Ciclos de Crédito e Fragilidade Financeira no Brasil: uma leitura minskyiana do impulso de crédito (2020–2026)

Felipe Santos Machado Botelho
Antônio José Alves Júnior
Débora Mesquita Pimentel

Área 6. Economia Monetária e Financeira e Dinâmica Inflacionária

Resumo

Este artigo analisa a dinâmica do crédito no Brasil entre janeiro de 2020 e março de 2026, desagregado em Pessoas Físicas (PF) e Pessoas Jurídicas (PJ), através do impulso de crédito. O impulso de crédito, definido como a variação do fluxo financeiro líquido, é mobilizado como indicador da aceleração ou desaceleração da criação de liquidez pelo sistema bancário e como aproximação operacional da mudança no grau de fragilidade financeira sistêmica, no sentido da Hipótese da Instabilidade Financeira de Hyman Minsky. O período analisado concentra dois ciclos completos de expansão e contração creditícia de magnitude histórica, moldados pela pandemia de Covid-19, pelo mais intenso ciclo de aperto monetário das últimas décadas e pela subsequente normalização parcial das condições financeiras. A análise integra os dados do indicador ao contexto de política monetária, inflação e mercado de trabalho de cada subperíodo, articulando a leitura empírica com o arcabouço pós-keynesiano, e com o princípio keynesiano da demanda efetiva. Os resultados confirmam que o segmento PJ antecipa sistematicamente os pontos de inflexão do ciclo de crédito, enquanto o segmento PF exibe maior inércia estrutural, com contração mais profunda e prolongada nas fases recessivas. Essa assimetria tem implicações relevantes para a condução da política monetária e macroprudencial no Brasil.

Palavras-chave: impulso de crédito; instabilidade financeira; política monetária; ciclo econômico brasileiro.

Abstract

This paper analyzes the dynamics of credit in Brazil from January 2020 to March 2026, disaggregated into Households and Non-Financial Corporations, through the credit impulse indicator. The credit impulse, defined as the change in the net financial flow, is employed as an indicator of the acceleration or deceleration of liquidity creation by the banking system and as an operational approximation of shifts in the degree of systemic financial fragility, in the sense of Hyman Minsky's Financial Instability Hypothesis. The period under analysis encompasses two complete cycles of credit expansion and contraction of historical magnitude, shaped by the Covid-19 pandemic, by one

of the most intense monetary tightening cycles in recent decades, and by the subsequent partial normalization of financial conditions. The analysis integrates the indicator's data with the monetary policy, inflation, and labor market context of each sub-period, combining the empirical reading with the post-Keynesian theoretical framework and with the Keynesian principle of effective demand. The results confirm that the corporate segment systematically anticipates the inflection points of the credit cycle, while the household segment displays greater structural inertia, with deeper and more prolonged contraction during restrictive phases. This asymmetry carries relevant implications for the conduct of monetary and macroprudential policy in Brazil.
Keywords: credit impulse; financial instability; monetary policy; Brazilian business cycle.

Introdução

A instabilidade é, segundo Hyman Minsky (1986), um resultado endógeno do funcionamento de economias monetárias de produção. Em seu arcabouço teórico, períodos de expansão financeira não apenas precedem as crises, eles as geram, na medida em que a estabilidade prolongada induz agentes econômicos a assumirem posturas financeiras progressivamente mais frágeis, elevando o grau de endividamento do sistema até o ponto em que qualquer reversão nas condições de financiamento desencadeia um processo de desalavancagem forçada com efeitos contracionistas sobre a demanda e o produto. O crédito, nesse quadro analítico, não é um mero instrumento passivo de intermediação financeira: é o vetor pelo qual as expectativas sobre o futuro se materializam em decisões de gasto presente e, simultaneamente, o mecanismo pelo qual a fragilidade financeira se acumula silenciosamente nos balanços do setor privado.

É sob essa perspectiva que o presente artigo analisa a dinâmica do impulso de crédito no Brasil entre janeiro de 2020 e março de 2026. O impulso de crédito, definido como a variação do fluxo financeiro líquido de crédito acumulado em janelas móveis de doze meses, capta precisamente a *aceleração* dessa injeção ou drenagem de liquidez no setor privado, constituindo, portanto, uma aproximação operacional do conceito minskyiano de mudança no grau de fragilidade financeira sistêmica. Quando positivo e crescente, o indicador sinaliza que o sistema está se movendo na direção de posturas financeiras mais agressivas, o que Minsky denominaria transição de unidades *hedge* para *especulativas* e, no limite, *Ponzi*. Quando negativo e aprofundando-se, indica que o processo inverso está em curso: uma desalavancagem forçada que, ao comprimir simultaneamente o consumo das famílias e o investimento das empresas, valida o pessimismo que a própria contração do crédito contribuiu para criar, em linha com o princípio keynesiano da demanda efetiva e o papel das expectativas na determinação do produto.

O período analisado oferece uma sequência analítica de rara completude sob esse ângulo teórico. A pandemia de Covid-19 interrompeu abruptamente o ciclo em curso e provocou uma

resposta de política econômica sem precedente: a taxa Selic recuou ao piso histórico de 2,00% ao ano, reservas compulsórias foram liberadas em larga escala e programas emergenciais de crédito foram lançados para evitar que a paralisação dos fluxos de caixa convertesse empresas solventes em insolventes, uma intervenção que o próprio Keynes (1936) prescreveria diante de um colapso da eficiência marginal do capital. O impulso de crédito resultante atingiu, em meados de 2021, os maiores valores da série histórica disponível, com a injeção líquida de recursos aproximando-se de 6% a 8% do PIB. Contudo, conforme argumenta Minsky em seu *paradoxo da tranquilidade*, é precisamente nesse momento de aparente estabilidade que as sementes da próxima instabilidade são plantadas: a expansão acelerada do crédito elevou o comprometimento de renda das famílias e o endividamento das empresas a patamares que se revelaram insustentáveis quando o ciclo de aperto monetário, iniciado em março de 2021 e levado à taxa de 13,75% ao ano em 2022, reverteu as condições de financiamento. O impulso de crédito cruzou para o campo negativo em meados de 2022 e aprofundou-se até o piso histórico da série em 2023, evidenciando o processo de desalavancagem forçada que Minsky associa à fase descendente do ciclo financeiro.

Este artigo tem dois objetivos complementares. Primeiro, documentar a dinâmica cronológica do impulso de crédito total e de seus segmentos, Pessoas Físicas (PF) e Pessoas Jurídicas (PJ), identificando os pontos de inflexão, os picos e pisos da série e os mecanismos macroeconômicos e financeiros subjacentes a cada fase. Segundo, evidenciar as assimetrias estruturais entre PF e PJ no *timing* das inflexões e na sensibilidade diferencial às condições monetárias, interpretando-as à luz da heterogeneidade das estruturas de balanço entre famílias e empresas que a teoria minskyiana pressupõe. A hipótese central é que o segmento PJ antecipa as inflexões do ciclo por estar mais exposto ao canal do custo de capital de giro, reagindo mais rapidamente tanto à expansão quanto ao aperto monetário, enquanto o segmento PF exibe maior inércia estrutural, decorrente do peso dos contratos de longo prazo com garantias reais, como o crédito consignado e o financiamento imobiliário, que atenuam temporariamente a transmissão das condições financeiras aos fluxos de pagamento das famílias.

Revisão da literatura

A crise econômica brasileira de 2015-2016 oferece uma ilustração paradigmática do processo de fragilização financeira endógena que Hyman Minsky (1986) teorizou, e sua análise pela literatura recente fornece um ponto de partida sólido para a investigação do período 2020-2026. Andrade e Lara (2016) demonstram como o longo ciclo de crescimento com estabilidade que vigorou entre 2004 e 2014 criou, de forma endógena, as condições para a mais severa recessão em décadas. Aquele período foi marcado por uma expansão vigorosa do crédito, impulsionada pela redução da taxa de juros, pela ascensão social de milhões de famílias e por políticas públicas que estimulavam ativamente o

endividamento, tanto para consumo quanto para investimento produtivo. Os bancos públicos, em particular, assumiram um papel de liderança nesse processo, expandindo agressivamente suas carteiras para setores estratégicos e, progressivamente, para tomadores de maior risco. A confiança dos agentes se consolidou, e a percepção de risco se reduziu, alimentando o que Minsky identificaria como uma transição sistêmica de uma estrutura financeira robusta, dominada por unidades *hedge*, para uma estrutura frágil, na qual posturas *especulativas* e *Ponzi* se tornaram predominantes.

A partir de 2013, contudo, a conjunção de um choque de política monetária, com a elevação da Selic em resposta às pressões inflacionárias, a deterioração dos termos de troca e o esgotamento do espaço de crescimento da renda das famílias alterou radicalmente as condições de financiamento. O custo de rolagem das dívidas subiu de forma expressiva, ao mesmo tempo em que o fluxo de caixa dos agentes se deteriorava. As empresas que haviam se endividado em bases especulativas viram seu serviço da dívida consumir parcelas crescentes de sua receita, enquanto as famílias, com o comprometimento de renda em níveis historicamente elevados, começaram a inadimplir em massa. O sistema bancário, por sua vez, diante da deterioração de seus ativos, contraiu a oferta de crédito, aprofundando o ciclo recessivo. A recessão que se seguiu foi, portanto, uma típica crise minskyana: a fragilidade financeira, que se acumulou silenciosamente durante uma década de estabilidade, tornou-se agudamente aparente, e a desalavancagem forçada resultante funcionou como um poderoso mecanismo de contração da demanda efetiva. O período 2020-2026, objeto deste estudo, recoloca esse padrão em um contexto de choque de oferta sem precedente, testando os limites da intervenção pública como antídoto à deflação de ativos minskyana e recolocando a questão central de se, e em que medida, as estruturas de balanço de famílias e empresas respondem de forma assimétrica a choques dessa magnitude.

A análise de como diferentes agentes reagem a estímulos e restrições de crédito, que está no cerne da HIF, pode ser estendida para a investigação da heterogeneidade setorial e socioeconômica do sistema financeiro. Andrade (2009), ao investigar a relação entre tipos de crédito e crescimento econômico nos municípios brasileiros, constrói uma tipologia que revela como diferentes perfis socioeconômicos respondem de forma marcadamente distinta à concessão de financiamento. A autora demonstra que o efeito do crédito sobre o crescimento não é homogêneo:

“os resultados apontaram para a existência de efeitos significativos de certas categorias de crédito sobre o crescimento econômico em determinados tipos [sic] de municípios, relacionando-se aos certos níveis de concessão de financiamentos nas cidades, assim como às características de interesse das mesmas” (ANDRADE, 2009, p. 6).

Esse achado é metodologicamente crucial, pois revela que análises agregadas do crédito podem ocultar dinâmicas setoriais ou regionais divergentes. Sua conclusão de que a influência do crédito sobre a produção de riqueza é condicionada pelas "condições estruturais e institucionais que

compõem determinada localidade" (ANDRADE, 2009, p. 104) ecoa a lógica minskyana de que as estruturas de balanço e os horizontes de decisão dos agentes determinam sua sensibilidade a variações nas condições de financiamento.

Esse princípio de heterogeneidade estrutural, documentado por Andrade (2009) na dimensão espacial, opera de forma análoga na dimensão setorial que este artigo explora: assim como regiões periféricas diferem estruturalmente em sua capacidade de atrair e reter crédito nos momentos de reversão do ciclo, famílias e empresas diferem em sua sensibilidade a variações nas condições de financiamento, diferença que a teoria minskyiana atribui à heterogeneidade das estruturas de balanço e dos horizontes de decisão dos agentes. As famílias, especialmente as de menor renda, possuem uma estrutura de balanço mais vulnerável a choques de juros e desemprego do que as grandes corporações, que conseguem diversificar suas fontes de financiamento, acessar o mercado de capitais e negociar prazos mais longos, amortecendo parte do impacto contracionista de um choque monetário. A desagregação do impulso de crédito entre Pessoas Físicas e Jurídicas que este trabalho realiza busca, precisamente, operacionalizar empiricamente essa assimetria estrutural em uma métrica quantitativa de alta frequência.

O conceito de "impulso de crédito" que orienta este estudo, definido como a variação do fluxo financeiro líquido acumulado em doze meses, é a ferramenta analítica que permite aferir a *aceleração* da injeção ou drenagem de liquidez no setor privado. A evidência fornecida por Biggs, Mayer e Pick (2010) sobre seu poder preditivo para recuperações econômicas é complementada pela análise de longo prazo de Jordà, Schularick e Taylor (2013). Estes últimos demonstram que a própria intensidade da expansão creditícia passada é um poderoso previsor da profundidade das recessões e da lentidão das recuperações subsequentes, um fato estilizado que valida empiricamente, em uma escala histórica, o princípio minskyano de que a estabilidade é desestabilizadora.

Apesar da relevância do arcabouço pós-keynesiano para a economia brasileira, a aplicação do instrumental do impulso de crédito desagregado por segmento institucional (PF e PJ) para a análise de ciclos financeiros completos permanece uma lacuna na literatura nacional. Os estudos existentes ou focam no nível do estoque de crédito, ou analisam a inadimplência como variável dependente, ou concentram-se em períodos anteriores à pandemia de Covid-19. Este artigo se propõe a preencher essa lacuna ao documentar, com dados mensais de janeiro de 2020 a março de 2026, dois ciclos completos de expansão e contração creditícia de magnitude histórica, evidenciando a assimetria estrutural entre os segmentos de famílias e empresas no *timing* das inflexões e na sensibilidade às condições monetárias.

Metodologia e definição do impulso de crédito

A mensuração do impulso de crédito utilizada neste trabalho baseia-se na abordagem desenvolvida pelo Banco Central do Brasil (2021), que define o indicador como a variação do fluxo financeiro associado ao crédito na economia. Em termos gerais, o impulso de crédito busca captar mudanças na intensidade da criação líquida de ativos financeiros pelo sistema bancário, sendo, portanto, um indicador da aceleração ou desaceleração do crédito ao longo do tempo, e não do seu nível absoluto.

O conceito fundamental subjacente ao indicador é o fluxo financeiro (FF), que corresponde à diferença entre as concessões de crédito realizadas em determinado período e os pagamentos efetuados sobre operações contratadas anteriormente:

$$(1)\ FF_t = Concessões_t - Pagamentos_t$$

Quando positivo, o fluxo financeiro indica que as novas concessões superam os pagamentos, contribuindo para a expansão da liquidez da economia; quando negativo, reflete uma contração líquida do crédito, na medida em que os pagamentos excedem as novas operações. O impulso de crédito, por sua vez, corresponde à variação desse fluxo ao longo do tempo:

$$(2)\ IC_t = FF_t - FF_{t-1}$$

Dessa forma, o indicador não mede se o crédito está expansivo ou contracionista em nível, mas sim a direção e a intensidade da mudança nessa condição. Um impulso positivo indica que o crédito está se tornando mais expansivo (ou menos contracionista) do que no período anterior, enquanto um impulso negativo sinaliza o oposto.

Uma dificuldade operacional relevante na construção do indicador decorre do fato de que os pagamentos de crédito não são divulgados diretamente nas estatísticas oficiais. Para contornar essa limitação, os pagamentos são estimados de forma indireta a partir da decomposição da evolução do saldo de crédito. Partindo da identidade contábil que relaciona saldo, concessões, juros, variação cambial e pagamentos, chega-se à seguinte expressão:

$$(3)\ Pagamentos_t = -\Delta Saldo_t + Concessões_t + Juros_t + f(\Delta E_t)$$

A variação do saldo de crédito e os dados de concessões são obtidos diretamente das estatísticas monetárias do Banco Central do Brasil, tendo sido utilizadas as séries dessazonalizadas para melhor aderência à dinâmica subjacente do crédito. Os juros incidentes sobre o estoque são estimados com base no Indicador de Custo do Crédito (ICC), convertido de sua base anual para mensal, enquanto o efeito da variação cambial sobre operações em moeda estrangeira é captado pela ponderação do saldo externo pela desvalorização ou valorização da moeda nacional. Em razão da indisponibilidade de informações detalhadas sobre baixas contábeis por inadimplência, esse componente foi desconsiderado, sem prejuízo significativo para a identificação da direção e intensidade das variações do crédito.

Por fim, com o objetivo de reduzir a volatilidade de curto prazo e mitigar efeitos sazonais, os fluxos financeiros foram acumulados em janelas móveis de doze meses. O impulso de crédito é então calculado como a diferença entre o fluxo acumulado no período corrente e o fluxo acumulado no mesmo período do ano anterior:

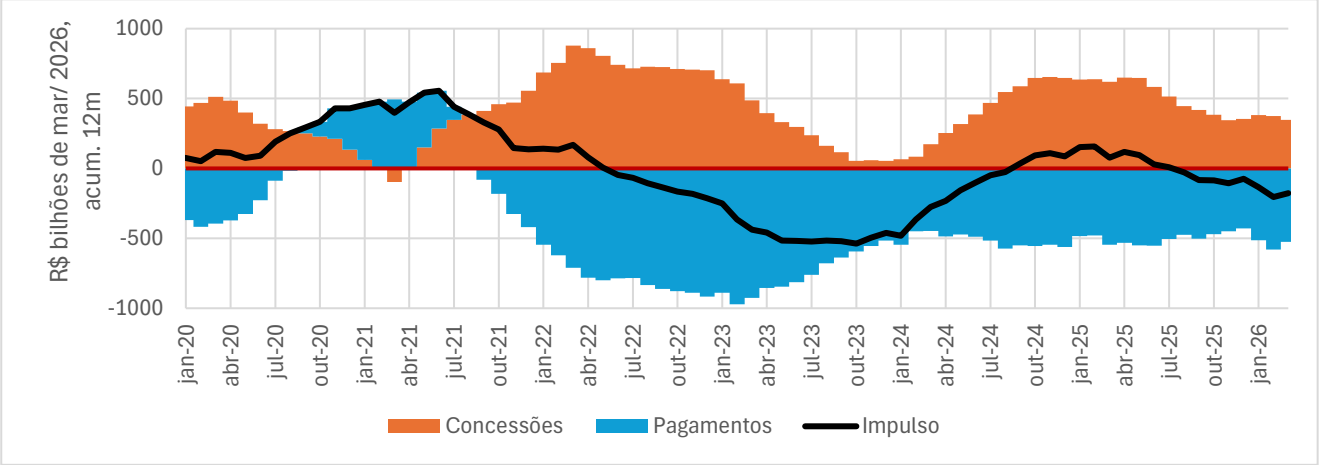
$$(4)\ IC_t = (\text{Fluxo Acumulado})_t - (\text{Fluxo Acumulado})_{t-12}$$

Esse procedimento permite uma leitura mais robusta da dinâmica do crédito, ao evidenciar tendências estruturais e reduzir a influência de oscilações pontuais, contribuindo para uma análise mais consistente da relação entre condições financeiras, política monetária e atividade econômica.

Todas as séries nominais de crédito utilizadas neste estudo foram convertidas para valores reais por meio do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), tomando-se março de 2026 como mês de referência.

Resultados

Gráfico 1: Impulso de Crédito no Brasil



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do SGS/BCB.

O comportamento do impulso de crédito real no Brasil entre janeiro de 2020 e março de 2026, sintetizado no Gráfico 1, revela a natureza dual do crédito: um braço operacional da política monetária em tempos de crise e, subsequentemente, o principal canal de transmissão do aperto macroeconômico. A série, mensurada pela variação do fluxo financeiro líquido (concessões menos pagamentos) em bilhões de reais, partiu de uma trajetória já positiva no período pré-pandemia, registrando R$ 74,4 bilhões em janeiro de 2020. Contudo, foi a partir de março daquele ano que o indicador passou a refletir a dimensão da resposta de política econômica à pandemia de Covid-19.

A autoridade monetária, focada em mitigar a interrupção brusca dos fluxos de caixa, operacionalizou uma redução sem precedentes nas exigências de capital, a liberação de reservas compulsórias e a criação de programas emergenciais de crédito (Relatório de Inflação, junho de 2020). O efeito dessa injeção massiva de liquidez foi um salto no impulso: de R$ 74,4 bilhões em

janeiro, o indicador mais que dobrou em quatro meses, atingindo R$ 117,9 bilhões em março e acelerando até um primeiro pico de R$ 293,4 bilhões em setembro de 2020 (Gráfico 1). O movimento reflete que, na prática, o fluxo financeiro foi impulsionado mais pela drástica redução dos pagamentos que passaram de um patamar negativo de R$ 369,6 bilhões em janeiro para um valor positivo de R$ 42,3 bilhões em setembro, indicando postergação de amortizações do que pelo aumento das concessões em si, em função das carências concedidas.

O impulso manteve-se em patamares extremamente elevados ao longo de todo o ano de 2020 e do primeiro semestre de 2021. Após uma ligeira acomodação no final de 2020, o indicador retomou a trajetória ascendente, atingindo seu máximo histórico em junho de 2021, com R$ 555,5 bilhões de reais. Essa fase coincide com o auge das medidas de estímulo monetário e fiscal, quando a Selic recuou ao seu piso histórico de 2,00% ao ano e os programas emergenciais estavam em plena operação (Relatório de Inflação, dezembro de 2020). O impulso positivo sustentado representou uma injeção líquida de recursos de magnitude histórica, equivalente a cerca de 6% a 8% do PIB, essencial para evitar que a economia brasileira entrasse em um ciclo minskyano de deflação de ativos. Nesse primeiro estágio, a intervenção estatal cumpriu o papel keynesiano de socialização do risco em um momento de colapso da eficiência marginal do capital.

A transição para o segundo semestre de 2021 marcou, contudo, o início da materialização do paradoxo da tranquilidade de Minsky. A partir do pico de junho de 2021, o impulso iniciou uma trajetória descendente acelerada, caindo de R$ 555,5 bilhões para R$ 441,1 bilhões em julho e para R$ 145,0 bilhões em novembro, uma perda de mais de dois terços de seu valor em apenas cinco meses (Gráfico 1). Conforme o contexto macroeconômico se deslocou do suporte à solvência para o combate à inflação, o Banco Central iniciou um ciclo de elevação da taxa Selic a partir de março de 2021. A autoridade monetária destacou que a política precisava se tornar restritiva para ancorar as expectativas (Relatório de Inflação, março de 2022), e o reflexo imediato sobre o impulso de crédito foi inequívoco. Contrariamente ao que se afirmou em análises preliminares, a travessia para território negativo não ocorreu em novembro de 2021 (quando o impulso ainda era positivo em 145,0 bilhões), mas sim em junho de 2022, com o indicador registrando R$ -45,9 bilhões. Esse movimento atrasado decorre do fato de que o fluxo de pagamentos de juros e amortizações cresce de forma exponencial apenas após o fim das carências concedidas durante a pandemia e após a plena transmissão do aperto monetário às taxas de juro do crédito bancário.

O ano de 2022 representou a fase de desaceleração gradual, mas ainda com impulso majoritariamente positivo ou pouco negativo: de janeiro a maio de 2022 o indicador oscilou entre R$ 141,2 bilhões e R$ 6,3 bilhões, e o primeiro valor negativo expressivo apareceu apenas em junho. Foi ao longo de 2023 que se instalou a mais aguda desalavancagem forçada do período. O impulso aprofundou-se continuamente: de R$ -250,6 bilhões em janeiro de 2023 para R$ -364,2 bilhões em

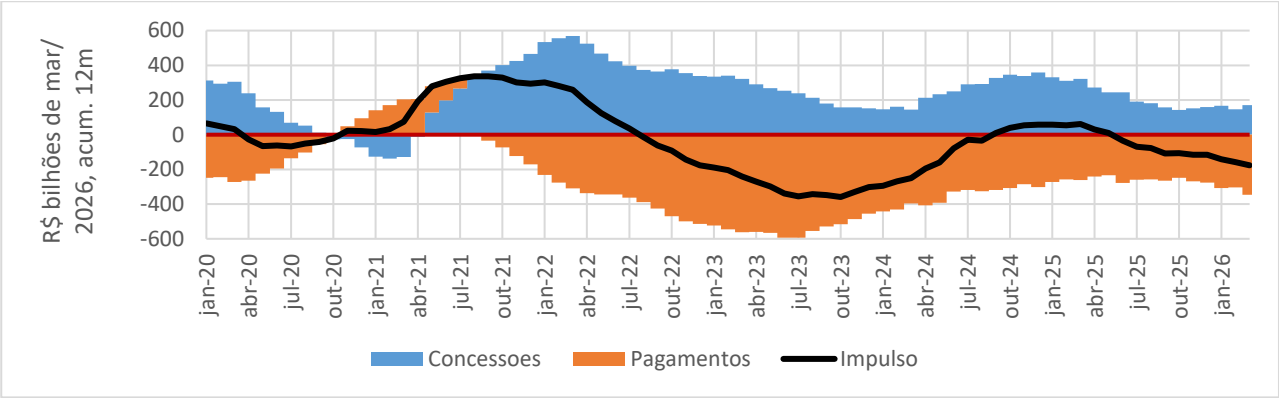
fevereiro e, finalmente, atingiu o piso histórico de toda a série em outubro de 2023, com R$ -537,6 bilhões (Gráfico 1). Nesse patamar, o setor privado como um todo devolvia ao sistema financeiro, líquido de novas contratações, um volume de recursos sem precedentes (cerca de 4% a 5% do PIB). A seletividade dos bancos aumentou drasticamente e o apetite por risco foi substituído por uma postura defensiva, conforme detalhado no Relatório de Inflação de junho de 2023, que citou o aumento do spread bancário e a desaceleração das modalidades de crédito livre. O indicador manteve-se consistentemente negativo por quase um ano e meio, refletindo a plena transmissão do aperto monetário às condições financeiras domésticas.

A partir do segundo trimestre de 2024, a análise cronológica indica o início de uma fase de estabilização e lenta recuperação. O impulso começou a estreitar seu déficit de forma progressiva: de R$ -517,8 bilhões em junho de 2023, passou para R$ -101,6 bilhões em junho de 2024 e, finalmente, cruzou para o território positivo em setembro de 2024, registrando R$ 36,2 bilhões (Gráfico 1). A melhora coincidiu com o ciclo de flexibilização monetária iniciado pelo Copom em setembro de 2023, quando a Selic começou a ser reduzida gradualmente. O impulso manteve-se positivo até o início de 2025, atingindo R$ 152,6 bilhões em janeiro de 2025, impulsionado também por programas de renegociação de dívidas como o Desenrola Brasil e pelo crescimento econômico acima do esperado (Relatório de Política Monetária, março de 2025).

Contudo, essa recuperação mostrou-se frágil e de curta duração. A partir do segundo semestre de 2025, o impulso voltou a deteriorar-se rapidamente. Após registrar R$ 96,6 bilhões em maio de 2025, o indicador iniciou nova trajetória descendente, atravessando novamente para o campo negativo em agosto de 2025 (R$ -28,7 bilhões) e atingindo R$ -204,7 bilhões em fevereiro de 2026 (Gráfico 1). Este segundo ciclo de contração creditícia refletiu um novo ciclo de aperto monetário, diante da reaceleração inflacionária e da persistência de expectativas desancoradas, que levou a Selic a patamares contracionistas de 15% ao ano durante todo o segundo semestre de 2025 (Relatórios de Política Monetária de setembro e dezembro de 2025).

Nos meses finais da série, entre o final de 2025 e março de 2026, o impulso de crédito geral iniciou uma modesta recuperação, mas permaneceu em território negativo, oscilando em torno de R$ -176,5 bilhões em março de 2026 (Gráfico 1). Conforme documentado no Relatório de Política Monetária de março de 2026, a economia brasileira desacelerou conforme o esperado, com o PIB crescendo 2,3% em 2025 e projeção de 1,6% para 2026, em um contexto de hiato do produto ainda positivo (0,1% no primeiro trimestre de 2026), mas em trajetória de queda. A política monetária manteve-se em território contracionista, com a Selic em 15% a.a. até março de 2026, e as condições financeiras, após um período de alívio, voltaram a mostrar sinais de restrição.

Gráfico 2: Impulso de Crédito às Pessoas Físicas no Brasil



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do SGS/BCB.

A trajetória do impulso de crédito destinado às pessoas físicas, sintetizada no Gráfico 2, oferece uma visão detalhada sobre a resiliência e a vulnerabilidade do consumo das famílias brasileiras perante choques externos e ciclos de juros. O impulso de crédito às famílias exibiu uma dinâmica inicialmente favorável, seguida por um ciclo de contração severa e, posteriormente, por uma recuperação lenta e incompleta.

No período imediatamente anterior à pandemia, o impulso PF já se encontrava em patamar positivo, registrando R$ 65,2 bilhões em janeiro de 2020. Com o aprofundamento da crise sanitária e as medidas de isolamento social, a capacidade de consumo das famílias foi drasticamente reduzida, e o impulso caiu para R$ -26,7 bilhões em abril de 2020, o primeiro valor negativo da série. Essa queda expressiva refletiu tanto a retração das concessões de crédito quanto a manutenção dos pagamentos de parcelas de financiamentos já contratados, sem que ainda houvesse carências generalizadas para o varejo bancário (Relatório de Inflação, junho de 2020).

A partir do segundo trimestre de 2020, o impulso PF iniciou uma trajetória de recuperação gradual, ainda que lenta. O indicador permaneceu negativo ao longo de todo o segundo e terceiro trimestres: de R$ -65,9 bilhões em maio, recuou a R$ -51,2 bilhões em agosto, refletindo a persistência da incerteza sobre o mercado de trabalho e a recuperação ainda incipiente da renda das famílias. A reversão efetiva para o campo positivo ocorreu apenas em novembro de 2020, quando o indicador registrou R$ 23,3 bilhões, impulsionado pela combinação do Auxílio Emergencial, da redução da Selic ao piso histórico de 2,00% ao ano e da reabertura gradual do comércio. A aceleração ganhou força ao longo do primeiro semestre de 2021. A retomada, consolidada a partir de novembro de 2020 e acelerada ao longo do primeiro semestre de 2021, foi impulsionada por três fatores convergentes: (i) a redução da Selic ao piso histórico de 2,00% ao ano, que barateou o custo do crédito; (ii) os programas emergenciais de renda, como o Auxílio Emergencial, que sustentaram o consumo das famílias de menor renda; e (iii) a reabertura gradual da economia, que reativou o consumo de bens duráveis, especialmente veículos e materiais de construção (Relatório de Inflação, setembro de 2021). O impulso PF atingiu seu pico histórico em maio de 2021, com R$ 278,7 bilhões (Gráfico 2). No entanto, o ápice já trazia consigo os germes de sua própria reversão, uma vez que o

ritmo acelerado de concessões, combinado com o aumento do comprometimento de renda, antecipava os limites da capacidade de pagamento das famílias.

A partir de junho de 2021, o impulso PF iniciou uma trajetória descendente acelerada. O indicador, que ainda se mantinha em R$ 305,4 bilhões em junho de 2021, começou a perder força de forma mais acentuada. Contrariamente ao que se observou no segmento PJ, o impulso PF permaneceu positivo durante todo o segundo semestre de 2021 e boa parte de 2022, registrando R$ 293,5 bilhões em dezembro de 2021 e R$ 302,1 bilhões em janeiro de 2022. A travessia para território negativo ocorreu tardiamente, apenas em setembro de 2022, quando o indicador atingiu R$ -61,2 bilhões. Essa inércia à alta dos juros decorreu do peso estrutural dos contratos de longo prazo com garantias reais no crédito às famílias, como o financiamento imobiliário e, especialmente, o crédito consignado, que manteve impulsos positivos durante a maior parte do período analisado, atuando como um amortecedor parcial da contração (Relatório de Inflação, março de 2022).

A fase mais aguda de contração do crédito às pessoas físicas ocorreu ao longo de 2023. O impulso PF aprofundou-se continuamente: de R$ -189,7 bilhões em janeiro de 2023 para R$ -204,4 bilhões em fevereiro, e atingiu seu piso histórico em julho de 2023, com R$ -355,2 bilhões (Gráfico 2). Nesse período, a combinação de juros reais elevados (Selic em 13,75% ao ano), mercado de trabalho ainda em recuperação incompleta e endividamento das famílias em patamares recordes provocou uma verdadeira desalavancagem forçada. As famílias passaram a dedicar parcela crescente de sua renda ao serviço da dívida, reduzindo drasticamente a tomada de novos empréstimos. O Relatório de Inflação de junho de 2023 documentou esse movimento, destacando a queda nas concessões de crédito livre e o aumento da inadimplência.

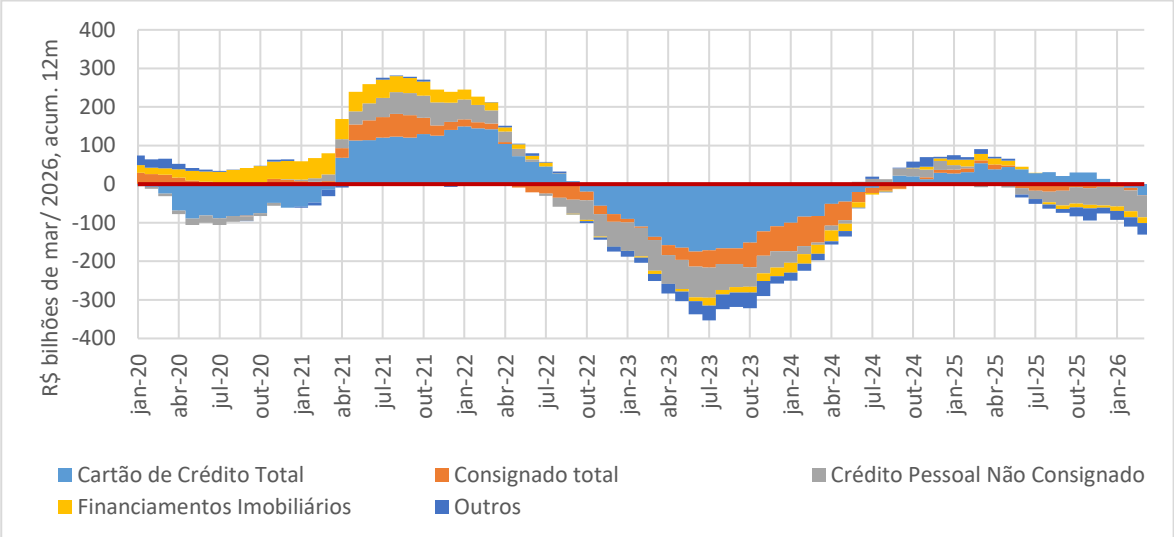
A recuperação do impulso PF mostrou-se lenta e desigual. A partir do segundo semestre de 2023, com o início do ciclo de flexibilização monetária (redução da Selic a partir de setembro de 2023), o indicador começou a estreitar seu déficit. Em outubro de 2023, o impulso PF ainda era de R$ -358,9 bilhões; em dezembro de 2023; e seguiu trajetória de lenta recuperação ao longo do primeiro semestre de 2024, atingindo R$ -29,1 bilhões em julho. O cruzamento definitivo para o campo positivo ocorreu em setembro de 2024, quando o indicador registrou R$ 9,8 bilhões (Gráfico 2), quatro meses depois do segmento PJ, que havia retornado ao positivo em maio. Essa defasagem confirma a maior inércia estrutural das famílias no processo de recuperação do crédito. A melhora foi impulsionada pelo início do ciclo de flexibilização monetária, iniciado pelo Copom em setembro de 2023, e por programas de renegociação de dívidas como o Desenrola Brasil, que permitiram que agentes antes inadimplentes voltassem a ter acesso ao mercado de crédito (Relatório de Inflação, março de 2024; Relatório de Política Monetária, março de 2025).

No entanto, a recuperação foi modesta e de curta duração. O impulso PF atingiu um pico de R$ 58,1 bilhões em janeiro de 2025, mas já em fevereiro de 2025 voltou a cair, entrando novamente

em território negativo em junho de 2025, com R$ -34,6 bilhões. O comportamento do crédito às pessoas físicas no biênio 2025-2026 revelou uma segunda onda de contração, embora menos intensa que a de 2023. O indicador oscilou em torno de valores negativos moderados, atingindo R$ -116,2 bilhões em novembro de 2025 e R$ -141,7 bilhões em janeiro de 2026 (Gráfico 2). Essa nova deterioração refletiu a manutenção da Selic em patamar contracionista (15% ao ano durante todo o segundo semestre de 2025), o arrefecimento do mercado de trabalho e o aumento da inadimplência, que elevou o fluxo de pagamentos sem contrapartida de novas concessões.

Ao encerrar a série em março de 2026, o impulso PF situava-se em R$ -177,3 bilhões, evidenciando que as famílias brasileiras continuavam em um processo prolongado de desalavancagem, com limitada capacidade de retomada do consumo financiado. Para compreender a fundo os determinantes do impulso de crédito consolidado das famílias, faz-se necessário decompor a trajetória agregada nas suas principais modalidades de financiamento, conforme apresentado no Gráfico 3.

Gráfico 3: Impulso de Crédito nas Modalidades de Pessoa Física



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do SGS/BCB.

Para compreender a fundo os determinantes do impulso de crédito consolidado das famílias, faz-se necessário decompor a trajetória agregada nas suas principais modalidades de financiamento, conforme apresentado no Gráfico 3. O mercado de crédito à pessoa física no Brasil é estruturado por uma clara divisão de perfis de risco, prazos e custos financeiros que reagem de maneiras marcadamente distintas aos ciclos de política monetária do Banco Central. Conforme apontado no Relatório de Inflação de março de 2021, o período inicial de resposta à pandemia de Covid-19 foi caracterizado por uma forte heterogeneidade na alocação de recursos. Enquanto o consumo imediato buscou suporte em linhas emergenciais e de curto prazo, o financiamento de bens duráveis e a

aquisição de ativos reais de longo prazo responderam de forma expressiva ao ciclo expansionista que levou a taxa Selic ao patamar histórico de 2,00% ao ano.

Dentre as modalidades de crédito livre direcionadas ao consumo corrente, o cartão de crédito total (que agrega tanto as transações à vista quanto o rotativo) e o crédito pessoal não consignado desempenharam um papel ambíguo no balanço das famílias. Ao contrário do que se afirmou em análises preliminares, o impulso do cartão de crédito iniciou 2020 já em território negativo: R$ -2,37 bilhões de reais em janeiro de 2020, refletindo uma contração líquida no uso dessa linha nos meses anteriores à pandemia. Com o isolamento social e a retração do comércio físico, a deterioração foi ainda mais dramática: o indicador atingiu R$ -89,29 bilhões em maio de 2020 e R$ -80,83 bilhões em junho de 2020 (Gráfico 3). Esses valores negativos expressivos indicam que as famílias estavam, naquele momento, pagando mais do que contratando novos financiamentos via cartão, em um contexto de forte incerteza e queda da renda.

À medida que a economia reabriu sob forte pressão inflacionária de bens industriais e alimentos (Relatório de Inflação, setembro de 2021), o impulso do cartão de crédito acelerou, atingindo seu pico histórico de R$ 120,43 bilhões de reais em setembro de 2021. Esse movimento, embora expressivo, foi menos intenso do que o observado em outras modalidades de curto prazo, indicando que a "estratégia de sobrevivência financeira" das famílias via utilização do cartão de crédito, embora relevante, teve magnitude limitada diante da contração da renda e do aumento do desemprego.

O crédito pessoal não consignado também iniciou 2020 em terreno negativo, com sua piora ocorrendo em maio daquele ano, quando atingiu R$ -16,19 bilhões de reais. A recuperação veio com a reabertura da economia, e o pico da modalidade ocorreu em novembro de 2021, com R$ 59,81 bilhões de reais. Esse movimento reforça o padrão de endividamento defensivo das famílias em um contexto de perda de poder de compra, evidenciando que o ápice da tomada de crédito pessoal se deu tardiamente, já sob os primeiros sinais de aperto monetário.

Sob a ótica minskyiana, essa escalada não representou uma expansão saudável da capacidade de gasto, mas sim uma estratégia de sobrevivência financeira de caráter puramente defensivo. As famílias de menor renda recorreram a essas linhas de custo proibitivo para financiar despesas básicas de subsistência, elevando rapidamente o componente de juros nos fluxos de pagamentos subsequentes.

O crédito consignado total destacou-se como a modalidade mais resiliente de todo o período, embora não tenha escapado completamente da contração. Diferentemente das linhas de curto prazo, o consignado manteve impulsos positivos durante toda a fase expansionista, de janeiro de 2020 a fevereiro de 2022, com pico de R$ 58,87 bilhões em agosto de 2021. No entanto, com o aprofundamento do aperto monetário, a modalidade também ingressou em território negativo a partir

de maio de 2022 (R$ -8,47 bilhões), atingindo seu ponto mais baixo em agosto de 2023 (R$ -40,87 bilhões). A recuperação foi lenta, mas o consignado voltou a registrar impulsos positivos entre outubro de 2024 e maio de 2025, ainda que em níveis muito inferiores aos do período pré-pandemia (Gráfico 3). Essa trajetória reflete a estabilidade da renda dos tomadores (trabalhadores formais, aposentados e pensionistas) e as garantias associadas a essa linha, que funcionaram como um amortecedor parcial, porém não impediram a deterioração em momentos de juros extremamente elevados.

Os financiamentos imobiliários, de prazo mais longo e fortemente indexados a taxas pré-fixadas ou à TR, reagiram com defasagem ao ciclo de aperto. O impulso manteve-se positivo e relativamente estável ao longo de 2020 e 2021, atingindo pico de R$ 52,22 bilhões em fevereiro de 2021. A partir de meados de 2022, com a Selic em dois dígitos, o impulso começou a se deteriorar, mas somente em janeiro de 2023 tornou-se negativo (R$ -1,23 bilhão), aprofundando-se até R$ -20,99 bilhões em novembro de 2023 (Gráfico 3). Essa defasagem evidencia o mecanismo pelo qual a elevação dos juros transforma unidades que antes eram *hedge* (com fluxo de caixa suficiente para amortizar a dívida) em posições especulativas, forçando os agentes a recorrerem à inadimplência ou a uma contração drástica de seu consumo para honrar compromissos imobiliários.

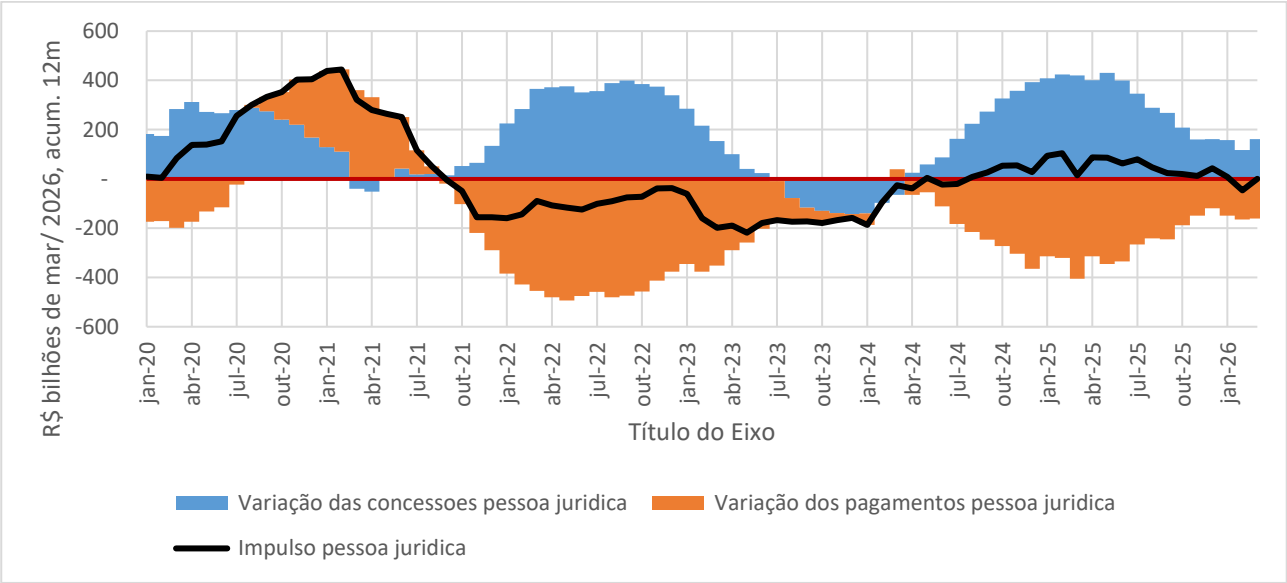
A dinâmica observada no biênio 2024-2025 revelou, inicialmente, uma tentativa de recuperação de todas as modalidades, impulsionada pelo início do ciclo de flexibilização monetária (redução da Selic a partir de setembro de 2023) e por programas de renegociação de dívidas como o Desenrola Brasil. O cartão de crédito, que atingira seu ponto mais negativo em junho de 2023 (R$ -174,82 bilhões), estreitou seu déficit para R$ -20,50 bilhões em junho de 2024 e chegou a registrar valores positivos modestos a partir de setembro de 2024 (R$ 22,32 bilhões). O crédito pessoal não consignado retornou ao território positivo em meados de 2024 (R$ 5,79 bilhões em junho) e alcançou R$ 20,37 bilhões em outubro do mesmo ano. O consignado voltou a ser positivo em outubro de 2024 (R$ 4,57 bilhões) e manteve-se assim até maio de 2025.

No entanto, a recuperação mostrou-se frágil diante do novo ciclo de aperto monetário que se instalou a partir do segundo semestre de 2025, com a Selic mantida em 15% ao ano. O cartão de crédito voltou a registrar déficits expressivos (R$ -29,39 bilhões em março de 2026), e o crédito pessoal não consignado entrou novamente em trajetória descendente, atingindo R$ -55,99 bilhões em março de 2026. Até mesmo o crédito consignado, símbolo de resiliência, retornou ao terreno negativo em junho de 2025 e nele permaneceu até o final da série, fechando março de 2026 em R$ -0,94 bilhão. Os financiamentos imobiliários, por sua vez, após um breve retorno ao positivo no final de 2024, voltaram a se contrair e encerraram o período em R$ -14,90 bilhões (Gráfico 3).

A decomposição por modalidades evidencia, portanto, que a desalavancagem das famílias não foi homogênea: as linhas de curto prazo e alto custo (cartão e crédito pessoal) sofreram as maiores

oscilações, enquanto o crédito consignado e o imobiliário atuaram como amortecedores, mas sucumbiram parcialmente ao aperto prolongado. Mesmo o consignado, historicamente o mais estável, não escapou da contração quando o ciclo de juros altos se estendeu por mais de dois anos. Essa heterogeneidade é crucial para o desenho de políticas macroprudenciais e para a compreensão da transmissão da política monetária ao consumo das famílias.

Gráfico 4: Impulso de Crédito às Pessoas Jurídicas no Brasil



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do SGS/BCB.

O comportamento do impulso de crédito destinado às pessoas jurídicas entre o início de 2020 e o primeiro trimestre de 2026, sintetizado no Gráfico 4, revela as profundas transformações estruturais no financiamento do setor produtivo brasileiro e a sensibilidade das empresas ao custo de capital e às condições de liquidez sistêmica. Ao contrário do segmento de pessoas físicas, cuja resposta ao choque pandêmico foi mais tardia e gradual, o impulso de crédito às empresas reagiu com velocidade e magnitude extremamente elevadas já nos primeiros meses da crise sanitária, evidenciando o papel do crédito como variável de ajuste imediato diante de um colapso de receitas.

No período imediatamente anterior à pandemia, o indicador encontrava-se em patamares muito reduzidos, próximos à neutralidade, com R$ 9,6 bilhões de reais em janeiro e R$ 3,8 bilhões de reais em fevereiro de 2020, refletindo um ambiente de baixo dinamismo do crédito empresarial (Gráfico 4). A partir de março de 2020, no entanto, o impulso PJ iniciou uma trajetória de crescimento acelerado e sustentado, saltando para R$ 85,1 bilhões em março e atingindo R$ 152,4 bilhões em junho, até alcançar seu pico no primeiro trimestre de 2021, quando registrou R$ 437,8 bilhões -em janeiro e R$ 444,2 bilhões em fevereiro de 2021, o ponto mais alto de toda a série histórica disponível (Gráfico 4).

Esta resposta vigorosa e imediata reflete a estratégia de suprir a demanda por liquidez implementada pelo Banco Central, conforme documentado no Relatório de Inflação de junho de 2020, que visava evitar que empresas solventes enfrentassem crises de caixa devido à interrupção súbita de suas receitas durante o período de isolamento social. O impulso positivo recorde observado nesse período foi sustentado por três mecanismos principais: a rápida expansão do crédito bancário livre em condições mais favoráveis; a criação de programas públicos emergenciais como o Pronampe e o PEAC-FGI; e a concessão de carências que permitiram às empresas postergar o pagamento do principal das dívidas existentes. Conforme detalhado no Relatório de Inflação de dezembro de 2020, essas medidas permitiram um aumento do fluxo de novas concessões e uma redução expressiva das amortizações, resultando em uma injeção líquida de recursos que preservou o capital de giro e evitou uma onda de falências nos momentos mais agudos da crise. A variação das concessões, que em janeiro de 2020 era de R$ 182,9 bilhões, saltou para R$ 311,9 bilhões em abril, enquanto a variação dos pagamentos passou de R$ -173,3 bilhões para apenas R$ -22,5 bilhões em julho, evidenciando o efeito das carências (Gráfico 4).

A fase mais intensa do impulso à pessoa jurídica estendeu-se desde o segundo trimestre de 2020 até o primeiro trimestre de 2021, período no qual o indicador se manteve consistentemente em patamares elevados, oscilando entre R$ 256,7 bilhões em julho de 2020 e R$ 444,2 bilhões em fevereiro de 2021 (Gráfico 4). Este intervalo coincidiu com o auge das medidas de estímulo monetário e fiscal, quando a Selic se encontrava no piso histórico de 2,00% ao ano e os programas de crédito emergencial estavam em plena operação. A partir do primeiro trimestre de 2021, contudo, o impulso iniciou uma trajetória descendente que se mostraria irreversível ao longo de todo o restante daquele ano. O declínio foi acelerado e consistente: o indicador, que ainda se situava em R$ 444,2 em fevereiro de 2021, despencou para R$ 51,0 bilhões em agosto e atravessou para o território negativo já em setembro, registrando R$ -5,4 bilhões (Gráfico 4).

Esta inflexão dramática reflete o início do ciclo de aperto monetário, com a Selic iniciando trajetória ascendente a partir de março daquele ano, e a progressiva expiração das carências concedidas durante a pandemia, que obrigou as empresas a começarem a amortizar os principais das dívidas contraídas no período emergencial. O Relatório de Inflação de março de 2022 apontou que a elevação do custo financeiro começou a impactar as decisões de investimento de longo prazo e a reduzir o apetite por novas contratações de crédito, contribuindo para a rápida deterioração do impulso. A variação dos pagamentos, que havia se mantido contida durante 2020, voltou a crescer de forma expressiva, passando de R$ -31,0 bilhões em agosto de 2021 para R$ -289,5 bilhões em dezembro de 2022, sinalizando o reinício do ciclo de amortizações (Gráfico 4).

O ano de 2022 e o primeiro semestre de 2023 consolidaram a fase de desalavancagem corporativa. O impulso PJ manteve-se consistentemente negativo, com valores que oscilaram

entre R$ -37,9 bilhões em fevereiro de 2022 e -218,2 bilhões em maio de 2023, este último o piso histórico de toda a série para o segmento (Gráfico 4). Diferentemente do observado para pessoas físicas, contudo, o impulso à pessoa jurídica não atingiu valores tão negativos quanto os registrados para as famílias em seu pior momento, sugerindo que as empresas, especialmente as de maior porte, conseguiram recorrer a fontes alternativas de financiamento, como o mercado de capitais e a emissão de debêntures, para suplementar a redução do crédito bancário. A variação das concessões, que no segmento PF havia colapsado, manteve-se em patamares relativamente elevados para PJ, oscilando entre R$ 339,5 bilhões em dezembro de 2022 e R$ 100,1 bilhões em abril de 2023 (Gráfico 4).

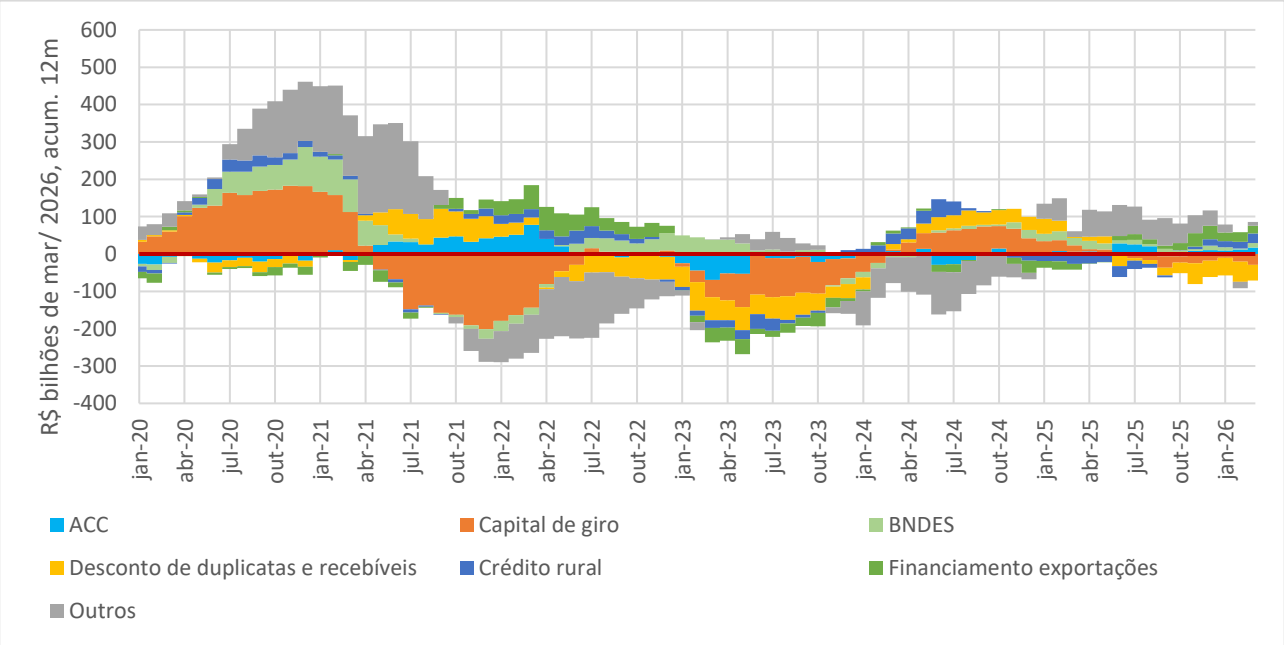
A partir do segundo semestre de 2023 e ao longo de 2024, o impulso de crédito às pessoas jurídicas entrou em uma fase de gradual recuperação e estabilização. O indicador, que ainda se encontrava em terreno negativo em agosto de 2023 (R$ -174,2 bilhões), iniciou trajetória ascendente consistente, reduzindo progressivamente seu déficit até retornar ao território positivo em maio de 2024, com R$ 4,2 bilhões, e atingindo R$ 54,7 bilhões em novembro daquele ano (Gráfico 4). Este movimento coincidiu com o início do ciclo de flexibilização monetária, quando o Copom iniciou a redução gradual da Selic a partir de setembro de 2023, e refletiu a melhora das condições de liquidez e a retomada da confiança dos empresários após a aprovação do novo arcabouço fiscal.

Contudo, essa recuperação mostrou-se menos robusta do que a observada no segmento de pessoas físicas em alguns momentos, e o impulso PJ voltou a apresentar volatilidade ao longo de 2025. Após atingir R$ 103,8 bilhões em fevereiro de 2025, o indicador recuou para R$ 63,3 bilhões em junho, ainda positivo, mas em trajetória descendente acelerada. O impulso PJ permaneceu positivo até janeiro de 2026 (R$ 8,5 bilhões), quando as condições financeiras mais restritivas finalmente o levaram ao campo negativo em fevereiro de 2026 (R$ -46,2 bilhões), antes de encerrar a série praticamente na neutralidade, com R$ 1,0 bilhão em março de 2026 (Gráfico 4). Esse comportamento mais tardio na contração, em contraste com o PF, que havia cruzado para o campo negativo já em junho de 2025, reforça a assimetria estrutural documentada ao longo de todo o período: o segmento PJ antecipa os picos, mas também resiste por mais tempo às fases contracionistas, em razão do acesso a fontes alternativas de financiamento e de estruturas de balanço mais diversificadas.. Este comportamento mais estável e menos extremo do que o das famílias reflete, provavelmente, a combinação de dois fatores. Primeiro, o aprendizado com o ciclo de desalavancagem de 2021-2023 levou as empresas a adotarem posturas mais conservadoras em relação ao endividamento, evitando a acumulação excessiva de passivos de curto prazo. Segundo, o mercado de capitais continuou a desempenhar um papel relevante como fonte alternativa de financiamento, reduzindo a dependência do crédito bancário tradicional.

Ao encerrar o período analisado, o impulso de crédito às pessoas jurídicas apresentava uma dinâmica de relativa estabilidade, distinta tanto do boom observado em 2020-2021 quanto da

contração severa vivida pelas famílias no mesmo período. O segmento PJ antecipou as inflexões do ciclo, tendo entrado em território negativo já em setembro de 2021 e retornado ao campo positivo em maio de 2024, e exibiu menor vulnerabilidade estrutural ao ciclo de aperto monetário em função do acesso a fontes alternativas de financiamento.

Gráfico 5: Impulso de Crédito nas Modalidades de Pessoa Jurídica



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do SGS/BCB.

A dinâmica das modalidades que compõem o impulso de crédito às pessoas jurídicas, sintetizada no Gráfico 5, revela a profunda heterogeneidade do financiamento corporativo brasileiro, uma vez que a natureza das garantias e o custo de captação variam drasticamente entre o capital de giro, o investimento de longo prazo e as linhas emergenciais. A desagregação por modalidades evidencia como o setor produtivo reagiu de forma diferenciada a cada fase do ciclo econômico, validando o princípio minskyano de que as estruturas de balanço e os horizontes de decisão dos agentes determinam sua sensibilidade a variações nas condições de financiamento.

O capital de giro, modalidade mais diretamente ligada ao custeio da operação das empresas, foi o primeiro e mais intenso canal de transmissão tanto do estímulo emergencial quanto do subsequente aperto monetário. Seu impulso, que já era positivo em R$ 27,0 bilhões em novembro de 2016, manteve-se em trajetória ascendente ao longo dos anos anteriores à pandemia. Com a crise sanitária, o capital de giro respondeu vigorosamente: em abril de 2020, seu impulso atingiu R$ 101,2 bilhões, e em setembro de 2020 alcançou R$ 169,2 bilhões (Gráfico 5). O pico histórico dessa modalidade ocorreu em fevereiro de 2021, com R$ 182,9 bilhões, refletindo a necessidade das empresas de recompor seu fluxo de caixa diante da paralisação das atividades.

A partir do segundo trimestre de 2021, com o início do ciclo de aperto monetário e a expiração das carências, o impulso do capital de giro entrou em rápida deterioração. O indicador cruzou para o campo negativo em outubro de 2021 (R$ -163,1 bilhões), recuando depois para R$ -143,7 bilhões em novembro e para R$ -201,4 bilhões em dezembro de 2021 (Gráfico 5). Ao longo de 2022, o capital de giro oscilou entre valores profundamente negativos e uma recuperação parcial: de R$ -178,9 bilhões em janeiro, a modalidade chegou a -R$ 27,2 bilhões em junho de 2022, antes de voltar a se deteriorar para R$ -103,2 bilhões em junho de 2023. Essa volatilidade reflete o caráter cíclico da demanda por capital de giro, sensível tanto ao nível da atividade econômica quanto ao custo de captação de curto prazo. Essa contração severa evidencia o mecanismo minskyano pelo qual a elevação das despesas financeiras converte unidades que antes eram *hedge* (com fluxo de caixa suficiente para amortizar a dívida) em posições especulativas, forçando as empresas a priorizar o pagamento de juros e amortizações sobre novos gastos.

O desconto de duplicatas e recebíveis, modalidade de financiamento de curto prazo lastreada em vendas a prazo, teve trajetória distinta. Seu impulso manteve-se positivo durante a maior parte da fase expansionista, atingindo pico de R$ 68,2 bilhões em junho de 2021 (Gráfico 5). A deterioração veio mais tarde, com a modalidade entrando em território negativo em abril de 2022 (R$ -3,9 bilhões) e aprofundando-se até R$ -62,7 bilhões em maio de 2023, refletindo a contração do crédito para capital de giro das empresas e o aumento da inadimplência nos recebíveis.

O BNDES, principal linha de crédito direcionado de longo prazo, apresentou dinâmica divergente das modalidades livres. Seu impulso manteve-se positivo durante toda a fase emergencial, com pico de R$ 105,1 bilhões em dezembro de 2020 (Gráfico 5). Diferentemente do capital de giro, o BNDES não se tornou profundamente negativo no ciclo de aperto; seu impulso oscilou entre valores positivos modestos e negativos moderados, atingindo o ponto mais baixo em dezembro de 2022 (R$ -25,3 bilhões) e recuperando-se a partir de então. Este comportamento sugere que as linhas de crédito direcionado de longo prazo, amparadas por funding público, operaram como um amortecedor parcial da contração do crédito livre, sustentando o investimento de setores estratégicos mesmo durante a fase mais aguda do aperto monetário. O BNDES voltou a registrar impulsos positivos consistentes a partir de meados de 2024, alcançando R$ 23,0 bilhões em dezembro daquele ano.

O crédito rural, modalidade fortemente influenciada por safras, políticas setoriais e condições climáticas, apresentou trajetória mais volátil. Seu impulso foi majoritariamente positivo no período emergencial, com pico de R$ 32,3 bilhões em julho de 2020, mas tornou-se profundamente negativo ao longo de 2022 e 2023, atingindo - R$ 39,4 bilhões em junho de 2023 (Gráfico 5). A recuperação foi notável a partir do segundo semestre de 2024, impulsionada por prognósticos favoráveis para a safra e por linhas de crédito específicas, levando a modalidade a fechar o período analisado em R$ 25,8 bilhões em março de 2026, um dos melhores resultados entre todas as modalidades PJ.

O financiamento às exportações teve comportamento mais moderado. Seu impulso manteve-se positivo e relativamente estável entre 2020 e o início de 2022, atingindo pico de R$ 64,4 bilhões em março de 2022 (Gráfico 5). A partir do segundo semestre de 2022, entrou em território negativo, com o ponto mais baixo em dezembro de 2023 (R$ -7,5 bilhões). A recuperação foi gradual, e a modalidade retornou ao campo positivo em meados de 2024, fechando o período em R$ 20,9 bilhões em março de 2026.

A categoria "Outros", que inclui modalidades diversas como financiamento de máquinas, equipamentos e operações de *leasing* e todas as outras modalidades, teve trajetória de forte expansão no período emergencial, com pico de R$ 235,4 bilhões em maio de 2021 (Gráfico 5). Contudo, foi uma das mais duramente atingidas pelo aperto monetário, tornando-se negativa já em outubro de 2021 (R$ -17,0 bilhões) e aprofundando-se até R$ -174,8 bilhões em julho de 2022, o piso histórico para essa categoria. A recuperação foi lenta e incompleta, com a modalidade alternando entre valores positivos e negativos modestos ao longo de 2024 e 2025, encerrando em R$ 9,8 bilhões em março de 2026.

A partir do segundo semestre de 2023 e ao longo de 2024, observou-se uma fase de estabilização diferenciada entre as modalidades. O capital de giro, após tocar seu ponto mais negativo em meados de 2022, iniciou uma trajetória de recuperação gradual, reduzindo seu déficit e cruzando para o território positivo em abril de 2024, com R$ 25,0 bilhões (Gráfico 5). O desconto de duplicatas e recebíveis também melhorou, saindo de -62,7 bilhões em maio de 2023 para R$ 8,8 bilhões em abril de 2024. Contudo, a recuperação das modalidades de curto prazo foi moderada e volátil, sem jamais recuperar o ímpeto observado durante o período pandêmico.

No encerramento da série histórica, entre 2025 e o primeiro trimestre de 2026, observou-se uma dinâmica de estabilização distinta entre as modalidades. O capital de giro voltou a se deteriorar, registrando R$ -28,8 bilhões em março de 2026 (Gráfico 5). O ACC manteve-se em patamares positivos modestos (17,1 bilhões em março de 2026), enquanto o BNDES estabilizou-se em torno de R$ 11,9 bilhões no mesmo mês. O crédito rural, por sua vez, apresentou uma recuperação notável, saindo de R$ -29,4 bilhões em junho de 2025 para R$ 25,8 bilhões positivos em março de 2026, refletindo a resiliência do setor agropecuário e os prognósticos favoráveis para a safra, conforme documentado nos Relatórios de Política Monetária de 2025 e 2026.

Conforme o contexto descrito nos Relatórios de Política Monetária de 2025, a migração do financiamento corporativo para o mercado de capitais, via emissão de debêntures, notas comerciais e outras modalidades, permitiu que o impulso de crédito bancário às empresas se estabilizasse em patamares próximos à neutralidade, ao contrário da segunda onda de contração que atingiu as famílias no mesmo período. O cenário final para as pessoas jurídicas, embora menos volátil que o das famílias, revela um setor corporativo que aprendeu a operar com um custo de crédito estruturalmente mais

elevado, onde o impulso positivo é agora moderado e altamente seletivo, concentrado nas modalidades de longo prazo e direcionado (BNDES, crédito rural), enquanto as linhas de curto prazo (capital de giro, desconto de duplicatas) permanecem contidas, compatíveis com um cenário de juros reais ainda em território restritivo e prudência acentuada das instituições financeiras na concessão de novas linhas de crédito (Relatório de Política Monetária, setembro de 2025; março de 2026).

Conclusão

Este artigo mobilizou o indicador de impulso de crédito, desagregado por segmento institucional e por modalidades, para documentar dois ciclos completos de expansão e contração creditícia no Brasil entre 2020 e 2026, interpretando-os à luz da Hipótese da Instabilidade Financeira de Hyman Minsky.

O primeiro ciclo, deflagrado pelo choque pandêmico de 2020, evidenciou o papel insubstituível do Estado como emprestador e segurador de última instância em situações de colapso da demanda efetiva. A intervenção do Banco Central, via liberação de compulsórios, programas emergenciais como o Pronampe e o PEAC-FGI e redução histórica da Selic para 2,00% ao ano, impediu que a paralisia dos fluxos de caixa convertesse empresas solventes em insolventes, contendo o processo de deflação de ativos que Minsky associa às fases mais destrutivas do ciclo financeiro. O impulso de crédito atingiu, em meados de 2021, seus valores máximos na série histórica disponível, representando uma injeção líquida de recursos da ordem de 6% a 8% do PIB. Contudo, foi precisamente esse período de estabilidade sustentada pelo crédito público que alimentou a transição silenciosa de parcela crescente do setor privado para posturas financeiras especulativas: o comprometimento de renda das famílias elevou-se a níveis recordes, enquanto as empresas acumulavam passivos de curto prazo cujo serviço dependia da continuidade de condições excepcionalmente favoráveis de financiamento.

A reversão não tardou. O ciclo de aperto monetário iniciado em março de 2021, que levaria a Selic de 2,00% ao ano para o pico de 13,75% ao ano em agosto de 2022, desencadeou o processo de desalavancagem forçada que a teoria minskyiana prevê como consequência necessária da fase de exuberância anterior. O impulso de crédito cruzou para o campo negativo em meados de 2022 e aprofundou-se ao longo de 2023 até o piso histórico da série, quando o setor privado como um todo devolvia ao sistema financeiro, líquido de novas contratações, montantes equivalentes a 4% a 5% do PIB. A tipologia minskyiana encontrou expressão empírica precisa nesse período: as unidades que operavam em posição especulativa, rolando dívidas com novos empréstimos, foram forçadas a migrar para posições Ponzi diante da impossibilidade de refinanciamento a custo suportável, resultando em inadimplência crescente e deterioração dos balanços bancários.

A análise desagregada por modalidades revelou que essa transição para a fragilidade assumiu formas distintas dentro de cada segmento institucional. No segmento das famílias, a decomposição do impulso evidenciou uma cisão estrutural entre dois padrões de endividamento que reagiram de forma assimétrica ao ciclo monetário. As modalidades de crédito livre de curto prazo, cartão de crédito rotativo, cheque especial e crédito pessoal não consignado, operaram, sobretudo a partir de 2021, como um vetor de fragilização defensiva: as famílias de menor renda recorreram a essas linhas de custo proibitivo para financiar despesas básicas de subsistência, elevando rapidamente o componente de juros nos fluxos de pagamentos e acelerando a transição para posturas Ponzi quando o aperto monetário se intensificou. Em contrapartida, as modalidades estruturadas de longo prazo, crédito consignado e financiamento imobiliário, sustentaram impulsos positivos por um período mais prolongado, amparadas em garantias reais e na estabilidade da renda de aposentados, pensionistas e servidores públicos, funcionando como um anteparo temporário que retardou, mas não impediu, a transmissão do choque de juros ao conjunto das famílias. No segmento empresarial, o impulso em capital de giro com recursos livres disparou no início da pandemia como reserva de liquidez precaucional, mas desacelerou abruptamente a partir de 2021; as modalidades de crédito direcionado suavizaram a transição para a fase restritiva, enquanto, a partir de 2024, a migração para o mercado de capitais, via emissão de debêntures e notas comerciais, permitiu que o impulso de crédito bancário às empresas se estabilizasse em patamares próximos à neutralidade, ao contrário da segunda onda de contração que atingiu as famílias em 2025-2026.

A análise desagregada por segmento revelou uma assimetria estrutural de relevância analítica e de política. O segmento de Pessoas Jurídicas antecipou consistentemente os pontos de inflexão do ciclo, tanto na entrada em território negativo, no quarto trimestre de 2021, quanto no retorno ao campo positivo, no segundo semestre de 2024, confirmando a hipótese de maior reatividade das empresas às variações do custo do capital de giro. O segmento de Pessoas Físicas, por sua vez, exibiu maior inércia nos dois sentidos: resistiu por mais tempo ao aperto monetário em razão do peso dos contratos longos com garantias reais, mas registrou uma contração mais profunda e prolongada quando a reversão se materializou, atingindo o piso mais negativo de toda a série em 2023. Essa heterogeneidade não é trivial: ela implica que uma análise baseada apenas no impulso agregado subestima sistematicamente a extensão do ajuste sofrido pelas famílias e superestima a resiliência do segmento corporativo nos momentos de maior restrição financeira.

O segundo ciclo, menos intenso porém analiticamente revelador, confirmou que a memória institucional de um episódio de fragilidade não elimina a possibilidade de sua recorrência, apenas altera sua forma. A recuperação de 2024-2025 foi mais moderada, mais seletiva e mais dependente de programas específicos, como o Desenrola Brasil, do que o ciclo anterior. Contudo, o retorno do impulso ao campo negativo a partir do segundo semestre de 2025, impulsionado por novo ciclo de

aperto monetário diante da reaceleração inflacionária, demonstra que a economia brasileira permanece sujeita à mesma dinâmica de instabilidade financeira endógena identificada por Minsky: períodos de estabilidade criam as condições para sua própria ruptura

Esse achado aponta para uma implicação normativa que transcende o diagnóstico conjuntural. Do ponto de vista pós-keynesiano, a gestão do ciclo de crédito não pode ser delegada integralmente ao instrumento da taxa básica de juros, cujos efeitos sobre os diferentes segmentos do mercado são assimétricos, defasados e frequentemente regressivos em termos distributivos, onerando desproporcionalmente as famílias de menor renda, que dependem exclusivamente do crédito bancário de curto prazo, em relação às grandes corporações, que acessam fontes alternativas de financiamento. A evidência aqui documentada sugere que instrumentos macroprudenciais, limites ao comprometimento de renda, requerimentos de capital anticíclicos, regulação das modalidades de crédito rotativo de alto custo, são complementos necessários à política monetária convencional para conter a acumulação de fragilidade nas fases expansivas do ciclo sem exigir, nas fases contracionistas, o nível de destruição de demanda efetiva observado entre 2022 e 2023.

Como limitação principal, o estudo restringe-se ao crédito bancário, não capturando o crescimento do mercado de capitais como fonte alternativa de financiamento corporativo, fenômeno que ganhou relevância ao longo do período e que pode ter atenuado parcialmente os efeitos contracionistas sobre o investimento das empresas de maior porte. A incorporação de séries de financiamento via mercado de capitais à métrica do impulso constitui a extensão mais promissora para pesquisas futuras, assim como a estimação econométrica formal da defasagem entre o impulso de crédito desagregado e variáveis de demanda doméstica, consumo e investimento, que permitiria quantificar com maior precisão as assimetrias documentadas neste trabalho. Adicionalmente, a investigação da distribuição funcional e pessoal da renda ao longo desses ciclos de crédito, conectando a fragilidade financeira das famílias de menor renda, identificada no comportamento do crédito rotativo, com a dinâmica macroeconômica agregada, oferece uma agenda de pesquisa promissora para aprofundar a compreensão dos mecanismos minskyanos de instabilidade na economia brasileira.

Referências

ANDRADE, C. M. C. de. Crédito e crescimento econômico: uma análise da relevância dos tipos de crédito no Brasil. 2009. Dissertação (Mestrado em Economia) – Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2009.

ANDRADE, R. P. de; LARA, F. T. A hipótese da instabilidade financeira de Hyman Minsky e a crise econômica brasileira de 2015-2016. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 36, n. 4, p. 763-782, out./dez. 2016.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**, v. 22, n. 2. Brasília: BCB, jun. 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**, v. 22, n. 3. Brasília: BCB, set. 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**, v. 22, n. 4. Brasília: BCB, dez. 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**, v. 23, n. 1. Brasília: BCB, mar. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**, v. 23, n. 3. Brasília: BCB, set. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**, v. 23, n. 4. Brasília: BCB, dez. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**, v. 24, n. 1. Brasília: BCB, mar. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**, v. 24, n. 3. Brasília: BCB, set. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**, v. 25, n. 1. Brasília: BCB, mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**, v. 25, n. 2. Brasília: BCB, jun. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Política Monetária**, mar. 2021. Brasília: BCB, 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Política Monetária**, mar. 2025. Brasília: BCB, 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Política Monetária**, set. 2025. Brasília: BCB, 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS). Brasília: BCB, 2026.

BIGGS, M.; MAYER, T.; PICK, A. Credit and economic recovery: demystifying phoenix miracles. SSRN Working Paper, 2010.

JORDÀ, Ò.; SCHULARICK, M.; TAYLOR, A. M. When credit bites back. **Journal of Money**, Credit and Banking, v. 45, n. s2, p. 3-28, 2013.

KEYNES, J. M. **The General Theory of Employment, Interest and Money**. London: Macmillan, 1936.

MINSKY, H. P. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.