**Expectativas, preferência pela liquidez e retração do crédito bancário no Brasil**

Pedro Ferronato
Tânia Paes
Adriana Amado

**Resumo**

Este artigo investiga os determinantes da retração do crédito bancário no Brasil, com ênfase no capital de giro com recursos livres para pessoas jurídicas, no período que antecede e acompanha a recessão de 2015-2016. Ancorado no referencial pós-keynesiano e na hipótese da instabilidade financeira de Minsky (1986), sustenta-se que a inflexão do crédito não decorreu prioritariamente de fundamentos convencionais, como inadimplência ou deterioração da capacidade de geração de caixa das empresas, mas de um processo de deterioração das expectativas e elevação da preferência pela liquidez das instituições financeiras. A análise combina abordagem qualitativa e quantitativa-histórica, com base em dados do Banco Central do Brasil e indicadores de confiança e incerteza da Fundação Getulio Vargas. Os resultados sugerem que a contração do crédito antecede a deterioração mais intensa das variáveis "duras" e acompanha de forma mais estreita a queda da confiança empresarial, reforçando mecanismos pró-cíclicos e ampliando a desaceleração da atividade econômica.

**Palavras-chave:** Crédito bancário; Capital de giro; Preferência pela liquidez e Hipótese da instabilidade financeira.

**Abstract**

This paper investigates the determinants of the contraction of bank credit in Brazil, focusing on free working capital loans to non-financial firms in the period preceding and encompassing the 2015–2016 recession. Grounded in the post-Keynesian framework and Minsky's (1986) financial instability hypothesis, it argues that the credit downturn was not primarily driven by conventional fundamentals, such as default rates or firms' cash flow deterioration, but by a process of expectations deterioration and an increase in banks' liquidity preference. The analysis adopts a qualitative and quantitative-historical approach, drawing on data from the Central Bank of Brazil and confidence and uncertainty indicators produced by the Getulio Vargas Foundation. The results indicate that the contraction of credit precedes the sharper deterioration of traditional "hard" variables and more closely tracks declines in business confidence, reinforcing pro-cyclical dynamics and amplifying the slowdown in economic activity.

**Keywords:** bank credit; working capital; liquidity preference and financial instability hypothesis.

## Introdução

Entre 2003 e 2012, a economia brasileira vivenciou um ciclo de expansão expressiva do crédito bancário associado a um ambiente macroeconômico relativamente favorável, políticas de incentivo ao consumo e ampliação da intermediação financeira. Esse período coincidiu com expansão econômica e aumento da renda per capita, em um contexto que a literatura caracterizou como um "milagrinho" (Carvalho, 2018), com taxa média de crescimento real elevada entre 2004 e 2010 da ordem de 4,5% a.a. A partir do biênio seguinte, contudo, observa-se uma inflexão: a dinâmica de expansão do crédito perde fôlego, passa por estagnação e culmina em retração acentuada em 2015 e 2016. A severidade da crise foi tal que apenas em 2022 o produto superou os níveis de 2014, sugerindo um hiato prolongado de crescimento, que pode ser interpretado como uma nova "década perdida" (Rossi, 2024) na trajetória econômica do país.

Em termos gerais, a retração do crédito bancário afeta a atividade por diferentes canais: (i) ao restringir o financiamento de investimentos, inovações e expansões, limita a expansão da renda e do crescimento; (ii) ao induzir ajuste de balanços financeiros e patrimoniais, pressiona custos e resulta em cortes de despesas e de emprego; e (iii) ao deteriorar a confiança de famílias e empresas, reforça a elevação da preferência pela liquidez e, consequentemente, o adiamento de decisões de gasto, com efeitos negativos sobre o produto. Nesse contexto, compreender os fatores que antecederam e acompanharam o colapso do crédito no Brasil torna-se central para interpretar a dinâmica macroeconômica recente e para aprimorar instrumentos de monitoramento e formulação de políticas econômicas.

Este artigo concentra-se no segmento do crédito livre ao setor empresarial, com foco específico na modalidade de capital de giro livre para pessoa jurídica (PJ), por se tratar de uma linha de curto prazo estratégica para a sustentação das atividades operacionais das firmas, modalidade particularmente relevante em um ambiente de incerteza e volatilidade macrofinanceira. A hipótese que orienta o desenvolvimento da análise consiste na ideia de que a contração dessa linha de crédito, especialmente na fase crítica do ciclo recente, não pode ser explicada prioritariamente por fundamentos convencionais (por exemplo, inadimplência contemporânea ou retração já materializada das receitas), mas se relaciona a uma deterioração do estado de expectativas e a uma mudança de postura do sistema bancário, expressa por maior seletividade e elevação da preferência pela liquidez ao longo do intervalo 2010-2016.

Parte-se da hipótese de que a retração dessa linha de crédito no auge da crise recente não pode ser explicada, prioritariamente, por fundamentos convencionais da economia, como inadimplência ou retração das receitas das empresas, mas sim por um processo de deterioração das expectativas do Sistema Financeiro Nacional no intervalo de 2010 a 2016.

A recessão de 2015-2016, além de seus efeitos imediatos sobre o nível de atividade, produziu danos estruturais, como destruição de capacidade instalada e perda de dinamismo industrial (Bruno; Caffe, 2018; Barbosa Filho, 2017). Nesse sentido, identificar variáveis com capacidade de antecipação, sobretudo aquelas ligadas a expectativas e condições financeiras, pode oferecer subsídios relevantes à formulação de políticas capazes de mitigar a profundidade de futuras crises.

Reconhece-se que há múltiplas abordagens sobre as causas da crise, que vão desde falhas em políticas econômicas (Barbosa Filho, 2017), questões estruturais da economia brasileira (Singer, 2018; Saad-Filho; Morais, 2018; Martins, 2022) até choques no setor externo (Biancarelli; Rosa; Verghani, 2017). A contribuição deste trabalho não é hierarquizar causas, mas preencher uma lacuna na literatura relativa à análise pormenorizada do crédito livre, em especial sua dinâmica junto ao segmento empresarial e, dentro dele, a modalidade de capital de giro, em um recorte temporal em que a inflexão do crédito parece anteceder, ao menos parcialmente, a deterioração plena de variáveis "duras", como o ritmo de atividade econômica e inadimplência.

Metodologicamente, adota-se uma abordagem qualitativa e quantitativa-histórica, ancorada no referencial pós-keynesiano, com destaque para a hipótese da instabilidade financeira de Minsky (1986). Nessa tradição, a fragilidade emerge do próprio processo de expansão do crédito: em tempos de otimismo, bancos ampliam o crédito e validam estruturas financeiras progressivamente mais arriscadas; em contextos de incerteza, reforçam a preferência pela liquidez, reprecificam risco e tornam-se mais seletivos, com efeitos amplificadores sobre a atividade. Pequenos choques, como elevações na taxa básica de juros, podem desestabilizar unidades altamente alavancadas, disparando reversões de expectativas, retração do crédito e contração do produto.

Com base nesse arcabouço, investiga-se, por meio de análise comparativa desagregada, quais indicadores exibem associação mais forte com a concessão de crédito livre de capital de giro para PJ, tomando como referência séries divulgadas pelo Banco Central do Brasil (BCB). A escolha dessa linha específica decorre de um processo de

decomposição do crédito no Brasil, que revela assimetrias relevantes entre segmentos e modalidades, em particular no entorno da inflexão macroeconômica que se intensifica a partir de 2014. Para mapear determinantes "fundamentalistas" frequentemente mobilizados na literatura, a análise confronta o volume de concessões dessa modalidade com seis variáveis potencialmente relacionadas à decisão de crédito: (i) PIB; (ii) taxa Selic; (iii) taxa média de juros do capital de giro; (iv) inadimplência da carteira; (v) inflação (IPCA); e (vi) a proporção de empresas cuja despesa financeira supera o EBITDA (EBITDA/DF < 1), utilizada como *proxy* de fragilidade corporativa e associada, na tradição minskyana, à prevalência de estruturas especulativas ou Ponzi (Minsky, 1986).

A análise confronta o volume de concessões dessa modalidade com seis variáveis potencialmente ligadas à decisão de oferta de crédito pelas instituições financeiras: (i) produto interno bruto (PIB); (ii) taxa básica de juros média (Selic); (iii) taxa média de juros do capital de giro; (iv) inadimplência da carteira; (v) inflação (IPCA); e (vi) a proporção de empresas cuja despesa financeira supera o EBITDA (em inglês) (EBITDA/DF < 1), também conhecido por LAJIDA (lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização). Este último indicador, utilizado como *proxy* da capacidade de geração de caixa aparece associado, na tradição minskyana, à prevalência de estruturas especulativas ou *Ponzi* (Minsky, 1986).

Na sequência, desloca-se o foco das relações estritamente "fundamentalistas" para determinantes relativos às expectativas, recorrendo a indicadores que buscam mensurar dimensões subjetivas por metodologias sistemáticas, como o Índice de Confiança Empresarial (ICE) e o Índice de Incerteza da Economia (IIE-Br) calculados pela Fundação Getúlio Vargas (FGV). O ICE consolida sondagens setoriais (indústria, serviços, comércio e construção), enquanto o indicador de incerteza combina componentes de mídia e de dispersão de expectativas (por exemplo, a partir da pesquisa Focus). Considera-se que a deterioração dessas medidas, ainda que imperfeitas, pode capturar mudanças no estado de expectativas que antecedem ou condicionam a seletividade bancária.

Além desta introdução e da conclusão, o artigo estrutura-se em três seções. A primeira revisa o referencial pós-keynesiano, enfatizando não neutralidade e endogeneidade da moeda, o papel dos bancos e a hipótese de fragilidade financeira de Minsky (1986). A segunda descreve o panorama macroeconômico e do mercado de crédito no Brasil, realizando o afunilamento analítico até a linha de capital de giro para

PJ. A terceira seção apresenta uma análise comparativa entre a variável de interesse e indicadores econômicos selecionados, discutindo limitações de identificação e buscando evidenciar a centralidade de expectativas e preferência pela liquidez na dinâmica do crédito.

## 1. Moeda, bancos e fragilidade financeira em economias monetárias de produção

A tradição pós-keynesiana parte da rejeição da visão ortodoxa de que a moeda seria neutra no longo prazo e de que o sistema econômico tenderia a um equilíbrio de pleno emprego determinado exclusivamente por modificações estruturais na utilização dos fatores de produção. Em termos gerais, versões clássicas e neoclássicas do pensamento econômico, ainda que diversas entre si, compartilham a tese de que alterações monetárias não afetariam, de forma persistente, produto, emprego ou consumo. Tal visão conecta-se a um núcleo "realista" no qual a moeda atua sobretudo como meio de troca e unidade de conta, sem afetar os fundamentos estruturais da atividade econômica, o volume de emprego ou a formação de capital físico. Para que essa tese seja sustentada, supõe-se que a renda gerada na produção se converta em demanda efetiva de forma automática, evitando "vazamentos" no fluxo circular de renda que liga empresas e famílias – pressuposto associado, em versões distintas, à Lei de Say que resume a ideia de que "toda oferta cria a sua própria demanda".

A leitura pós-keynesiana, inspirada em Keynes (1936), recusa essa harmonia automática. Em uma economia capitalista, as firmas produzem não para realizar utilidade final, mas para obter lucros monetários; e as decisões correntes subjacentes à produção, investimento, financiamento e composição de portfólio são tomadas em um ambiente de incerteza radical e tempo histórico irreversível (Keynes, 1936; Knight, 1921; Shackle, 1958). Nessa moldura, a moeda deixa de ser um mero facilitador de trocas, associado a sistemas walrasianos, e passar a intermediar e motivar decisões de gastos, condicionando, por essa via, o nível de emprego e renda. Assim sendo, não faz sentido tratar o longo prazo como simples sucessão de curtos prazos ajustados via preços relativos e, por isso, neutro em relação à moeda (Kaldor, 1972; Kregel, 1976; Amadeo; Dutt, 1987; Davidson, 1991; Lavoie, 1993; Amado, 2000; Mollo, 2004).

Esse quadro analítico repousa sobre uma concepção de tempo que não obedece a "ordem lógica" típica dos modelos de equilíbrio geral, mas ao tempo histórico irreversível e assimétrico, no qual decisões presentes geram efeitos duradouros, tornando a economia dependente da trajetória (Davidson, 1991; Chick, 1992). Isso significa os diferentes

contextos políticos, econômicos e institucionais, ao promoverem alterações no estado do investimento e da inovação corrente produzem transformações duradouras sobre a estrutura produtiva. Dessa forma, a moeda importa porque influencia a temporalidade e a viabilidade de decisões sob incerteza.

Diante da incerteza quanto à demanda futura e aos preços de ativos, os agentes passam a valorizar a moeda, o ativo de máxima liquidez da economia, como fonte de proteção frente ao desconhecido. A decisão de reter moeda não decorre de um "desvio irracional" nem pode ser tratada como variável residual, na medida em que constitui resposta racional à incerteza, que não pode ser mediada por previsões probabilísticas.

Em Keynes (1930; 1936), essa conduta é formulada através do conceito de preferência pela liquidez e dos motivos que o estruturam: (i) transações, que cobre o intervalo entre recebimentos e desembolsos e pode ser desdobrado em motivo-renda (garantir a transação entre o recebimento e o pagamento das remunerações, dependendo do montante da renda e da duração normal do intervalo entre as duas operações) e motivo-negócios (assegurar o intervalo entre os dispêndios realizados e a receita proveniente das vendas, condicionado ao valor da produção corrente e ao número de mãos pelas quais essa produção passa); (ii) precaução, voltado ao atendimento de contingências inesperadas e a oportunidades imprevistas de realizar compras vantajosas; e (iii) especulação, associado à escolha entre manter riqueza em moeda ou em títulos, dada a taxa de juros e, sobretudo, as expectativas quanto à sua trajetória futura e, portanto, quanto aos preços dos ativos financeiros.

Quando parte da renda deixa de ser gasta em bens e serviços, interrompe-se o circuito do multiplicador do emprego e do produto. Assim, ao influenciar a magnitude da postergação de gastos e os vazamentos no fluxo de renda, a preferência pela liquidez torna-se elemento decisivo da não neutralidade da moeda (Mollo, 2004; Carvalho, 1992).

Em economias modernas, com mercados secundários e mercados de títulos públicos bem desenvolvidos, tornou-se relativamente fácil exercer a demanda por liquidez. A diversificação do sistema financeiro ampliou as possibilidades de direcionar recursos para ativos de curta maturação, alta negociabilidade e elevada liquidez, frequentemente escolhidos por seu retorno esperado, segurança e prontidão de conversão, a exemplo de títulos públicos indexados à taxa básica de juros (como o Tesouro Selic/LFT brasileiro). Assim, em um cenário de capitalismo financeirizado, a preferência pela liquidez em sentido estrito não se expressa apenas como demanda por papel-moeda ou

depósitos à vista, mas tende a se traduzir como a concentração da riqueza em ativos de curtíssimo prazo (quase-moeda), elevada rentabilidade e alta liquidez.

Essa constatação se articula à proposição pós-keynesiano de que a oferta de moeda não resulta de uma decisão autônoma das autoridades monetárias, mas responde endogenamente ao ritmo de atividade econômica e às decisões de crédito. Ainda que não haja mudanças na base monetária, a capacidade efetiva de a moeda sustentar transações varia devido a alterações na velocidade de circulação, que responde ao grau de preferência pela liquidez, isto é, às decisões dos agentes de reter ou gastar recursos destinados a trocas imediatas ou de curtíssimo prazo. Além disso, com a modernização do sistema bancário, a moeda passa a ser criada predominantemente via crédito: ao conceder empréstimos, os bancos registram simultaneamente um ativo (crédito) e um passivo (depósito), gerando meios de pagamento por lançamento contábil. (Chick, 1992; Studart, 1993). Nessa perspectiva, a oferta monetária não é uma variável controlada unilateralmente pela autoridade monetária, mas estimulada pela demanda por crédito, pela disposição dos bancos em assumir riscos e pelas condições institucionais de funcionamento do sistema financeiro (Moore, 1988).

É importante enfatizar, contudo, que a endogeneidade da moeda não implica neutralidade em relação ao risco: a oferta de crédito pode acomodar decisões de gasto e investimento, mas o fará sob restrições e convenções, variando conforme avaliações de risco, liquidez, rentabilidade e condições macrofinanceiras. Esse ponto é indispensável para a interpretação analítica deste artigo, uma vez que a hipótese de mudança de postura do sistema bancário (maior seletividade) deriva da leitura minskyana/estruturalista, segundo a qual o crédito é endógeno, mas pró-cíclico e condicionado por preferências de portfólio e percepção de fragilidade como será vido na sequência

Essa concepção rompe com a teoria ortodoxa dos fundos emprestáveis, emergente do debate wickselliano (Wicksell, 1977), que condiciona o investimento à poupança prévia e a taxa de juros natural e foi, posteriormente, descrito nos modelos neoclássicos como determinado pelas preferências intertemporais entre gastar e poupar das famílias e, do lado das firmas, pela produtividade marginal do capital (Studart, 1993).

Conforme Keynes (1937), o financiamento do investimento se desenvolve através de dois circuitos monetários, o *finance* e o *funding*. No primeiro momento (*finance*), os bancos criam crédito de curto prazo, expandindo os meios de pagamento necessários para viabilizar a realização do investimento. Apenas depois, à medida que a renda gerada se

materializa, constitui-se a poupança que pode ser mobilizada na etapa *funding*. Em termos práticos, o crédito subjacente ao *finance* guarda proximidade com o financiamento rotativo, a exemplo do capital de giro, cuja função é viabilizar dispêndios iniciais da produção de bens ou serviços e sustentar a atividade econômica e a geração de renda e poupança via multiplicador keynesiano (Resende, 2007; Carvalho, 2012).

No segundo momento, através do mercado de capitais ou mesmo de crédito, ocorre a consolidação e reestruturação do financiamento por meio de fundos de longo prazo e da difusão dos títulos emitidos pelo conjunto da sociedade. A efetivação dos investimentos, portanto, constitui-se de lançamentos de dívida de longo prazo e/ou de direitos de propriedade, cuja maturidade seja longa o suficiente para que os retornos do investimento paguem os encargos da nova dívida. Desse modo, a causalidade, vai do investimento à poupança, não o inverso como propunha Wicksell (1977): a poupança responde à renda e o sistema bancário surge como elemento-chave que torna o circuito financiamento-investimento-poupança-*funding* possível.

Assim, o ator de investir, trocar dinheiro no presente por maiores montantes de dinheiro no futuro, conforma-se num processo temporal incerto, complexo em pagamentos e dependente de condições financeiras, sobretudo em horizontes de médio e longo prazo, que foi esmiuçado por Minsky (1986) e originou a hipótese da fragilidade financeira. Resumida a sua essência, esta hipótese ressalta, paradoxalmente, que a estrutura financeira de uma economia capitalista se torna mais frágil durante a fase de prosperidade. Em outras palavras, em uma economia monetária de produção, o caráter pro-cíclico da dinâmica financeira tende a transformar de maneira endógena estruturas robustas em potencialmente vulneráveis.

A análise de Minsky (1986) parte da existência de dois conjuntos de preços: (i) preços da produção corrente, dependentes de expectativas de curto prazo (demanda e custos); e (ii) preços de ativos de capital, condicionados por expectativas de longo prazo (lucros) e pelo valor atribuído à liquidez. Esses planos articulam-se por meio do lucro, que gera fluxos de caixa necessários para validar dívidas e os preços pagos por ativos no passado.

À medida que o risco é percebido como baixo, lucros esperados se realizam e compromissos financeiros são honrados, estruturas de financiamento são validadas. O ambiente de relativa estabilidade realça o otimismo de empresários e banqueiros, que, sob concorrência, passam a considerar aceitáveis estruturas de dívida mais arriscadas e

expandem o crédito. Nesse movimento cumulativo, consolida-se a fragilidade do sistema, descrita por três tipologias: *hedge*, especulativa e *Ponzi*. A posição *hedge* caracteriza-se por estruturas financeiras cujos fluxos de caixa são suficientes para honrar com o compromisso dos juros do financiamento e da amortização do principal, sem necessidade de refinanciamento. Unidades especulativas descrevem as estruturas que conseguem pagar juros, mas não amortizam o principal regularmente, tornando-se dependentes da rolagem e, dessa forma, mais sensíveis a mudanças nas condições financeiras. Quando o desequilíbrio se aprofunda e os fluxos de caixa esperados nem sequer cobrem os juros, a estrutura financeira assume a posição de *Ponzi*. Nesse estágio, a continuidade da atividade econômica torna-se sujeita a contratação de novos empréstimos para honrar encargos correntes e/ou da valorização dos ativos, elevando o grau de fragilidade (Minsky, 1986).

Enquanto há percepção de ambiente econômico próspero, os bancos, orientados pela rentabilidade e pela preferência pela liquidez, administram ativamente seus balanços e tendem a afrouxar os critérios de risco, uma vez que projetam na fase de êxito do ciclo um aval para a segurança das estruturas financeiras. Assim, em períodos de prosperidade prolongada, a expectativa de estabilidade induz de maneira sistemática à tomada de maiores riscos e cresce participação de operações especulativa e *Ponzi* nos portfólios bancários. Dessa forma, os preços dos ativos de capital são valorizados e o endividamento cresce com riscos subestimados, vulnerabilizando a economia. Com isso, elevações de juros, desaceleração de lucros ou revisões de projeções podem alterar expectativas e dificultar a rolagem de dívidas. Nessas condições, empresas frágeis passam a enfrentar problemas de liquidez e/ou solvência, com consequentes quedas de preços de ativos compressão de seus balanços, deteriorando a relação entre valor de mercado dos ativos e valor das dívidas (Minsky, 1986).

A dificuldade das empresas em cumprirem com suas obrigações financeiras, seguido por deterioração dos indicadores de risco leva a unidades financeira a reverem seus cálculos e reverterem o comportamento pró-cíclico. Nessas condições, os bancos tendem a contrair assimetricamente o crédito, reduzindo linhas e prazos, elevando os juros e apertando as exigências de garantia. Em termos keyenesianos, ocorre o aumento da preferência pela liquidez consubstanciada na alteração generalizada das condições financeiras e na reorientação dos portfólios dos bancos para aplicação em ativos mais seguros e líquidos, inaugurando o processo de desalavancagem. (Minsky, 1986)

A tentativa de restaurar a liquidez individual agrava a crise ao forçar empresas não financeiras a vender ativos para honrar compromissos, pressionando ainda mais seus preços, sobretudo os dos ativos menos líquidos ou de longo prazo. Essa "corrida por liquidez", conformada na contração de depósitos e da velocidade de circulação da moeda, intensifica a contração das receitas reduzindo os lucros e a capacidade de honrar os contratos. A deflação de ativos, oriunda do processo de reestruturações e liquidação de ativos, pode evoluir para deflação de dívidas, ampliando o peso do endividamento e o risco de falências em cadeia, pânico bancário e recessão (Amado, 2020).

Em suma, a fragilidade financeira decorre do próprio funcionamento do capitalismo, no qual a estabilidade é desestabilizadora. Esse diagnóstico robustece três pontos centrais da abordagem pós-keynesiana: (i) a moeda é não neutra; (ii) a oferta monetária é endógena, mas condicionada por preferências de liquidez, demanda por crédito e políticas de balanço; e (iii) a estrutura financeira é suscetível à fragilidade, com ciclos de expansão e contração do crédito como traço recorrente.

Em economias como a brasileira, que há elevada remuneração da liquidez, presença de ativos públicos de curtíssimo prazo e papel relevante do crédito direcionado, a escolha de portfólio dos bancos e investidores tende a ser particularmente sensível ao estado de expectativas. Nessas condições, a retração do crédito livre (especialmente no segmento de curto prazo empresarial) pode aparecer antes da deterioração plena de variáveis "duras" como inadimplência e produto, tornando pertinente decompor o crédito e investigar modalidades que reflitam com maior nitidez a seletividade bancária.

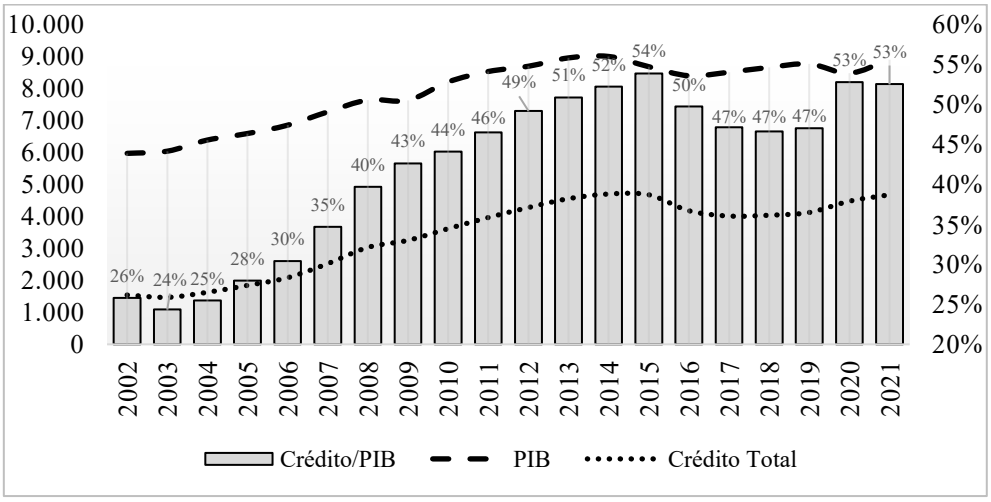
## 2. Oferta de crédito e ciclo econômico no Brasil: decomposição e evidências recentes

A importância do crédito para a dinâmica do investimento e da acumulação de capital é amplamente reconhecida por diferentes vertentes (Keynes, 1930; 1936; 1937 Bernanke, 1983; Neves, 2022). Sem pretender encerrar a controvérsia sobre causalidade, frequentemente bidirecional e condicionada ao modelo teórico, evidências econométricas apontam para a força dessa relação, especialmente em períodos de crise (Bordo; Haubrich, 2010). Em Keynes (1936) e na tradição pós-keynesiana (Chick, 1992; Minsky, 1986), a criação de moeda escritural pelos bancos libera o investimento da necessidade de poupança prévia. O crédito derivado desse processo antecipa recursos às decisões de investimento que, quando bem-sucedidas, geram receitas para liquidar despesas e produzir lucros. Assim, a performance do setor financeiro e do crédito bancário conforma-se como fundamental para manutenção da atividade e trajetória de crescimento.

No caso brasileiro, a evolução conjunta do produto, medida pelo PIB, e do endividamento bancário do setor não financeiro sugere a pertinência em decompor o crédito, e não apenas observar os valores agregados. Para isso, esta seção utiliza estatísticas do Banco Central do Brasil sobre crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN), distinguindo: (i) pessoa jurídica (PJ) e pessoa física (PF); (ii) crédito livre e direcionado; e (iii) séries de saldo em carteira (estoque) e concessões (fluxo). Reconhece-se a imperfeição do PIB como medida de produção e bem-estar, uma vez que não incorpora distribuição, atividades não monetárias – como o trabalho doméstico não remunerado – e outras dimensões relevantes da qualidade de vida (Braga, 2009), todavia, essa variável permanece central para avaliar a dinâmica macroeconômica e a relevância econômica de fatores que a influenciam.

No período de 2003-2015, a relação entre crédito total para setores não financeiros e o PIB mais que dobrou, saltando de cerca de 24% para aproximadamente 54% do PIB. O ambiente macroeconômico favorável de 2004 a 2007, com redução do déficit público, queda da inflação e crescimento econômico relativamente estável até a crise de 2008, em conjunto com a melhora do cenário internacional, impulsionou mudanças relevantes no mercado financeiro no sentido de reduzir as restrições e custos de circulação de capitais e ampliar o *funding* e a liquidez do sistema (Hermann, 2010; Rosa; Martins, 2024).

**Figura 1:** *Evolução do PIB e do saldo da carteira de crédito total em bilhões (eixo esquerdo); e coeficiente crédito/PIB (eixo direito)*



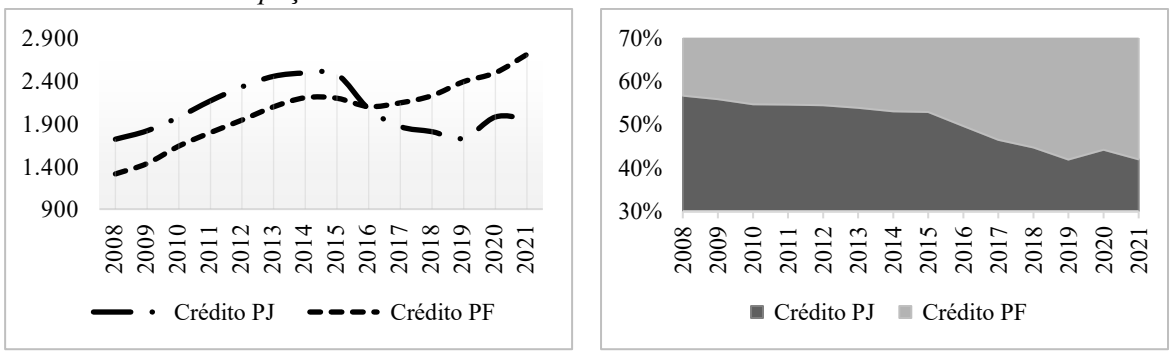

**Fonte**: BCB. Elaboração própria.

Embora o desenvolvimento do mercado de longo prazo tenha permanecido incipiente, a facilidade de expansão de ativos permitiu que o sistema de crédito bancário exibisse aumento consecutivo e significativo entre 2003 e 2015, intensificado pelo programa de crédito consignado introduzido em 2003 e pelo montante de crédito para

capital de giro (Martins, 2011). A coevolução entre PIB e saldo de crédito, sugere que as oscilações no volume de recursos disponibilizados se articulam de forma não trivial com variações do produto, justificando a decomposição por segmentos e modalidades.

Uma primeira desagregação necessária consiste em separar carteiras de pessoa jurídica (PJ) e pessoa física (PF). Essa distinção é substantiva porque as duas carteiras respondem a incentivos e desempenham funções macroeconômicas distintas. O crédito às empresas (objeto deste estudo) permite ampliar investimentos e/ou financiar empreendimentos, afetando escala de produção e rendimentos. O crédito às famílias, ao permitir expansão do consumo, pode melhorar expectativas empresariais e contribuir para maior investimento.

**Figura 2:** *Evolução dos saldos das carteiras das carteiras de pessoa (PJ) e pessoa física (PF) em bilhões & Participação % PJ e PF no crédito total do SFN*




**Fonte**: BCB. Elaboração própria.

A participação relativa da carteira PJ declina ao longo do período, partindo de cerca de 57% em 2008, atinge patamares próximos de 50% em 2016 e 42% em 2019. Em termos dinâmicos, pode-se distinguir dois movimentos ligados a esses resultados: (i) entre 2008 e 2014, ambas as carteiras apresentaram tendência de crescimento, mas a carteira PF se expande em ritmo superior, elevando a sua participação; (ii) entre 2014 e 2019, observou-se mudança qualitativa, com quedas acentuadas do saldo de crédito PJ, incluindo a contração expressiva em 2016, ao passo que o crédito PF apresentou maior resiliência. Assim, a média do subperíodo foi positiva e um recuo significativo foi registrado apenas em 2016, um desempenho justificado, em parte, pela consolidação do consignado e garantias institucionais que essa linha confere (Martins, 2011). A partir de 2020, choques da pandemia de COVID-19 reconfiguram a trajetória de curto prazo e o crédito PJ encerrou uma leve expansão, puxada pelas medidas emergências adotadas para enfrentar a crise sanitária, porém, no horizonte mais amplo, a expansão acumulada do PF permaneceu superior.

A assimetria no comportamento das duas carteiras contribui para justificar o foco analítico no crédito PJ. Em termos teóricos, a escolha é coerente com a noção pós-keynesiana de hierarquia das decisões (Carvalho, 1992), segundo a qual as firmas, e não as famílias, ocupam posição dominante nesse processo. Ao comandarem a realização do investimento, variável dinâmica por excelência, as empresas condicionam a trajetória de emprego e renda e, por essa via, a própria geração de lucros. Mudanças nas condições de financiamento das firmas – custos, prazos e disponibilidade de recursos – tendem a se transmitir de forma mais direta e amplificada ao conjunto da economia do que variações equivalentes no crédito às famílias.

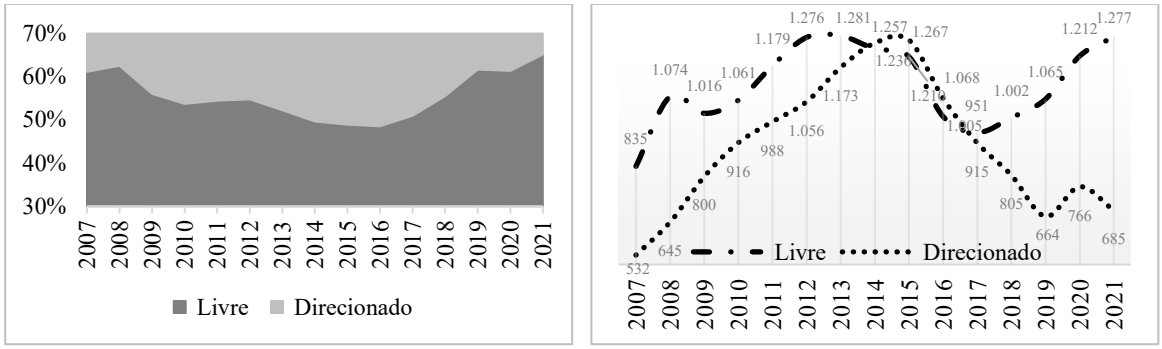
Além disso, indicadores de instabilidade financeira não invalidam esse diagnóstico. Ainda que o grau de descumprimento dos contratos seja relativamente mais alto nas operações com pessoas físicas, exibindo uma taxa de inadimplência média de 4,84% a.a entre 2010 e 2016, contra 2,25% a.a PJ, o ritmo de evolução do crédito não arrefeceu de forma comparável. A ruptura observada na fração empresarial, cuja cifra de crescimento médio foi de apenas 0,74% a.a, superou significativamente a variação média do crédito PF de 5,77% a.a.

Dada a queda e lenta recomposição do saldo PJ após o auge da crise brasileira, aprofunda-se a decomposição por modalidade: recursos livres e direcionados. Os créditos livres decorrem de contratos em que taxas e condições são pactuadas livremente entre instituições financeiras e mutuários, com autonomia sobre a destinação dos recursos captados; enquanto os direcionados atendem a demandas específicas, são regulados pelo Conselho Monetário Nacional ou vinculados a fontes orçamentários e setoriais, e destinam-se predominantemente a investimento de médio e longo prazos em setores como o imobiliário, o rural e a infraestrutura.

Ao analisar a participação e a trajetória dos saldos dessas modalidades, observa-se, de um lado, uma expansão expressiva do crédito direcionado no contexto da crise de 2008, com crescimento médio em torno 19% a.a entre 2008 e 2010, seguido por desaceleração quase contínua, variação média de quase 7% a.a de 2011 a 2015, e posterior contração de -14,87% a.a médio até 2020. Essa trajetória, frequentemente associada ao reposicionamento do financiamento público, cuja participação do BNDES passou a concentrar quase 70% do saldo do segmento no biênio 2015-2016, é identificada como componente indispensável para interpretar o ciclo que culminou na crise iniciada em 2015 (Barbosa Filho, 2017; Bruno; Caffe, 2018; Paula; Alves Junior, 2020).

De outro lado, o crédito livre passou a exibir estagnação e declínio antes da crise aberta, sugerindo que bancos privados podem ter incorporado antecipadamente deterioração de expectativas e/ou elevação do risco percebido, movimento consistente com a dinâmica minskyana (Minsky, 1986). Após crescer mais de 28% a.a. em 2008, registrou uma variação média de 3,76% a.a no período 2009-2013, seguido de contração em 2014 (-3,5% a.a) e coeficiente médio de -7% entre 2014 e 2017.

**Figura 3:** *Participação do crédito livre e direcionado na carteira de crédito PJ (à esquerda) & Evolução dos saldos de crédito livre e direcionado na carteira PJ (à direita).*



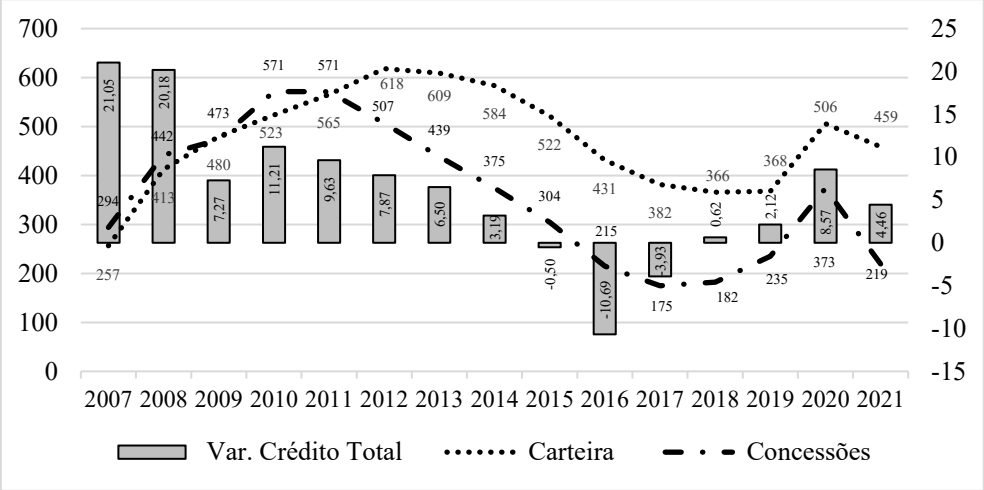

**Fonte**: BCB. Elaboração própria.

A etapa final da taxonomia avança para modalidades efetivamente ofertadas no crédito livre PJ, das quais o capital de giro destaca-se pela maior relevância quantitativa ao longo do período analisado, em média 41,9% do saldo do crédito livre PJ; e pertinência funcional. Trata-se de uma modalidade de curto prazo destinada a sustentar necessidades operacionais e administração de caixa – e, por excelência, o nível de atividade econômica –, cujas condições são estabelecidas em contratos específicos que asseguram taxas e garantias. Em contraste com linhas vinculadas à aquisição de bens específicos ou arranjos com cadeias de fornecedores, o capital de giro tende a refletir com maior nitidez condições de financiamento voltadas à atividade corrente das firmas.

Essa centralidade também é compatível com a tipologia proposta por Zysman (1983), que distingue sistemas financeiros segundo a sua orientação aos mercados de capitais e crédito bancário. Em economias cujos mercados de capitais apresentam menor profundidade e alcance relativo, o crédito bancário tende a desempenhar papel preponderante no financiamento externo das empresas. No Brasil, mesmo com avanços recentes, rolagens de curto prazo permanecem relevantes, sobretudo fora do segmento de grandes empresas com acesso recorrente ao mercado de capitais (Rosa; Martins, 2024). Esse perfil curto-prazista relaciona-se à institucionalidade brasileira, que sustenta elevada preferência pela liquidez e remuneração atraente de ativos públicos de curtíssimo prazo

e/ou indexados à taxa básica (LFT/Tesouro Selic e compromissadas), com implicações para alongamento da dívida e disponibilidade de *funding* privado de prazo mais longo (Bresser-Pereira; De Paula; Bruno, 2020; Vieira Filho; Rossi, 2023).

**Figura 4 –** *Evolução do saldo da carteira e do volume de concessões de crédito livre de capital de giro para PJ em bilhões (eixo esquerdo) e taxa de crescimento do crédito total (eixo direito).*




**Fonte**: BCB. Elaboração própria.

Ao observar o do saldo da carteira de capital de giro livre, identifica-se dinâmica qualitativamente semelhante à dos dados agregados – expansão, inflexão, contração e posterior recuperação –, com uma particularidade relevante: o pico do crédito ocorre em 2012, e não em 2013-2014, como nas medidas mais amplas do crédito (Figuras 1 e 3). No biênio subsequente, registra-se uma redução expressiva do saldo (cerca de R$ 46 bilhões, valores correntes), um movimento que precede a fase mais aguda da crise, reforçando a pertinência de investigar variáveis associadas a expectativas como potenciais precursores do comportamento do crédito.

Por fim, distingue-se estoque (saldo em carteira) e fluxo (concessões). O pico de concessões no biênio 2010-2011 antecede o ponto alto do saldo em carteira, o que é coerente com prazos médios ao redor de 15 meses e presença de contratos *bullet*, nos quais amortização se concentra no vencimento. Isso ocorre porque o estoque de crédito sofre influência de defasagens contratuais, via juros, amortizações, prazos e reprecificações[1], podendo apresentar expansão mesmo que não haja crescimento das concessões.

[1] $Saldo_t = Saldo_{t-1} + Concessão_t + Juros_t - Amortizações_t - Pagamentos\ de\ juros_t$

Como o objetivo é aproximar a dinâmica de disponibilidade de crédito, as concessões mostram-se mais informativas, embora não "puras" como medida de oferta. As concessões estão sujeitas às interações entre oferta e demanda, renegociações e efeitos de composição, mas, ainda assim, quando analisadas conjuntamente com indicadores de preço (taxas/*spreads*), risco e expectativas, podem trazer evidência expressiva sobre mudanças de postura dos bancos, sobretudo em modalidades de curto prazo e recursos livres.

## 3. A centralidade das expectativas para a concessão do capital de giro livre entre 2010 e 2016

O sistema bancário catalisa o crescimento e desenvolvimento econômico ao prover recursos à ampliação dos investimentos e trajetória estável e sustentada de atividade econômica. Nesse âmbito, a disponibilidade de capital de giro ocupa posição estratégica por se tratar de modalidade operacional essencial ao financiamento de curto prazo das empresas e integrar o segmento do crédito com maior potencial de impactar, não apenas a atividade corrente, mas o investimento via continuidade operacional e gestão do caixa. A contração nas concessões subjacentes a essa modalidade de crédito afeta o desempenho econômico por múltiplos canais: limita expansão e modernização produtiva; força ajuste de balanços e cortes de despesas e emprego; e deteriora confiança, elevando o grau de preferência pela liquidez e, com isso, o adiamento de decisões de gasto.

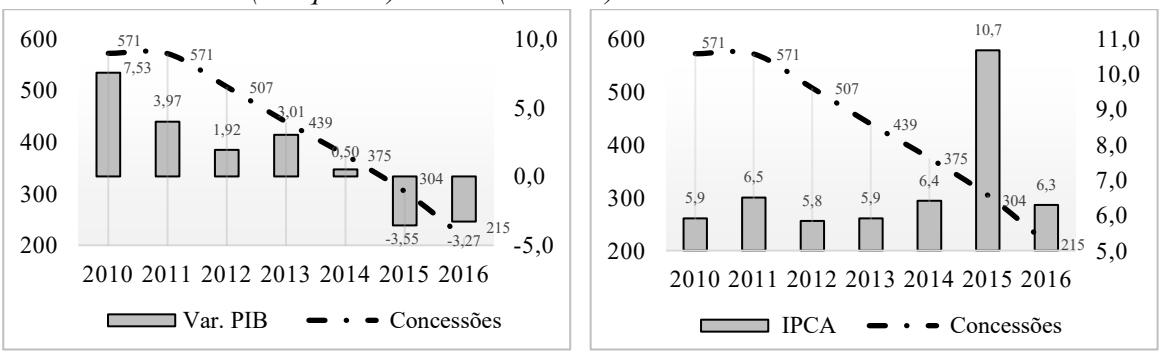
A evidência histórica sugere que parte das relações previstas por mecanismos tradicionais na literatura, como crescimento, inflação, taxa de juros, inadimplência, fragilidade corporativa, manifesta-se de forma mais relevante nos anos de crise aberta (2014-2016). Contudo, esses mecanismos não parecem suficientes para explicar a retração observada no início do período (2011-2013), quando se verifica um importante ponto de inflexão após trajetória de expansão sem precedentes na concessão crédito no Brasil iniciada em 2007.

Ao comparar o volume de concessões de capital de giro com o PIB, nota-se que o recuo do fluxo de recursos tem início antes da contração mais pronunciada do produto. No triênio 2014-2016, a relação direta esperada entre as variáveis torna-se evidente: a desaceleração do emprego e da atividade reduz a renda disponível e o nível de demanda, enfraquece o multiplicador e eleva a percepção de risco. Nesse contexto, é plausível que instituições financeiras adotem postura mais cautelosa, restrinjam a concessão de crédito

e aumentem a preferência por ativos mais líquidos com o objetivo de se protegerem contra a deterioração do desempenho econômico, a compressão das margens de lucro e, por consequência, a redução da capacidade das empresas honrarem os compromissos contratuais assumidos.

No plano monetário, o IPCA tampouco desempenha papel isolado e antecedente na virada do ciclo de crédito. Mesmo admitindo que a inflação afete expectativas e as condições monetárias, não se observa regularidade estável na resposta das concessões aos movimentos do IPCA, o que é consistente com a leitura de que a dinâmica inflacionária brasileira não pode ser explicada apenas por fatores de demanda, mas inclui componentes de custos e determinantes institucionais/setoriais (Paes, 2019). Dessa forma, o IPCA pode variar sem que as condições de risco e de atividade (mais diretamente associadas ao crédito) se alterem na mesma direção.

**Figura 5 –** *Concessão de crédito livre de capital de giro para PJ em bilhões versus taxa de crescimento do PIB (à esquerda) e IPCA (à direita)*



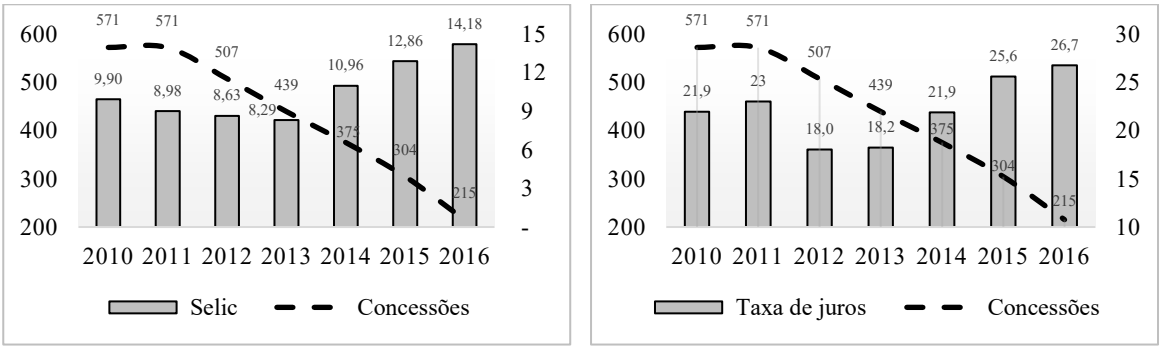

**Fonte**: BCB. Elaboração própria.

De maneira análoga, constata-se relação consistente do volume de crédito com a taxa básica de juros, sobretudo na fase aguda da crise. A Selic, referência para operações de curto prazo e parâmetro do custo de carregamento de liquidez, influencia amplo conjunto de taxas de juros do sistema financeiro (financiamentos, empréstimos e aplicações) e condiciona decisões de investimento, produção e consumo. Por essa via, episódios de aumento da taxa Selic tendem a se traduzir em aumento das taxas de juros de curto, médio e longo prazo.

Em termos microeconômicos, níveis mais elevados da Selic implicam maiores custos econômicos para a concessão de recursos livres em geral e de capital de giro em particular. Por um lado, o aumento do custo de captação e intermediação reduz a rentabilidade esperada das operações de crédito, diminuindo a propensão a emprestar e/ou elevando as taxas cobradas. Por outro, ao elevar o custo de oportunidade do investimento

produtivo, induz firmas a recompor portfólios em direção a ativos líquidos, seguros e rentáveis, reforçando a preferência pela liquidez e o deslocamento relativo da esfera produtiva para a monetária.

**Figura 6:** *Concessão de capital de giro livre para PJ em bilhões versus Selic (à esquerda) e taxa de juros do capital de giro livre PJ (à direita), percentual médio ao ano*



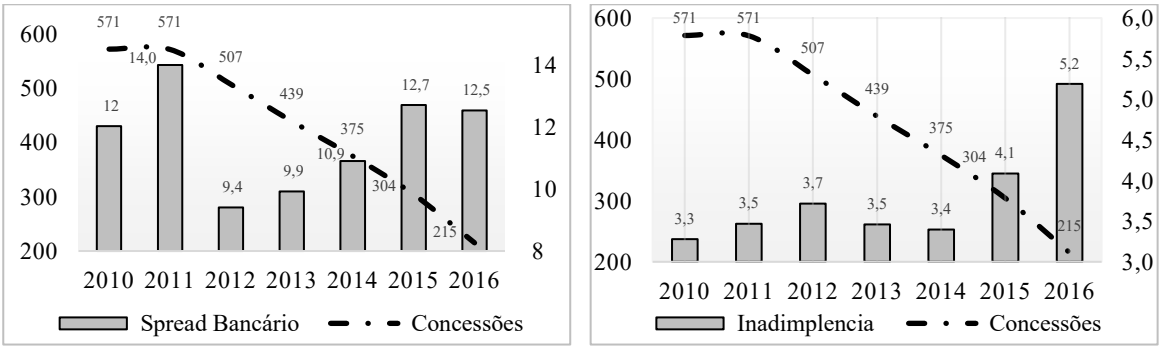

**Fonte**: BCB. Elaboração própria.

A relação inversa entre juros e disponibilidade de crédito aparece de forma inequívoca em 2014-2016, mas não se observa co-movimento semelhante na origem da retração (2011-2013). Além do efeito do custo do crédito, a dinâmica de concessões também é mediada por rolagens, renegociações e refinanciamentos, cuja importância tende a aumentar em ciclos de queda das taxas de mercado. Em períodos de redução do custo financeiro, torna-se mais provável a revisão de contratos e pré-pagamento, o que amplia o incentivo para que tomadores – em especial os de melhor qualidade – liquidem e recontratem obrigações a taxas menores quando as condições financeiras se tornam mais favoráveis, elevando o fluxo de novas concessões (Roberts; Schwert, 2020; Eckbo; Su; Thorburn, 2021; Eça *et al*., 2024).

Como a Selic é referência para o custo de oportunidade e financiamento de curto prazo, a diferença entre a taxa média cobrada no capital de giro e a Selic pode ser interpretada, de forma aproximada, como um *markup* associado a custos operacionais, perdas esperadas e retorno requerido, isto é, o *spread*. A trajetória do *spread* sugere uma mudança relevante no comportamento dos intermediários financeiros no início da década. Em 2011, observa-se elevação expressiva do *spread* concomitante à manutenção de volume de concessões em patamar similar ao de 2010. Em 2012, por sua vez, a queda do *spread* simultânea à retração abrupta das concessões é compatível com mecanismo de racionamento por composição e seletividade. Quando aumenta a percepção de fragilidade, operações de maior risco e maior preço tendem a ser descontinuada, rebaixando a taxa média observa, dado que o fluxo de crédito remanescente passa a

refletir operações relativamente mais seguras. No triênio 2014-2016, em contexto de elevação Selic e piora de indicadores de risco, o *spread* retorna a patamar compatível com o de 2010, o que recoloca custos e perdas esperadas no centro da precificação.

**Figura 7:** *Concessão de capital de giro livre para PJ em bilhões versus spread bancário (à esquerda) e versus inadimplência (à direita), percentual anual médio.*




**Fonte**: BCB. Elaboração própria.

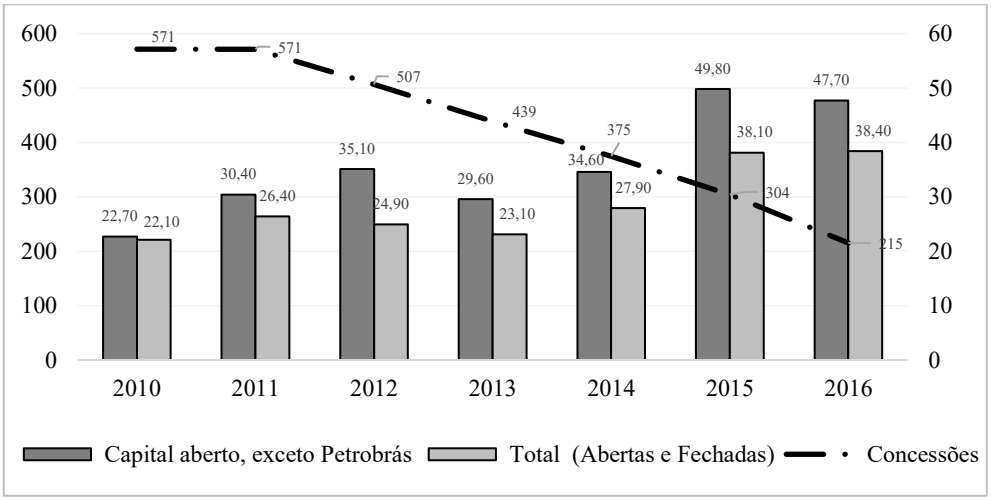
A inadimplência, variável frequentemente mobilizada na literatura para explicar a desaceleração das concessões de crédito, também não exibe associação estável com a retração das concessões no período 2010-2016. Entre 2011 e 2012, os indicadores se movem no mesmo sentido, sugerindo determinantes concorrentes, como variações de demanda, mudanças no ciclo e composição das operações (Anibal, 2009; Marins; Neves, 2013). Ainda assim, do ponto de vista teórico, o aumento da inadimplência sinaliza deterioração de qualidade da carteira e aumento do risco de perdas. Diante da assimetria informacional, instituições podem ajustar preço e quantidade ofertada, recorrendo a racionamento e padrões mais rígidos (Stiglitz; Weiss, 1981).

Em termos macrofinanceiros, a piora da carteira pressiona resultados e provisões, podendo afetar restrições de balanço e capital e intensificar flutuações econômicas (Bernanke; Gertler, 1989). No enquadramento pós-keynesiano, esses canais coadunam com a tendência dos bancos, ao elevarem sua preferência pela liquidez frente à incerteza, tornarem-se mais seletivos e deslocarem o portfólio para ativos líquidos e seguros, comportamento favorecido, no Brasil, pela existência de títulos públicos de curtíssimo prazo e risco praticamente nulo (Paes, 2019).

Por fim, a *proxy* de fragilidade financeira corporativa, medida pela parcela empresas com dívida financeira superior ao EBITDA (EBITDA/DF < 1), aponta piora mais acentuada principalmente a partir de 2015. Este diagnóstico é consistente com o salto do indicador naquele ano (por exemplo, 49,8% entre companhias abertas, exceto Petrobras) e com a interpretação de fragilização corporativa reportada na literatura de

mais de 50% em 2015 (De Paula; Alves Jr., 2020). Entretanto, sua capacidade de explicar a retração inicial (2011-2013) também se mostra limitada, ao passo que o indicador não apresenta uma relação temporal estável com a queda das concessões nesse intervalo.

**Figura 8:** *Concessão de capital de giro livre para PJ em bilhões (eixo esquerdo) e proporção de empresas com despesa financeira superior ao EBITDA (eixo direito)*




**Fonte**: BCB e CEMEC (2017, p. 46). Elaboração Própria.

A análise por estratos reforça a constatação de ausência de correlação anual sistemática entre as variáveis. Em empresas fechadas, o indicador permanece contido até 2014 (entre 21,5% e 25,7%) e se eleva de forma mais expressiva apenas em 2015 (35,2%). Na amostra total, segue elevado após o choque (38,1% em 2015 e 38,4% em 2016), o que sugere persistência da fragilidade na fase aguda da crise. Assim, mesmo que o grau de dívida em relação à geração de caixa delineie uma trajetória coerente com a intensificação do risco corporativo a partir de 2015, não se mostra suficiente para explicar a origem da retração das concessões, apontando para a atuação conjunta de outros canais no início da década, como condições monetárias, reprecificação e seletividade, composição das operações e mudanças nas expectativas.

Nesse ponto, indicadores de condições financeiras e expectativas tornam-se particularmente esclarecedores. Ao construir um Índice de Condições Financeiras (ICF) para o Brasil, Costa Filho (2020) reporta que o indicador se alinha aos ciclos macroeconômicos e que variáveis ligadas à oferta de crédito agregam explicação considerável. Os exercícios empíricos realizados indicam que choques sobre as condições financeiras têm efeitos significativos e persistentes sobre medidas de desempenho macroeconômico; e que aumentos de incerteza podem refletir-se nas condições financeiras com defasagens superiores a um mês, sugerindo canal intertemporal de transmissão. Esses resultados mostram-se coerentes com a interpretação de que fontes de

incerteza não estritamente econômico-financeiras (a exemplo de instabilidade política) podem afetar as condições financeiras de maneira indireta.

A leitura conjunta da variação das concessões de capital de giro e dos índices de confiança da FGV sugere que a inflexão do crédito é precedida por uma deterioração disseminada do estado de expectativas. Em termos agregados, observa-se uma transição de confiança ainda positiva em 2010 (ICE acima do nível neutro) para queda acentuada em 2011, enquanto a concessão deixa de crescer e passa a variar próximo de zero. Em seguida, a confiança não recompõe o patamar anterior e o crédito entra em retração em 2012-2013, antes do aprofundamento macroeconômico posterior. No recorte setorial, o movimento é semelhante. Indústria, comércio, serviços e construção exibem perda de confiança entre 2010 e 2013, com migração para valores predominantemente negativos a partir de 2013/2014, reforçando que não se trata de sinal restrito a um único setor.

**Tabela 1:** *Concessão de capital de giro livre para PJ, nível em bilhões e variação, versus Índices de confiança da FGV**

| Ano | Capital de Giro | | Índices de Confiança | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | *Nível* | *Var %* | *Empresarial* | *Indústria* | *Comércio* | *Serviços* | *Construção* |
| 2010 | 571,40 | 20,75 | 11,3 | 12,3 | 6,4 | 10,7 | 11,4 |
| 2011 | 570,90 | -0,09 | 3,1 | 1,1 | 3 | 5,8 | 4,2 |
| 2012 | 506,67 | -11,25 | 3,6 | 6 | 3,2 | 2 | 1,6 |
| 2013 | 438,77 | -13,40 | -0,8 | 0,3 | 0,8 | -0,8 | -1,7 |
| 2014 | 374,61 | -14,62 | -13,9 | -12,6 | -13,8 | -13,2 | -11,5 |
| 2015 | 304,24 | -18,79 | -30,3 | -23 | -35,3 | -30,5 | -30,4 |
| 2016 | 215,11 | -29,29 | -21,7 | -14,6 | -21,9 | -22,9 | -28,3 |
| 2017 | 174,85 | -18,72 | -8 | 0,1 | -6,4 | -10,3 | -19,2 |
| 2018 | 182,47 | 4,35 | -5,2 | -4,5 | 2,6 | -5,1 | -14,8 |
| 2019 | 235,35 | 28,98 | -4,1 | -0,6 | -3,2 | -3,8 | -7,9 |
| 2020 | 373,49 | 58,69 | -3,7 | 14,9 | -8,3 | -13,8 | -6,1 |
| 2021 | 219,38 | -41,26 | -5,9 | 0,1 | -14,7 | -4,5 | -3,3 |

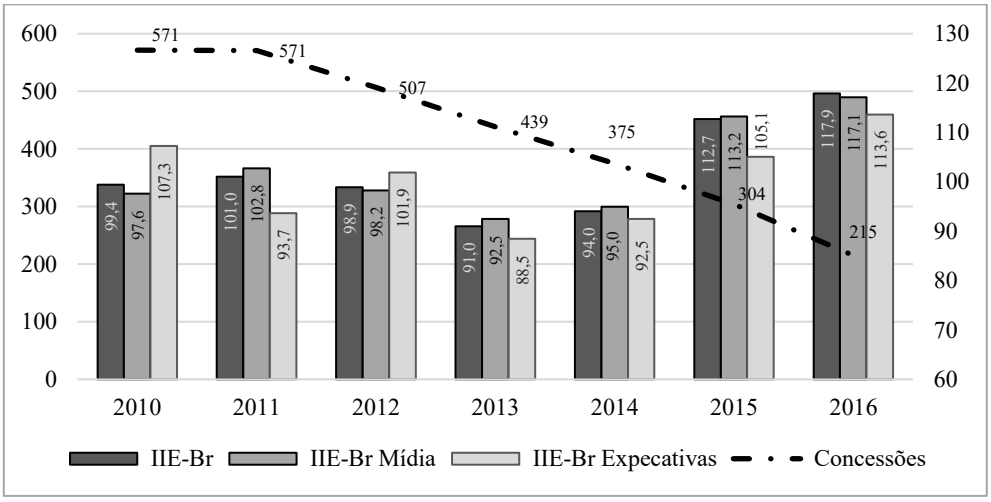
**Fonte**: BCB e FGV. Elaboração Própria. *Os índices de confiança da FGV são referenciados em torno de 100 pontos (neutralidade): valores acima de 100 indicam otimismo e abaixo de 100, pessimismo. Para facilitar a comparação com a série de concessões, aplicou-se uma transformação linear $I^* = I - 100$, de modo que 0 represente o nível neutro.

Como esses índices derivam de sondagens que captam avaliações sobre a situação corrente e expectativas de curto prazo, sua evolução está alinhada à hipótese pós-keynesiana de que oscilações de confiança sob incerteza afetam decisões financeiras e estruturais da econômica. A deterioração das expectativas tende a elevar a aversão ao risco e a preferência pela liquidez dos bancos, tornando-os mais seletivos e inclinados ao

racionamento de crédito, inclusive antes que variáveis tradicionais como a atividade e a inadimplência se deteriorem plenamente.

Adicionalmente, a comparação das concessões com o Índice de Incerteza da Economia Brasileira (IIE-Br) não revela um padrão nítido nos anos iniciais no recorte 2010-2016. Entre 2010 e 2013, o IIE-Br recua ao mesmo tempo em que as concessões diminuem. A partir de 2014 – e de forma mais pronunciada em 2015-2016 – a aderência entre maior incerteza e retração do crédito torna-se mais proeminente, mostrando-se consistente com o canal de preferência pela liquidez.

**Figura 9 –** *Concessão de capital de giro livre para PJ em bilhões (eixo esquerdo) versus Índice de Incerteza da Economia Brasileira (IIE-Br) (eixo direito)*




**Fonte**: BCB e FVG. Elaboração própria.

Uma explicação plausível para o desalinhamento no início do período decorre da própria composição do índice (componente de mídia e dispersão de expectativas), que o pode ser afetado por choques de atenção jornalística e por agendas não estritamente econômicas, reduzindo a sensibilidade de medição em janelas curtas. Esse fator não invalida a utilidade do indicador, mas alerta para a necessidade de cautela na inferência direta a partir de comparações contemporâneas, pois a incerteza pode operar por canais financeiros com defasagens e por mecanismos não lineares. Ainda assim, a análise conjunta do recorte sugere que, no início da década, variáveis convencionais não exibem precedência robusta, ao passo que há sinais de mudança de postura captados por componentes de preço (*spread*) e por indicadores de confiança/condições financeiras.

Diante desse quadro, o trabalho propõe um deslocamento do foco interpretativo da análise. Em vez de concentrar-se exclusivamente na identificação de variáveis reais ou financeiras tradicionalmente associadas à oferta de crédito, como nível de atividade,

inadimplência ou rentabilidade das empresas, é preciso buscar compreender como mudanças no estado de expectativas dos agentes financeiros, em um ambiente marcado por elevada incerteza, influenciaram o comportamento dos bancos.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Em economias monetárias de produção, decisões sob incerteza radical e tempo histórico tornam a preferência pela liquidez elemento estruturante da dinâmica macroeconômica, com bancos atuando como agentes ativos na administração de seus balanços e na escolha entre liquidez e rentabilidade.

A decomposição do crédito no Brasil evidencia mudanças relevantes na composição e na trajetória das carteiras de crédito ao longo da década de 2010, destacando-se a perda relativa de dinamismo da disponibilidade de recursos às pessoas jurídicas, as assimetrias entre crédito livre e direcionado e, de forma mais específica, o comportamento do capital de giro com recursos livres. A evidência histórica indica que a inflexão e posterior retração das concessões dessa modalidade se iniciam ainda no começo da década, antecedendo tanto a queda mais pronunciada do produto quanto a deterioração de indicadores tradicionais de risco de crédito. Esse padrão sugere que explicações baseadas exclusivamente em fundamentos convencionais são insuficientes para compreender a origem e a intensidade do movimento observado.

A análise comparativa entre o volume de concessões de capital de giro e variáveis macroeconômicas e financeiras fundamentais, como PIB, inflação, taxa Selic, taxa média de juros da modalidade, inadimplência e *proxies* de fragilidade financeira corporativa, mostra que tais indicadores passam a apresentar maior aderência explicativa apenas na fase mais aguda da crise, entre 2014 e 2016. No período anterior, contudo, sua capacidade de antecipar ou explicar de forma consistente a retração inicial do crédito revela-se limitada. Em contraste, os indicadores de expectativas, sobretudo os índices de confiança empresarial, exibem deterioração precoce e disseminada, compatível com a hipótese de uma mudança de postura das instituições financeiras.

A piora das expectativas elevou a preferência pela liquidez dos bancos, induzindo uma atuação mais cautelosa e seletiva na concessão de crédito, particularmente em modalidades livres e de curto prazo, como o capital de giro. Esse comportamento é coerente com a abordagem pós-keynesiana e com a hipótese da instabilidade financeira de Minsky (1986) e contribui de forma relevante para explicar a retração observada,

mesmo na ausência inicial de deterioração expressiva dos fundamentos econômicos tradicionais.

Do ponto de vista metodológico, reconhece-se que as concessões de crédito refletem interações complexas entre oferta e demanda, além de processos de renegociação, o que exige cuidado na interpretação causal dos resultados. Ainda assim, o conjunto das evidências empíricas – a decomposição do crédito, o comportamento dos *spreads* e a deterioração antecipada da confiança – delineou uma trajetória alinhada a mecanismo pós-keynesiano/minskyano segundo o qual mudanças no estado de expectativas podem anteceder e amplificar a contração do crédito, reforçando a dinâmica recessiva.

Como implicação, o estudo destaca a importância de incorporar indicadores de confiança, condições financeiras e sinais de postura bancária aos instrumentos de monitoramento macrofinanceiro, especialmente em economias caracterizadas por elevada remuneração da liquidez e incentivos institucionais à alocação em ativos de curto prazo como o Brasil. Para pesquisas futuras, recomenda-se aprofundar a identificação empírica por meio de estratégias econométricas com defasagens, como modelos VAR, e do uso de indicadores mais desagregados da composição do crédito, incluindo prazos, garantias e concentração por nível de risco. Assim, a investigação empírica será menos orientada a explicar a significância dos componentes tradicionais e mais entender de que forma a evolução das expectativas e da incerteza contribuiu para a contração da oferta de crédito bancário no período analisado, em especial na modalidade de capital de giro.

**Referências Bibliográficas**

AMADEO E. E DUTT, A. K. Os Keynesianos neo-ricardianos e os pós-keynesianos. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, 1987.

AMADO, A. M. Instabilidade financeira em países em desenvolvimento: uma análise intersetorial. **Economia e Sociedade**, janeiro-abril 2020. p. 119-147.

AMADO, A. M. Limites monetários ao crescimento: Keynes e a não-neutralidade da moeda. **Ensaios FEE**, 2000. p. 44-81.

ANNIBAL, C. A. Inadimplência do setor bancário brasileiro: uma avaliação de suas medidas. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, set. 2009. Trabalhos para Discussão, n. 192. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/wps192.pdf. Acesso em: dez. 2026.

BARBOSA FILHO, Fernando de Holanda. A crise econômica de 2014/2017. **Estudos Avançados**, 31 (89), 2017. p. 51-60.

BERNANKE, B. S. Irreversibility, uncertainty, and cyclical investment. **The quarterly journal of economics**, 1983. p; 85-106.

BERNANKE, B. S.; GERTLER, M. Agency costs, net worth, and business fluctuations. **The American Economic Review**, [S.l.], v. 79, n. 1, p. 14-31, mar. 1989.

BIANCARELLI, A.; ROSA, R.; VERGNHANINI, R. O setor externo no governo Dilma e seu papel na crise. Campinas: IE/UNICAMP, maio 2017. Texto para Discussão, n. 296. Disponível em: https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/3525/TD296.pdf. Acesso em: jan. 2026.

BORDO, M. D.; HAUBRICH, J G. Credit crises, money and contractions: An historical view. **Journal of Monetary Economics**, vol. 57 2010. p. 1-18.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; DE PAULA, Luiz Fernando; BRUNO, Miguel. Financialization, coalition of interests and interest rate in Brazil. **Revue de la Régulation** – Capitalisme, institutions, pouvoirs, v. 27, 2020. DOI: 10.4000/regulation.16636.

BRUNO, M.; CAFFE, R. Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, n. esp., p. 1025-1062, 2018.

CARVALHO, F. J. C. D. Mr. **Keynes and the post keynesians**: principles of macroeconomics for a monetary production economy. Aldershot: Edward Elgar, 1992.

CARVALHO, F. J. C. C. Aggregate savings, finance and investment. **Intervention European Journal of economics and Economic Policies**. Vol. 9, n.2, pp.197-213, 2012.

CARVALHO, Laura. **Vala brasileira**. Do boom ao caos econômico. São Paulo: Todavia, 1a. ed., 2018.

CHICK, V. **Money, Method and Keynes**. Palgrave Macmillan, 1992. p. 193-205.

COSTA FILHO, J. A. Condições financeiras, incerteza e ciclos econômicos recentes no Brasil. 2020. Dissertação (Mestrado Profissional em Economia – MPFE), Escola de Economia de São Paulo (EESP), Fundação Getulio Vargas (FGV), [s.l.], 2020. Disponível em: https://hdl.handle.net/10438/29735. Acesso em: dez. 2026

DAVIDSON, Paul. **Controversies in Post Keynesian Economics**. Aldershot: Edward Elgar, 1991.

EÇA, J. P. A.; ALBANEZ, T.; SCHIOZER, R. F.; VALLE, M. R. do. The determinants of debt renegotiation: Evidence from Brazil. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, 95, 244-255, 2024.

ECKBO, B. E.; SU, X.; THORBURN, K. S. Bank Compensation for Penalty-Free Loan Prepayment: Theory and Tests. ECGI Working Paper 770, 2021. Disponível em: https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/eckbosuthorburnfinal_0.pdf. Acesso em: dez. 2026.

HERMANN, J. Liberalização e desenvolvimento financeiro: lições da experiência brasileira no período 1990-2006. **Economia e Sociedade**. Campinas, v. 19, n. 2 (39), p. 257-290, ago. 2010

KALDOR, Nicholas. The irrelevance of equilibrium economics. **The Economic Journal**, Oxford, v. 82, n. 328, p. 1237–1255, dez. 1972.

KEYNES, J. M. The "Ex-Ante" Theory of the Rate of Interest. **The Economic Journal**, December 1937. p.663-669.

KEYNES, John M. **Treatise on Money**. London: Macmillan, royal Economic Society, 1930.

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

KNIGHT, F. Risk, **Uncertainty and Profit**. Boston: The Riverside Press, 1921.

KREGEL, J. A. Economic Methodology in the Face of Uncertainty: The Modelling Methods of Keynes and the Post-Keynesians. **The Economic Journal**, v. 86, n. 342, p. 209–225, jun. 1976. DOI: 10.2307/2230743.

LAVOIE, Marc. **Foundations of post-Keynesian analysis**: New Directions in Modern Economics series. Hardcover, 1993.

MARINS, J. T. M.; NEVES, M. B. E. Inadimplência de crédito e ciclo econômico: um exame da relação no mercado brasileiro de crédito corporativo. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, mar. 2013. Trabalhos para Discussão, n. 304. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/TD304.pdf. Acesso em: jan. 2026.

MARTINS, N. M. A expansão do mercado de crédito brasileiro no período 2004-2009: determinantes, condicionantes e sustentabilidade. **Cadernos do Desenvolvimento**, jul-dez 2011. p. 269-289.

MARTINS, N. M. Política monetária brasileira nos governos Dilma (2011-2016). **Economia e Sociedade**, Campinas, janeiro-abril 2022. p. 43-63.

MINSKY, H. P. **Stabilizing an Unstable Economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.

MOLLO, M. D. L. R. Ortodoxia e Heterodoxia Monetária: a Questão da Neutralidade da Moeda. **Revista de Economia Política**, julho-setembro 2004. p. 323-345.

MOORE, B. J. **Horizontalists and verticalists**: The macroeconomics of credit money. Cambridge: Cambridge University Press, 1988.

NEVES, J. P. B. Credit, output and financial stress: A non-linear LVSTAR application to Brazil. **Metroeconomica**, 2022. p. 900-923.

PAES, T. A. G. Falhas nos canais de transmissão da política monetária brasileira sob o RMI? Os casos do crédito do BNDES e das LFT. 2019. Tese (Doutorado em Economia), Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2019. Disponível em: https://www.ie.ufrj.br/images/IE/PPGE/teses/2019/T%C3%A2nia%20Aparecida%20Gomes%20%20Paes.pdf. Acesso em: dez. 2026.

PAULA, L. F.; ALVES JÚNIOR, A. J. Comportamento dos bancos e ciclo de crédito no Brasil em 2003-2016: uma análise pós-keynesiana da preferência pela liquidez. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 24, n. 2, p. 1-32, mai./ago. 2020.

RESENDE, M.F.C. O circuito finance-investimento-poupança-funding em economias abertas. **Revista de Economia Política**, vol. 28, nº 1 (109), pp. 136-154, janeiro-março/2007

ROBERTS, M. R.; SCHWERT, M. Interest rates and the design of financial *contracts*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, mai, 2020. (NBER Working Paper, n. 27195). Disponível em: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w27195/w27195.pdf. Acesso em: dez. 2026.

ROSA, L. G.; MARTINS, N. M. Regulação, inovação e coevolução nos sistemas financeiros: uma análise do impacto da regulação de ofertas com esforços restritos sobre o financiamento de longo prazo no Brasil. **Brazilian Keynesian Review**, v. 10, n. 2, p. 253–286, 2024.

ROSSI, Pedro. **Brasil em Disputa**. Uma nova história da Economia Brasileira. São Paulo: Planeta do Brasil, 2024.

SAAD-FILHO, Alfredo; MORAIS, Lécio. **Brasil: neoliberalismo versus democracia**. São Paulo: Boitempo, 2018. p. 96-117.

SHACKLE, G. L. S. **Time in economics**. Amsterdam: North-Holland Publishing, 1958.

SINGER, A. **O lulismo em crise**: Um quebra-cabeça do período Dilma (2011-2016). São Paulo: Companhia das Letras, 2018.

STIGLITZ, J. E.; WEISS, A. Credit rationing in markets with imperfect information. *The* **American Economic Review**, [S.l.], v. 71, n. 3, p. 393-410, jun. 1981.

STUDART, R. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-Keynesiana à visão convencional. **Revista de Economia Política**, jan-mar, 1993, p. 110-129.

VIEIRA FILHO, Luiz Alberto Marques; ROSSI, Pedro. Dívida pública e falta de sinergia entre o Tesouro e o Banco Central no Brasil no período 2004/2016. **Brazilian Keynesian Review,** v. 9, n. 1, p. 29-52, 2023.

WICKSELL, K. **Interest and prices**. Trad. R. F. Kahn. New York: Sentry Press, 1977.

ZYSMAN, J. **Governments, Markets and Growth**. London: Cornell University Press, 1983