

Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

Impulso de crédito bancário no Brasil 2002-2025

Estudos especiais do BNDES
57/2025

Rio de Janeiro
Setembro 2025



Introdução

Este *Estudo especial do BNDES* tem como objetivo explorar o relacionamento entre o crédito e o PIB na economia brasileira. No momento após a crise financeira global de 2008/2009 surgiu nas economias centrais um debate interessante acerca do papel do crédito na recuperação econômica. Alguns trabalhos observaram que a retomada das economias centrais começou a ocorrer a despeito do estoque das operações de crédito ainda não ter se recuperado. Esse fenômeno, documentado inicialmente por Calvo e outros, ficou conhecido na literatura como “Milagre de Phoenix” ou *credit-less recovery*, pelo fato de a melhora da economia estar ocorrendo, em tese, sem a recuperação do mercado de crédito (Claessens et. al., 2009; FMI, 2009; e Calvo; Loo-Kung, 2010).

Contestando essa percepção, Biggs e outros (2010) defenderam que essa dissociação entre a atividade econômica e o mercado de crédito era fruto de uma comparação inadequada entre a evolução da carteira de crédito (variável de estoque) e o nível de atividade (variável de fluxo). Segundo eles, para captar de forma correta essa relação, a comparação deveria se dar entre a variação da carteira de crédito, isto é, as concessões líquidas de crédito (os novos empréstimos líquidos dos pagamentos de juros, amortizações e renegociações) e o nível de atividade (duas variáveis de fluxo).¹

Nesse caso, a variação das concessões líquidas de crédito deveria se relacionar à variação da atividade econômica. Utilizando a variação do saldo da carteira de crédito como *proxy* para as concessões líquidas e o produto interno bruto (PIB) como indicador da atividade econômica, também seria possível relacionar a variação das concessões líquidas de crédito normali-

1 Na verdade, Biggs e outros (2010) mostraram, no contexto de um modelo macroeconômico simples, que a carteira de crédito também afetaria a atividade econômica, mas sua importância seria bem pequena se comparada ao papel das concessões líquidas.

zadas pelo PIB ao crescimento do PIB, o que foi chamado pelos autores de “impulso do crédito”.

Formalmente:

$$IC_t = \Delta S_t = \Delta(S_t - S_{t-1}) = (\Delta S_t - \Delta S_{t-1})$$

Em proporção do PIB nominal ($P_t Y_t$), temos que:

$$(i) \ iC_t = \Delta S_t = \left(\frac{\Delta S_t}{P_t Y_t} - \frac{\Delta S_{t-1}}{P_{t-1} Y_{t-1}} \right)$$

onde o subscrito t indica o período; IC_t é o impulso de crédito, S_t é o estoque de crédito; $P_t Y_t$ é o PIB nominal acumulado em 12 meses. Letras minúsculas expressam variáveis em proporção do PIB e as variáveis de estoque são medidas ao final do período.

A partir dessa métrica, Biggs e outros (2010) puderam mostrar que a recuperação das economias centrais no pós-crise financeira global de 2008/2009 ocorreu com a melhora do impulso do crédito, como se esperaria, ainda que o estoque das operações de crédito não tenha apresentado recuperação. Ou seja, o crédito e a atividade, se medidos da forma correta, se moveram em conjunto mesmo naquele período.

A seguir exploramos essa medida de impulso de crédito para o Brasil,² que, neste estudo, utiliza a razão entre a variação interanual (mês contra mesmo mês do ano anterior) do saldo das operações de crédito em valores correntes e o PIB nominal acumulado em 12 meses, sendo ambas as informações disponibilizadas pelo Banco Central do Brasil (BCB). A partir dessa métrica, tenta-se responder às seguintes questões: i) qual é a evolução do impulso do crédito no Brasil?; e ii)

² É necessário fazer breves comentários acerca dos dados que foram utilizados. As estatísticas do Banco Central do Brasil (BCB) não reportam informações sobre concessões de crédito líquidas do pagamento de juros, amortizações e refinanciamentos. São disponibilizados apenas o fluxo de recursos novos. Dessa forma, não é possível segregar eventuais renegociações ou refinanciamento de dívidas quando ocorre um novo fluxo de financiamento. Também não há informações disponíveis acerca de eventuais baixas a prejuízo das instituições financeiras, que também afetam o estoque de crédito da economia.

o impulso do crédito tem relação com o crescimento da atividade econômica? Trata-se de um tema pouco explorado no Brasil e que merece maior debate.³

Impulso do crédito 2002-2025: medida geral, recursos livres e recursos direcionados

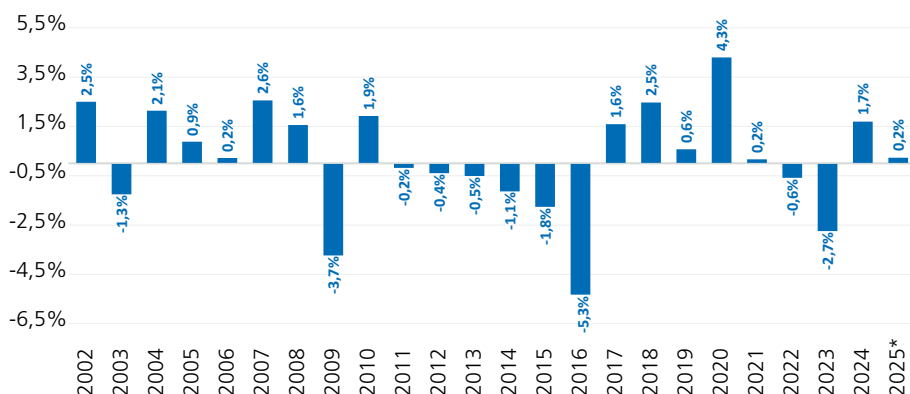
O mercado de crédito no Brasil pode ser analisado de diversas formas. Pelo lado da oferta, as operações de financiamento podem ser classificadas pela origem dos recursos – recursos livres (em que as taxas de juros das operações de crédito são pactuadas livremente entre as instituições financeiras e os mutuários finais) ou recursos direcionados (operações de crédito regulamentadas pelo Conselho Monetário Nacional – CMN) ou vinculados a recursos orçamentários, destinadas a financiamentos específicos voltados para a produção e investimento de médio e longo prazos). Ainda pelo lado da oferta, os recursos podem ser classificados pela origem das instituições financeiras – bancos públicos e bancos privados (nacionais e estrangeiros). Já pelo lado da demanda, as operações de financiamento podem ser classificadas como destinadas às empresas (pessoas jurídicas – PJs) ou mesmo às famílias (pessoas físicas – PFs). Ainda há a possibilidade de recortes setoriais pelo lado da demanda, relativo à destinação do crédito para empresas (indústria, comércio e serviços), e para as famílias (financiamentos habitacionais e rurais).

No escopo desse texto, a análise ficará restrita à medida global de impulso do crédito e sua segmentação pelo lado da oferta entre recursos livres e direcionados.

3 O BCB fez dois *boxes* sobre o tema, publicados no antigo Relatório de Inflação de setembro de 2021 e no Relatório de Política Monetária de março de 2025. São dois dos poucos estudos já realizados. Embora haja diferenças metodológicas na construção da medida de impulso do crédito aqui proposta, até por conta da limitação de acesso à informação, os resultados apontam na mesma direção e são qualitativamente semelhantes ao deste estudo. Outra referência que também aborda o tema é Pimentel e outros. (2025).

O Gráfico 1 apresenta a evolução da medida de impulso do crédito no Brasil, em bases anuais, no período de 2002 até o primeiro semestre de 2025. Já o Gráfico 2 segmenta o impulso de crédito nesse mesmo período segmentando sua contribuição entre recursos livres e direcionados.

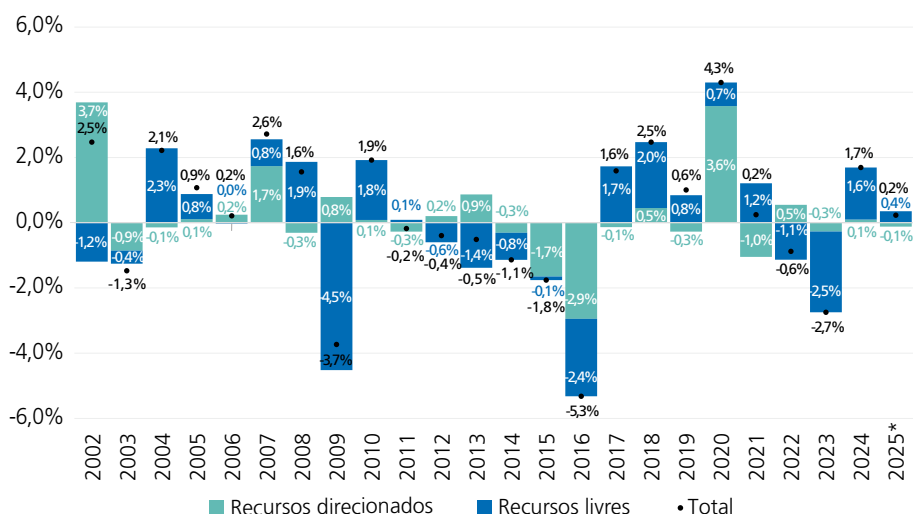
GRÁFICO 1. IMPULSO DO CRÉDITO NO BRASIL – 2002 A 2T2005 (% PIB)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB.

Nota: *Dados até 2T/2025.

GRÁFICO 2: IMPULSO DO CRÉDITO NO BRASIL: RECURSOS LIVRES VS RECURSOS DIRECIONADOS – 2002 A 2T2025 (% PIB)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB.

Nota: *Dados até 2T/2025.

Algumas informações interessantes podem ser obtidas das séries de longo prazo de impulso do crédito no Brasil.

- ▶ Entre 2002 e 2008, o impulso do crédito foi predominantemente positivo, com exceção de 2003. Nesse processo foram de vital importância, principalmente a partir de 2004:
 - A ampliação dos níveis de emprego formal e de renda, viabilizada tanto pelo crescimento da economia com estabilidade de preços, quanto pelas políticas de redistribuição de renda (valorização do salário-mínimo e ampliação dos programas sociais de transferência de renda);
 - Tendência de queda da taxa de juros básica da economia, que foi transmitida para as taxas de juros de modalidades importantes do crédito, como, por exemplo, crédito direto ao consumidor para aquisição de veículos;
 - Mudanças institucionais importantes que reforçaram esse ciclo expansionista, tornando o mercado de crédito bancário mais seguro para o prestador de recursos, como a regulamentação do crédito consignado, a alienação fiduciária e o patrimônio de afetação nos financiamentos imobiliários, a nova lei de falências em 2005, entre outras.
- ▶ Entre setembro de 2008 e 2009, no contexto da crise econômica global, o impulso do crédito tornou-se bastante negativo, atingindo, em 2009, o valor de -3,7%, com contribuição significativa da parcela de recursos livres (-4,5%), ilustrando a restrição de liquidez ocorrida no mercado bancário brasileiro por conta dos eventos internacionais. A atuação anticíclica dos recursos direcionados no ano de 2009 (contribuição positiva de 0,8%) compensou apenas parcialmente os efeitos do ambiente internacional no mercado de crédito doméstico.
 - Entre 2009 e 2010, a partir da rápida recuperação da economia, o impulso do crédito voltou ao terreno positivo;
 - Entre 2011 e 2013, o impulso do crédito foi mais próximo da neutralidade, mas com valores ligeiramente negativos e com tendência declinante,

seguindo o padrão dos recursos livres, enquanto os recursos direcionados tiveram contribuição levemente positiva;

- A partir de 2014, o impulso do crédito entrou em um terreno contracionista, com retração simultânea dos impulsos gerados pelos recursos livres e direcionados, na esteira da desaceleração da economia em 2014, e, posteriormente, do biênio recessivo de 2015-2016. O ano de 2016 marca o menor impulso do crédito de toda série analisada, com -5,3%;
- Entre 2017 e 2019, o impulso do crédito voltou ao terreno positivo com o bom desempenho dos recursos livres, mas houve perda de dinamismo em 2019;
- Em 2020, o impulso do crédito atingiu o maior valor da série histórica, com 4,3% devido às políticas adotadas para garantir liquidez às empresas durante a crise decorrente da Covid-19, o que se expressa pela grande contribuição do segmento direcionado (3,6%). Nesse contexto, destacam-se as várias políticas públicas implementadas, como, por exemplo, o BNDES FGI-PEAC (Programa Emergencial de Acesso a Crédito – Fundo Garantidor de Investimento), o BNDES Giro, o Fampe (Fundo de Aval as Micro e Pequenas Empresas), o Pese (Programa Emergencial de Sustentação do Emprego), o Pronampe FGO (Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte com acesso a garantia do Fundo Garantidor de Operações) e o PEAC Maquinhas (Programa Emergencial de Acesso ao Crédito para microempreendedores individuais e micro e pequenas empresas que operavam com cartão de crédito).⁴
- Entre o fim de 2021 e 2023, o impulso do crédito mostrou tendência declinante, entrando em terreno negativo e apresentando comportamentos díspares entre recursos livres e direcionados. O ano de 2023 foi particularmente impactado pelo “evento Americanas”, em que fraudes contábeis no

⁴ Para um resumo das principais medidas implementadas de crédito emergencial no âmbito da Covid-19, consultar o portal do Sebrae (<https://datasebrae.com.br/emprestometro/>).

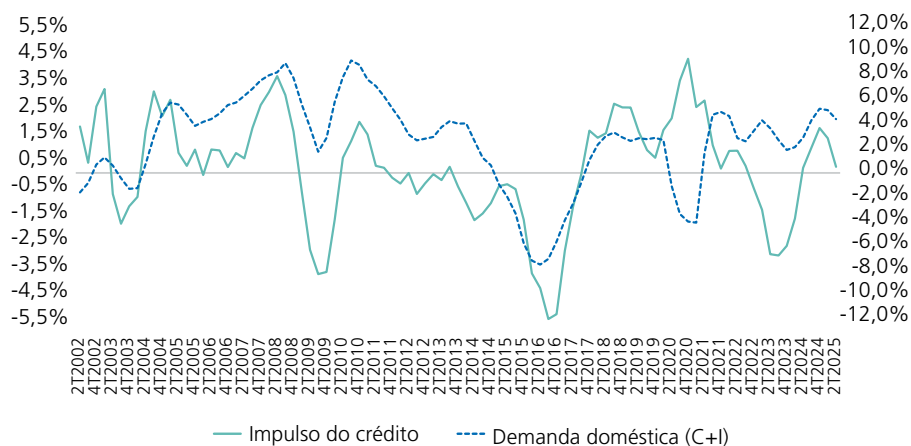
balanço da empresa resultaram em um forte aumento de aversão a risco na economia na primeira metade do ano, impactando as operações de crédito com recursos livres.

- No período mais recente, em 2024, o impulso do crédito voltou ao terreno positivo, liderado pelas operações com recursos livres, influenciado, sobretudo, pelo ciclo de queda da taxa básica de juros, com seus efeitos cumulativos e defasados, ocorridos entre agosto de 2023 e agosto de 2024. A atuação emergencial com a expansão do crédito para recuperação do Rio Grande do Sul também teve papel importante. Para 2025, com dados até o segundo trimestre de 2025, o forte ciclo de aperto monetário, com a Selic atingindo 15% a.a., e a tendência de desaceleração da atividade econômica são candidatos naturais a explicar a desaceleração da medida de impulso do crédito, que atingiu 0,2%.

Impulso do crédito e nível de atividade no Brasil

Mas será que o impulso do crédito no Brasil tem relação com a dinâmica do consumo e do investimento ($C + I$) – *proxy* para a demanda privada doméstica – ou mesmo com o nível de atividade no Brasil? O Gráfico 3, que relaciona o impulso do crédito com a demanda privada doméstica a preços constante de 2024, e o Gráfico 4, que associa o impulso do crédito ao IBC-Br (indicador mensal de atividade agregada do BCB), tentam mostrar essa relação.

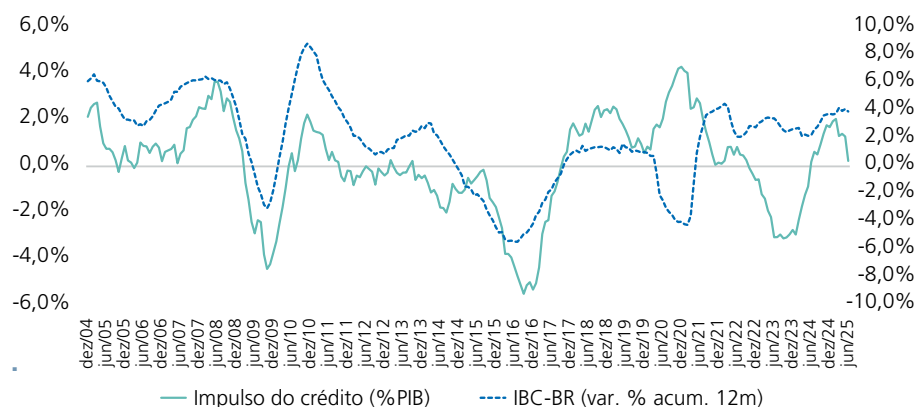
GRÁFICO 3: IMPULSO DO CRÉDITO NO BRASIL (% PIB) E TAXA DE CRESCIMENTO DA DEMANDA PRIVADA DOMÉSTICA (VAR. % REAL ACUMULADA EM 12 MESES) – 2T2002 A 2T2025



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB e do IBGE.

Nota: Dados até o 2T2025.

GRÁFICO 4: IMPULSO DO CRÉDITO NO BRASIL (% PIB) E TAXA DE CRESCIMENTO DO IBC-BR (VAR. % REAL ACUMULADA EM 12 MESES) – 4T2004 A 2T2025



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB.

Nota: Dados até o 2T2025.

Nota-se que, de forma geral, as séries têm associação positiva, mas em alguns episódios a relação não é muito estreita. Chama atenção, em particular, a forte discrepância ocorrida recentemente devido a dois movimentos:

- i. Em 2020, quando o impulso do crédito se torna amplamente positivo devido às medidas emergenciais implementadas pelo governo em decorrência da pandemia de Covid-19, e ainda assim, há forte queda da demanda privada doméstica e do IBC-Br pelas restrições à mobilidade e circulação de pessoas; e
- ii. Entre 2021 e 2023, quando a recuperação da economia coincide com um menor impulso do crédito pela retirada das medidas emergenciais.

A partir dos dados apresentados, pode-se concluir que o impulso do crédito geralmente apresenta correlação positiva com o crescimento da atividade econômica. A exceção ocorreu durante o período de parada súbita e reabertura da economia causada pela pandemia de Covid-19, quando a correlação se tornou claramente negativa. As políticas de crédito anticíclicas adotadas no período explicam esse padrão recente. Com o fim da transição para o período de normalidade econômica – após a pandemia e a reversão das políticas de crédito adotadas –, a associação positiva entre impulso do crédito e crescimento econômico parece ter voltado a vigorar.

A desaceleração observada na medida de impulso do crédito até o segundo trimestre de 2025 pode refletir e funcionar como um indicador antecedente da dinâmica da atividade econômica na segunda metade do ano. Essa relação, entretanto, permanece condicionada à execução de políticas de crédito no contexto da guerra tarifária implementada pelos EUA, na qual o Brasil é um dos países mais impactados.

Com base na experiência brasileira entre 2002 e 2025, o impulso de crédito se mostra, em geral, um bom indicador antecedente da atividade econômica, refletindo movimentos de aceleração ou retração que tendem a se materializar no nível de atividade com alguma defasagem. O crédito direcionado, por sua vez,

não atua apenas como suporte anticíclico em momentos de crise, como ocorreu em 2009 e 2020, mas também como indutor de segmentos específicos de investimento, sobretudo em infraestrutura, habitação e atividades rurais. Observa-se ainda que o impulso de crédito responde tanto ao ciclo da política monetária, que afeta diretamente o crédito livre, quanto a choques externos e internos que influenciam a liquidez e o apetite por risco das instituições financeiras. Resumindo, o impulso do crédito ajuda a compreender os mecanismos de transmissão do crédito sobre o crescimento do PIB brasileiro.

Referências

- BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Fluxo Financeiro e Impulso do Crédito. *Relatório de inflação*. Brasília, set. 2021. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/202109/ri202109b5p.pdf>. Acesso em: ago. 2025.
- BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Fluxo Financeiro e Impulso do Crédito em 2024. *Relatório de política monetária*. Brasília, mar. 2025. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/202503/rpm202503b3p.pdf>. Acesso em: ago. 2025
- BIGGS, M.; MAYER, T; PICK, A. *Credit and Economic Recovery: Demystifying Phoenix Miracles*, [s.l.], 15 mar. 2010. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1595980. Acesso em: ago. 2025.
- CALVO, G; IZQUIERDO, A.; TALVI, E. Phoenix Miracles in Emerging Markets: Recovering without Credit From Systemic Financial Crisis. *NBER Working Paper*. Cambridge, MA, n. 12.101, mar. 2006. Disponível em: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w12101/w12101.pdf. Acesso em: ago. 2025.
- CALVO, G.; LOO-KUNG, R. . US recovery: A new “Phoenix Miracle”?. *VoxEU*. [s.l.], 12 abr 2010. Disponível em: <https://cepr.org/voxeu/columns/us-recovery-new-phoenix-miracle>. Acesso em: ago. 2025.
- CLAESSENS, S.; KOSE, A.; TERRONES, M. A recovery without credit: Possible but... *VoxEU*. [s.l.], 22 mai. 2009. Disponível em: <https://cepr.org/voxeu/columns/recovery-without-credit-possible>. Acesso em: ago. 2025.

FMI – FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. Sustaining the Recovery. *World Economic Outlook*. Washington, DC, n. 2, out. 2009. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2016/12/31/World-Economic-Outlook-October-2009-Sustaining-the-Recovery-22576>. Acesso em: ago. 2025.

PIMENTEL, Débora; ALVES JUNIOR, Antonio José; SILVA, Erlon Domingues da. *The role of public bank credit to sustainable growth in Brazil*. Rio de Janeiro: Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro, ECSiFin – Economia e Conjuntura do Sistema Financeiro, 2025. Disponível em: https://enep.sep.org.br/uploads/2623_1742862503_SEP_pdf_ide.pdf. Acesso em: ago. 2025

SEBRAE – Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas. *Emprestômetro*. Disponível em: <https://datasebrae.com.br/emprestometro/>. Acesso em: ago. 2025.

Editado pela Gerência de Editoração e Memória do
Departamento de Relacionamento da
Área de Relacionamento, Marketing e Cultura

