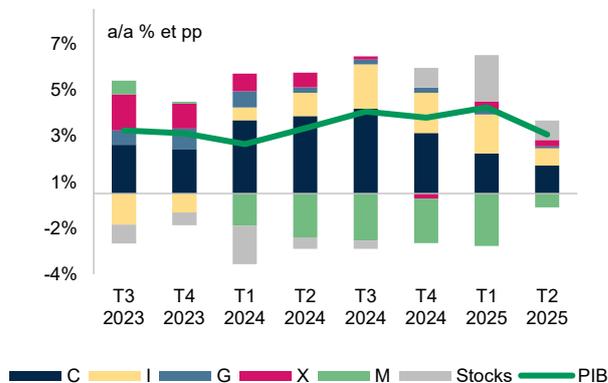
Si les progrès enregistrés sur le front primaire méritent d'être notés, demeure la question du déficit total et du poids des intérêts. Ceux-ci, supérieurs à la croissance nominale, alimentent une dynamique de dette insoutenable qui exige une correction. **Malgré la forte croissance brésilienne des dernières années, la dette a augmenté.** La dette brute (telle que mesurée par la BCB) devrait progresser de près de 3 points de PIB en 2025 à 79,5% et continuer en 2026 pour se situer autour de 82% du PIB (même avec des hypothèses favorables telles que la croissance retenue par le gouvernement et une baisse du taux d'intérêt moyen de 11% à 9%). Or, la rigidité des dépenses primaires ne permet pas de compenser l'alourdissement du coût de la dette. **Effrayés l'année passée, mais actuellement, confiants à l'égard du Brésil, les investisseurs semblent parier sur la réalisation d'ajustements structurels qui viendraient flexibiliser les dépenses.** Tout signal contraire à leurs espoirs pourrait de nouveau « chahuter » les primes.

Article publié le 3 octobre 2025 dans notre hebdomadaire [Monde – L'actualité de la semaine](#)

³ « [Brésil : l'ombre du déséquilibre fiscal plane sur une économie en forte croissance](#) » – Janvier 2025

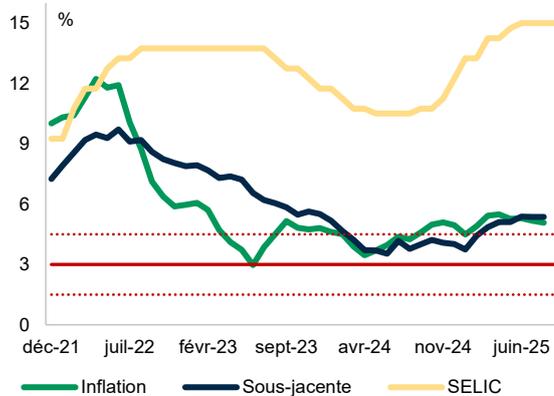
Annexe – Quelques graphiques éloquentes

Enfin, le ralentissement se dessine !



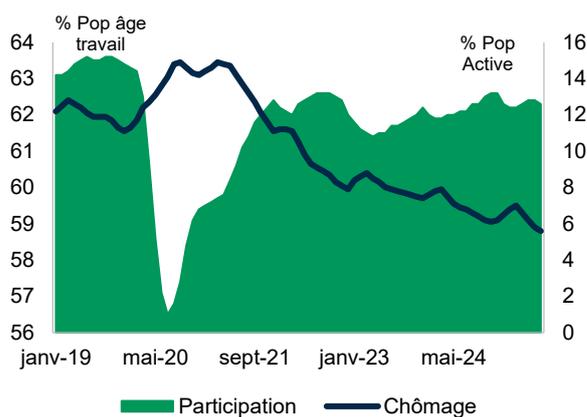
Sources : IBGE, Crédit Agricole S.A./ECO

Inflation résistante mais taux punitifs



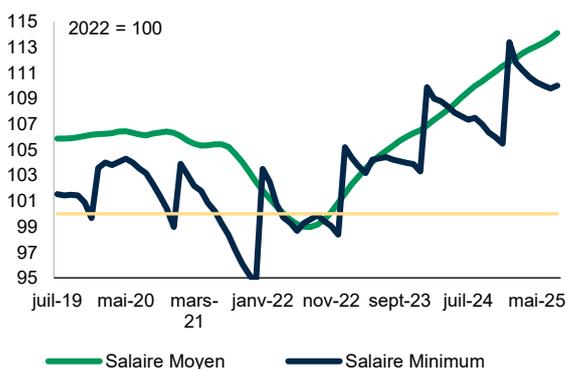
Sources : BCB, Crédit Agricole S.A./ECO

Dynamisme inédit du marché du travail



Sources : IBGE, Crédit Agricole S.A./ECO

Hausse substantielle des salaires réels



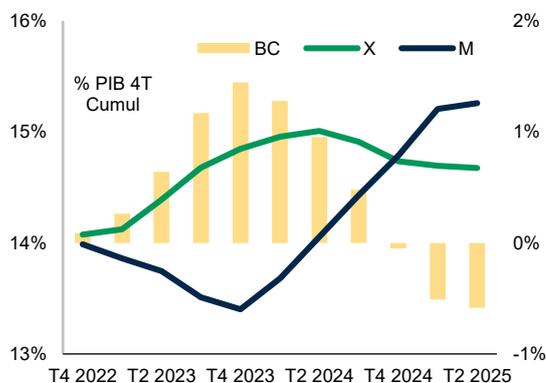
Sources : IBGE, Crédit Agricole S.A./ECO

Chine, partenaire privilégié ; dépendance limitée au marché américain



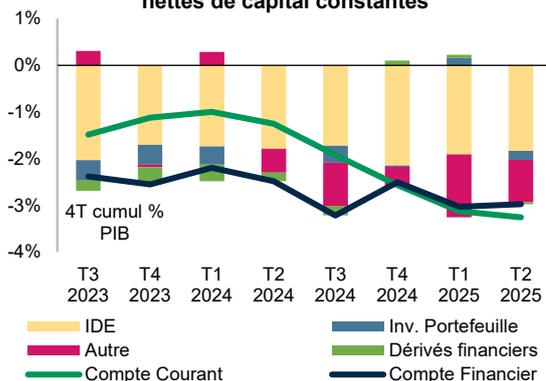
Sources : TradeMaps, Crédit Agricole S.A./ECO

Détérioration de la balance commerciale

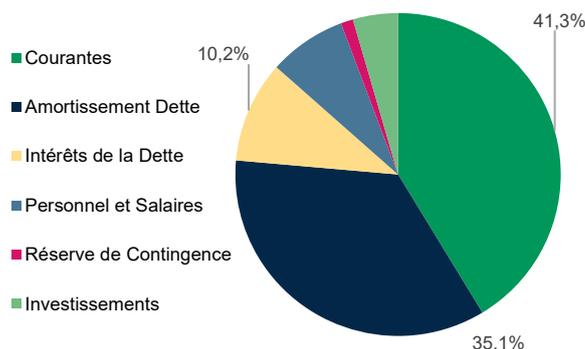


Sources : IBGE, Crédit Agricole S.A./ECO

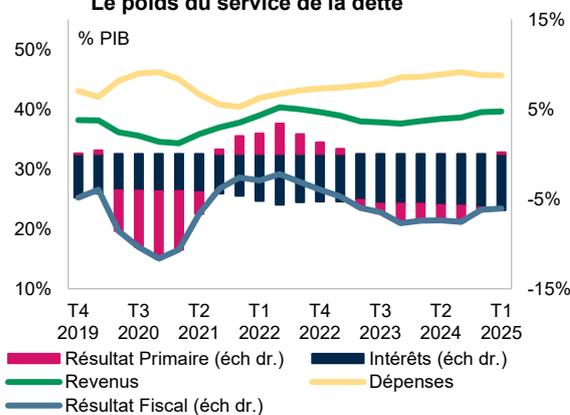
Détérioration du déficit courant, entrées nettes de capital constantes



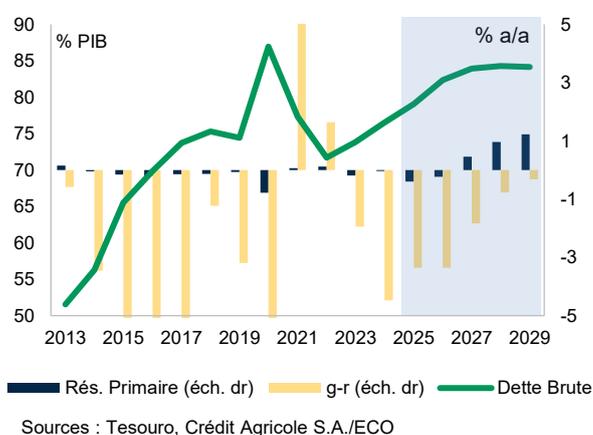
Budget 2026 - dépenses



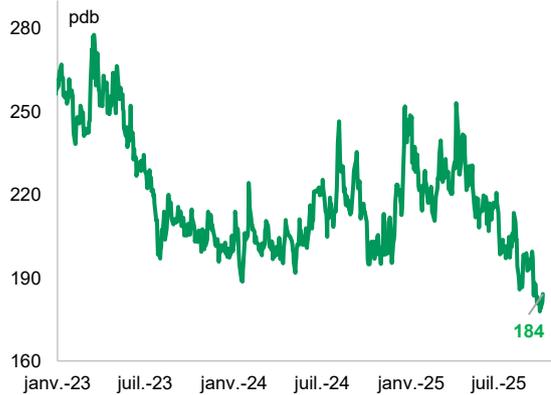
Le poids du service de la dette



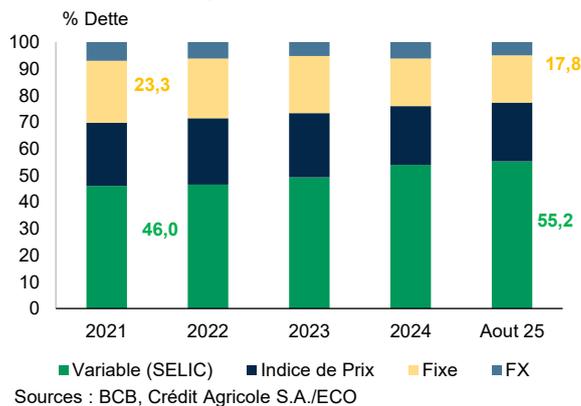
La dette et sa dynamique



Prime de risque : "confiance" des marchés



Composition de la dette, moins de taux fixe, plus de variable



⁴ Pour les prévisions de dette, l'écart « g-r » (taux de croissance en volume du PIB – taux d'intérêt réel) est calculé en retenant les hypothèses du gouvernement, à politique budgétaire inchangée (une fois mises en œuvre en 2026 les mesures prévues)

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
07/10/2025	Royaume-Uni – Premier du G7 ? Pas vraiment !	Royaume-Uni
07/10/2025	France – La consommation des ménages en biens reste atone, malgré la faiblesse de l'inflation	France
06/10/2025	Italie – Le marché immobilier se reprend, mais pas en faveur de la construction	Italie
03/10/2025	Monde – Scénario macro-économique 2025-2026 – En espérant un soupçon de stabilité...	Monde
03/10/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
03/10/2025	Chine : derrière « l'involution », des déséquilibres économiques profonds	Asie
02/10/2025	Point de vue – Stablecoin, l'illusion de puissance	Banque, fintech
02/10/2025	Arabie saoudite – Le conte des mille et un indicateurs de la diversification	Moyen-Orient
30/09/2025	France – Les placements des ménages sur les dépôts bancaires et en assurance-vie à juin 2025	France
30/09/2025	France – Augmentation de la dette publique au deuxième trimestre, à près de 116% du PIB	France
26/09/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
25/09/2025	Trump pose le bon diagnostic mais se trompe sur les remèdes	États-Unis, Chine, Europe
23/09/2025	Argentine – Volatilité et incertitudes après la défaite électorale de Javier Milei	Amérique latine
23/09/2025	Parole de banques centrales – BOE : vers une pause de l'assouplissement monétaire ?	Royaume-Uni
22/09/2025	France – La Banque de France révisé à son tour sa prévision de croissance à la hausse pour 2025	France

Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques

12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille

Rédacteur en chef : Armelle Sarda

Documentation : Elisabeth Serreau – **Statistiques** : DataLab ECO

Secrétariat de rédaction : Sophie Gaubert

Contact: publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

iPad : application **Études ECO** disponible sur App store

Android : application **Études ECO** disponible sur Google Play

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.