



Crédito direcionado e política econômica no Brasil: Dinâmica e transformações entre 2007 e 2025

Directed Credit and Economic Policy in Brazil: Dynamics and Transformations between 2007 and 2025

DOI: 10.23925/1806-9029.37in.2(68)74196

Autor: Emerson Davi Pereira Braz. Economista e mestrando em Economia Política pela PUC-SP. E-mail: emersondavip6@outlook.com. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-6403-9700>. Submissão: 06/2025 - Aprovação: 10/2025.

Resumo

Este artigo analisa o comportamento do crédito direcionado no Brasil entre os anos de 2007 e 2025, com foco nas operações voltadas para pessoas jurídicas. São apresentadas as principais características do crédito direcionado, sua origem, os agentes financeiros envolvidos e sua relevância como instrumento de política econômica antecíclica e de desenvolvimento. Em seguida, com base em séries históricas e indicadores macroeconômicos, investiga-se a evolução do crédito direcionado em comparação ao crédito livre, com ênfase na participação dos bancos públicos, na relação crédito/PIB, nas condições de financiamento, nas taxas de juros e na inadimplência. Os resultados revelam o papel estratégico do crédito direcionado em momentos de crise e sua oscilação em função das mudanças na política macroeconômica, destacando seu impacto na dinâmica do setor produtivo brasileiro.

Palavras-chave: Crédito direcionado; Política monetária; Desenvolvimento econômico.

Abstract

This chapter examines the behavior of earmarked credit in Brazil from 2007 to 2025, focusing on loans directed to legal entities. It begins with a conceptual and institutional overview of earmarked credit, discussing its origins, main financial agents, and its role as a countercyclical and developmental economic policy tool. The analysis then turns to historical series and macroeconomic indicators to assess the evolution of earmarked credit in relation to free market credit, with special attention to public banks' participation, the credit-to-GDP ratio, financing conditions, interest rates, and default rates. The findings highlight the strategic importance of earmarked credit during economic downturns and its variation in response to macroeconomic policy shifts, emphasizing its impact on the dynamics of Brazil's productive sector.

Keywords: Earmarked credit; Monetary policy; Economic development.

JEL: E50; E52; G21.



Introdução

O crédito direcionado é um dos pilares estruturantes do sistema financeiro da economia brasileira, tendo como principal característica a definição de regras que determinam as condições do crédito para setores considerados estratégicos pelo Estado. Sua atuação como política econômica no sistema financeiro nacional, faz com que o governo atue por meio dos bancos públicos ou utilizando-se dos bancos privados para o setor produtivo. O crédito direcionado possui, no geral, taxas de juros mais baixas e prazos mais longos.

A atuação combinada de instituições como BNDES, Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil, demonstra como o direcionamento de crédito cumpre funções tanto de natureza anticíclica quanto estratégicas para o desenvolvimento. Este artigo tem como objetivo analisar o comportamento do crédito direcionado entre 2007 e 2025, com especial atenção às séries estatísticas relacionadas ao crédito para pessoas jurídicas, buscando identificar padrões e discutir questões relevantes para o período.

A primeira seção apresenta uma contextualização teórica e institucional do crédito direcionado no Brasil, discutindo sua origem, funcionamento, principais instituições envolvidas e seu papel como instrumento de política monetária e de desenvolvimento econômico. A segunda seção realiza uma análise empírica com base em séries históricas do crédito direcionado entre 2007 e 2025, destacando a evolução do volume de crédito, a participação dos bancos públicos, a relação crédito/PIB, as condições de financiamento, as taxas de juros e os níveis de inadimplência, com ênfase nas operações voltadas às pessoas jurídicas e a condição macroeconômica da economia brasileira. A terceira seção apresenta as considerações finais.

1. O crédito direcionado: uma breve origem e suas principais características

O crédito direcionado é uma segmentação do mercado de crédito brasileiro com base na origem dos recursos. Quando discutimos o crédito direcionado, estamos observando se o recurso tem originação livre — isto é, obtidos no mercado pelas instituições financeiras — ou direcionada por regulamentação pública. O crédito direcionado possui taxas de juros menores do que os definidos pelos bancos comerciais e prazos maiores se comparados com outras modalidades de crédito (Portela, Araujo, De Negri, p. 35, 2022).

O crédito direcionado pode ser oferecido por bancos privados e por bancos públicos. Ambos possuem modalidades de crédito com recursos livres e direcionados que são destinados para a atividade produtiva. Os bancos privados são obrigados, por regulamentação, a direcionar crédito a partir de fontes específicas de captação (BNDES, 2023), ou seja, o “crédito direcionado não é sinônimo de crédito subsidiado e/ou de crédito público.” Assim, o crédito direcionado está presente tanto na esfera pública quanto privada, mas como veremos mais à frente, os bancos públicos são o principal vetor desse produto financeiro.

Existem três principais destinações do crédito direcionado: investimento produtivo, imobiliário e rural. No Brasil, os bancos de capital privado são obrigados a destinar parte



dos recursos de sua captação para estas atividades econômicas (Barros, Silva, Oliveira, p. 6, 2018). Contudo, os bancos públicos são os principais distribuidores de crédito desta modalidade, sendo o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) responsável pelo direcionamento de crédito para a indústria, a Caixa Econômica Federal (CEF) para o setor imobiliário e o Banco do Brasil (BB) para o crédito rural.

Dessa forma, seja por meio de política obrigatória ou voluntária, os bancos são obrigados a fornecer crédito direcionado para a atividade produtiva. O não cumprimento desta obrigatoriedade regulatória pode levar a punições para as instituições que não seguirem as determinações da autoridade monetária.

As políticas de direcionamento de crédito são realizadas por meio de mecanismos voluntários e obrigatórios. Nos mecanismos obrigatórios, o governo determina que instituições públicas ou privadas direcionem um percentual mínimo dos recursos captados (depósitos à vista, a prazo, ou de poupança) a determinados setores, com condições de prazo e taxas estabelecidas. Caso não haja cumprimento das condições determinadas (deficiências), há a imposição de penalizações, geralmente vinculadas a recolhimentos compulsórios adicionais ou multas (BCB, 2014c) (Barros, Silva, Oliveira, p.12, 2018).

Lundberg (2011) atribui à instabilidade do setor de crédito privado na economia brasileira no último quarto do século XX a relevância e importância que o crédito direcionado obteve, pois “[Em] cenário de inflação, riscos e incertezas, os bancos públicos e o crédito direcionado constituíam-se as principais fontes de financiamento das atividades econômicas no país.”. Em momentos de incerteza e crise, bancos privados tendem a ofertar menos crédito para a atividade econômica e assim, cabe ao governo atuar mediante bancos públicos no fornecimento de crédito como medida anticíclica.

Por exemplo, durante a crise de 2008 os bancos públicos foram acionados para suprir a escassez de crédito na economia — provocada pelo colapso do mercado subprime — ajudando a compensar a falta de capital bancário no sistema financeiro (Bonomo, Brito, Martins, p. 9, 2014). Para o setor produtivo o crédito direcionado é de extrema relevância, sendo um dos principais vetores para a atividade econômica por fornecer capital-bancário para as empresas produtivas (Madeira et. al., p. 4, 2018). Essa condição garante um caráter importante da atuação do Estado via bancos públicos como um agente importante na concessão de crédito para a atividade produtiva, bem como a regulação de outros tipos de crédito direcionado, como o direcionado à construção civil e para diferentes modalidades de crédito agrícola.

No Brasil, uma larga porção do crédito a firmas, cerca de 40%, não é gerido em função dos mecanismos de mercado usuais, mas sim em atendimento a um vasto conjunto de normas e políticas governamentais. São as chamadas políticas de direcionamento de crédito, que estabelecem destinações de

recursos, taxas de juros e outras condições para empréstimos. Os empréstimos atrelados a estas políticas são frequentemente subsidiados, com taxas de juros substancialmente inferiores às dos demais. Cerca de 18% das firmas formais são beneficiadas por estes empréstimos. No entanto, estas firmas recebem cerca de 80% do total do crédito bancário a empresas (Madeira et. al., p. 4, 2018).

Dessa forma, a estrutura do mercado financeiro brasileiro se organiza em dois grandes segmentos: o crédito ofertado pelo setor público e o crédito disponibilizado pelo setor privado. Enquanto os bancos públicos operam a maior parte do crédito direcionado, destinados para setores estratégicos e com condições reguladas pelo governo (como taxas de juros e prazos diferenciados), os bancos privados atuam principalmente no mercado de crédito livre com maior autonomia na definição das condições contratuais. O saldo de crédito do sistema financeiro em julho de 2025 exibe esta relação, em que instituições financeiras (IFs) públicas representam 42,18% do crédito, enquanto 44,37% são provenientes de IFs privadas nacionais e 13,45% é concedido por IFs privadas estrangeiras. No total, ao agregar IFs privadas (estrangeiras e nacionais) e comparar com o crédito público, esta relação demonstra que 57,82% do saldo de crédito é privado, frente a 42,18% que é de origem de bancos públicos. A Tabela I simplifica esta explicação:

Tabela I – Saldo de crédito sistema financeiro em junho de 2025

Controle de capital	Saldo em trilhões de R\$	(%) Total	(%) Total por controle
Financeiras públicas	R\$ 2.819.886,00	42,18%	42,18%
Financeiras privadas	R\$ 3.865.774,00	57,82%	-
Financeiras privadas nacionais	R\$ 2.966.223,00	-	44,37%
Financeiras estrangeiras	R\$ 899.551,00	-	13,45%
Total	R\$ 6.685.660,00	100%	100%

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

O Banco Central do Brasil (BCB) e o Conselho Monetário Nacional (CMN) são as instituições que regulam e definem as normas do mercado de crédito direcionado e livre. Lundberg (2011) discute que existem “regras que dizem respeito (i) ao percentual mínimo obrigatório que os bancos devem aplicar sobre o saldo dos recursos captados, (ii) aos setores considerados estratégicos e (iii) às taxas de juros a serem cobradas no financiamento.” A destinação do crédito é uma das principais questões deste tipo de instrumento financeiro, pois o governo consegue assim direcionar capital para atividades que considera prioritário, mediante regulamentação.

Dessa forma, a Caixa Econômica Federal (CEF) assumiu o papel de direcionar capital-bancário, principalmente para o setor imobiliário por meio do crédito habitacional, utilizando como principais fontes de *funding* as cadernetas de poupança e a captação do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) para contribuir com o Sistema Financeiro de Habitação (SFH). Com isso, a Caixa se consolidou como o principal agente



de financiamento de imóveis para pessoas físicas no Brasil (Lundberg, 2011). Parte dos recursos para habitação são oriundos das aplicações em poupança nos bancos privados, obrigando-os a destinar um percentual com taxas de juros reguladas ao crédito imobiliário.

Em relação ao crédito rural, o Banco do Brasil (BB) é o principal agente desta modalidade. As principais fontes do Sistema Nacional de Crédito Rural (SCNR) são os depósitos à vista dos bancos privados e públicos, Letras do Crédito do Agronegócio (LCA), fontes fiscais e fundos constitucionais. Em 1965 o crédito rural foi institucionalizado no Brasil mediante a lei 4.829, via carteira de crédito agrícola do Banco do Brasil que compõe o SCNR (BNDES, 2025). O Banco do Brasil é o principal fornecedor de crédito para fins rurais no Brasil, mas os bancos privados também são obrigados por lei a destinar parte de seus recursos a esta modalidade.

Para o investimento produtivo industrial, capital de giro, operações diretas e investimentos empresariais, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) é o principal agente. Neste caso, os bancos privados atuam principalmente como repassadores de recursos do BNDES. O BNDES atua tanto com a avaliação e concessão do crédito diretamente, quanto como repassador aos bancos comerciais para atuarem como intermediadores financeiros.

Segundo Portela, Araujo e De Negri (2022) o “principal escopo do BNDES, assim como dos bancos de desenvolvimento em geral, é estimular o financiamento de projetos pertinentes para contínuo desenvolvimento da economia que porventura poderiam não ter acesso ao financiamento devido a falhas de mercado.” O BNDES é um dos maiores bancos de fomento do mundo, tendo conquistado protagonismo na promoção da atividade produtiva e no mercado de crédito brasileiro. Suas principais fontes de arrecadação são o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), o PIS/PASEP e o Tesouro Nacional (TN) a Tabela 2 demonstra a evolução e a distribuição de cada uma das principais fontes de arrecadação da instituição.

O FAT representa a maior parcela do *funding* da instituição. Em 2020 o FAT representava 42,6% do *funding* e em 2025 representa 56%. Nos últimos 5 anos o Tesouro Nacional reduziu a sua presença no *funding* da instituição, visto que em 2020 representava 26,4% do capital total e em 2024 representa 7,6%, demonstrando uma redução de 18,8% da presença total.

Após discutir as características gerais, a próxima seção tem como objetivo analisar as estatísticas das principais séries que estão relacionadas ao crédito direcionado.

Tabela 2 – Fontes de arrecadação do BNDES

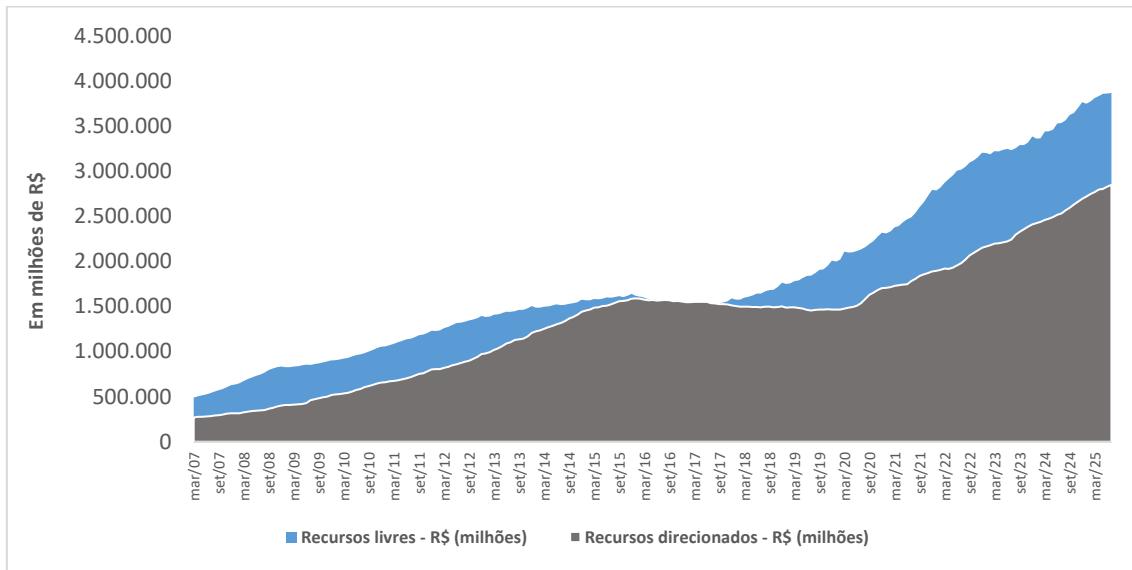
FAT	Tesouro Nacional	Captações externas	Operações compromissadas	Outras captações	Patrimônio líquido
42,60%	26,40%	4,80%	5,50%	5,40%	15,30%
49,00%	17,50%	4,70%	5,60%	5,30%	17,90%
57,20%	7,30%	4,20%	5,60%	5,40%	20,20%
58,20%	6,20%	3,40%	5,00%	5,20%	21,90%
56,00%	7,60%	4,20%	4,30%	8,20%	19,80%

Fonte: BNDES. Elaboração própria.

2. Análise das séries históricas de crédito direcionado

Esta seção tem como objetivo discutir as principais séries relacionadas ao comportamento do crédito direcionado no Brasil. A partir de 2007 o volume de crédito direcionado e livre aumentaram significativamente em termos nominais. O saldo da carteira de crédito direcionado aumentou em 10 vezes em 17 anos e o crédito livre aumentou 7,6 vezes no mesmo período. O impacto da recessão de 2015 e 2016 levou a contração do crédito livre e com essa condição, entre julho de 2016 e julho de 2017 o volume da carteira de crédito direcionado ultrapassou a de crédito livre por quase um ano (Gráfico 1). É interessante notar, que em 2014 o crédito com recursos direcionados iguala-se ao fornecido com recursos livres. Em relação ao mesmo ano, pelo lado da atividade econômica, o desempenho do produto não foi notável e vinha em constante desaceleração desde o ano de 2012. Porém, o mercado de trabalho aquecido muito próximo das mínimas históricas e o rendimento médio da população, especialmente de ganhos reais do salário-mínimo reduziram as perdas do período (IPEA, 2014).

Junto com a recessão, é possível discutir o diagnóstico do controle inflacionário – que era a principal questão do período, chegando a atingir dois dígitos concomitantemente a paralização da atividade econômica – e o quanto questionável ele foi. Uma Selic elevada não foi o suficiente para ajustar, rapidamente, as expectativas dos agentes econômicos sobre a inflação, o que fez com que o Banco Central do Brasil escolhesse manter a taxa de juros estritamente alta durante os anos de 2015, 2016 e 2017. Segundo Sawaya e Gorete (CESLA, 2017), apenas uma combinação de fatores foi capaz de ajustar a inflação nos anos posteriores, sendo eles uma significativa valorização (impulsionada pela Selic alta), os preços de matérias primas internacionais que baixaram e a oferta de produtos que foi reduzida.

Gráfico I – Saldo da carteira de crédito com recursos livres e direcionados


Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

É reforçado que:

Há dificuldade para o Banco Central alterar a taxa de juros real dado que é obrigado a mantê-la elevada para atrair capital externo com um duplo objetivo: garantir o fechamento do balanço de pagamentos (o Brasil tem déficit em transações) e manter o Real valorizado – a verdadeira âncora anti-inflacionária (CESLA, 2017).

A oferta de crédito total – especialmente crédito privado – se reduziu não apenas por uma questão microeconômica de custo do crédito atrelado a Selic, mas por questões político-econômicas. O governo do período tomou iniciativa de reduzir a presença dos bancos públicos no financiamento da atividade econômica e social (discussão que será vista mais à frente no Gráfico 2). Em 2017, o nível de crédito na economia retornou aos patamares de 2015. Segundo dados do Banco Central do Brasil, a proporção do crédito em relação ao PIB recuou de 54% em dezembro de 2015 — ponto máximo da série — para 47% em outubro de 2017, valor equivalente ao observado em maio de 2012, ou seja, cinco anos e meio antes. No mesmo período, o crédito destinado às pessoas jurídicas caiu de 28% para 22% do PIB, enquanto o crédito às pessoas físicas permaneceu praticamente estável, em torno de 25% do PIB (IPEA, 2017).

Contudo, para o mesmo ano, o IPEA não atribuiu o fraco desempenho da atividade econômica brasileira à problemas de demanda, mas sim a problemas de oferta relacionados a questões climáticas que impactaram o setor energético, alimentício, a agroexportação de produtos diante da deterioração do real frente ao dólar e a produção de energia do período (Agência Brasil, 2015). Em períodos de desaceleração econômica, as instituições financeiras privadas que operam no mercado de crédito livre tendem a adotar uma postura de maior aversão ao risco. Essa reação se traduz em um aumento nas taxas de juros, encurtamento de prazos e, em última instância, uma restrição na

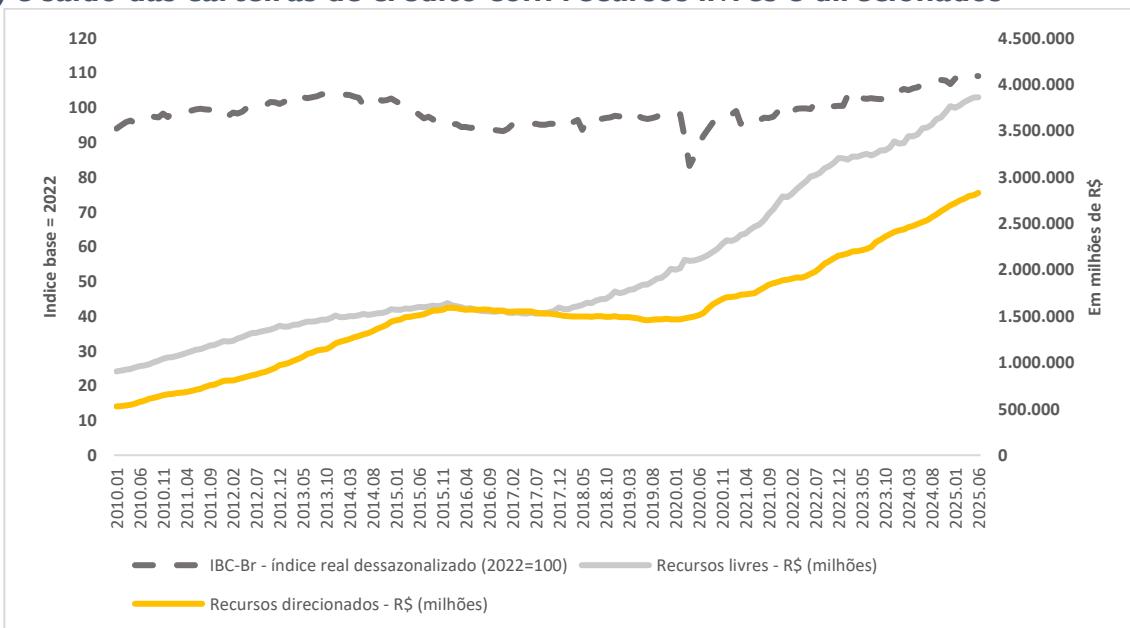


oferta de empréstimos. Esse fenômeno, conhecido como *credit crunch* (Paula; Júnior, p. 15), tem o potencial de agravar a recessão ao contrair o investimento e o consumo agregado. É nesse ponto que o crédito direcionado é utilizado como um estabilizador das condições de financiamento para a atividade econômica.

O mecanismo anticíclico do crédito direcionado reside em sua capacidade de operar independentemente da lógica de risco do mercado. O Estado pode expandir a concessão de crédito direcionado para compensar a retração do setor privado, mantendo um fluxo de recursos para setores estratégicos, empresas e famílias. Essa política age como um "colchão" ou "ponte de liquidez" para a economia, mitigando a queda na demanda agregada e acelerando a recuperação econômica. Portela, Araujo e De Negri (2020) discutem que "Em períodos de recuperação econômica, o percentual de concessões de CD tende a aumentar por conta de medidas anticíclicas. Em 2014, 2015 e no segundo semestre de 2020, o percentual variou de 15% a 18%. No mês de outubro de 2021, tem-se 383,5 bilhões de concessões de CL e 45,3 bilhões de concessões de CD."

A análise do período de 2015 a 2017 ilustra bem esse papel. Conforme os dados apresentados, entre julho de 2016 e julho de 2017, o volume de crédito direcionado superou o de recursos livres, ainda que de forma relativamente estável (Gráfico 2). Esse movimento reflete a forte contração do crédito livre no período de recessão econômica, enquanto os recursos direcionados mantiveram uma trajetória mais resistente. Assim, o crédito público direcionado ajudou a mitigar os efeitos da crise, sustentando investimentos em setores-chave, mesmo diante da retração do mercado de crédito privado.

Gráfico 2 – Índice de atividade econômica do Banco Central (IBC-BR) e saldo das carteiras de crédito com recursos livres e direcionados



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

O comportamento do crédito livre e direcionado durante esse período de crise oferece uma evidência empírica robusta do papel anticíclico do crédito direcionado. Conforme ilustrado no Gráfico 1, a partir de meados de 2015, o saldo do crédito livre mostra uma clara retração, com quedas que persistiram até o final de 2017.

Tabela 3 – IBC-BR e Evolução do crédito com recursos livres e direcionados em 2015, 2016 e 2017

	IBC-Br - índice real dessazonalizado (2022=100)		Recursos livres - Em R\$ (milhões)	Recursos direcionados - Em R\$ (milhões)
2015.01	101,77	R\$	1.567.490,00	R\$ 1.453.979,00
2015.02	101,07	R\$	1.567.973,00	R\$ 1.465.530,00
2015.03	100,85	R\$	1.582.361,00	R\$ 1.488.257,00
2015.04	99,62	R\$	1.578.815,00	R\$ 1.491.893,00
2015.05	98,97	R\$	1.587.721,00	R\$ 1.504.652,00
2015.06	97,90	R\$	1.599.576,00	R\$ 1.510.391,00
2015.07	96,90	R\$	1.597.375,00	R\$ 1.521.727,00
2015.08	97,36	R\$	1.604.091,00	R\$ 1.539.896,00
2015.09	96,55	R\$	1.614.299,00	R\$ 1.559.791,00
2015.10	97,19	R\$	1.606.059,00	R\$ 1.560.715,00
2015.11	96,01	R\$	1.618.058,00	R\$ 1.568.533,00
2015.12	95,67	R\$	1.641.325,00	R\$ 1.588.251,00
2016.01	95,24	R\$	1.618.298,00	R\$ 1.589.825,00
2016.02	95,20	R\$	1.606.589,00	R\$ 1.585.698,00
2016.03	94,43	R\$	1.595.951,00	R\$ 1.574.903,00
2016.04	94,42	R\$	1.580.566,00	R\$ 1.570.257,00
2016.05	94,09	R\$	1.584.220,00	R\$ 1.573.575,00
2016.06	94,34	R\$	1.573.227,00	R\$ 1.567.004,00
2016.07	94,10	R\$	1.558.136,00	R\$ 1.568.566,00
2016.08	93,81	R\$	1.553.764,00	R\$ 1.571.771,00
2016.09	93,79	R\$	1.552.336,00	R\$ 1.569.624,00
2016.10	93,59	R\$	1.547.357,00	R\$ 1.558.168,00
2016.11	93,43	R\$	1.552.006,00	R\$ 1.562.582,00
2017.01	93,91	R\$	1.537.976,00	R\$ 1.548.141,00
2017.02	95,15	R\$	1.535.492,00	R\$ 1.547.546,00
2017.03	95,05	R\$	1.540.450,00	R\$ 1.550.004,00
2017.04	94,94	R\$	1.530.470,00	R\$ 1.551.944,00
2017.05	94,80	R\$	1.526.937,00	R\$ 1.550.651,00
2017.06	95,27	R\$	1.537.993,00	R\$ 1.552.221,00
2017.07	95,37	R\$	1.527.105,00	R\$ 1.537.959,00

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

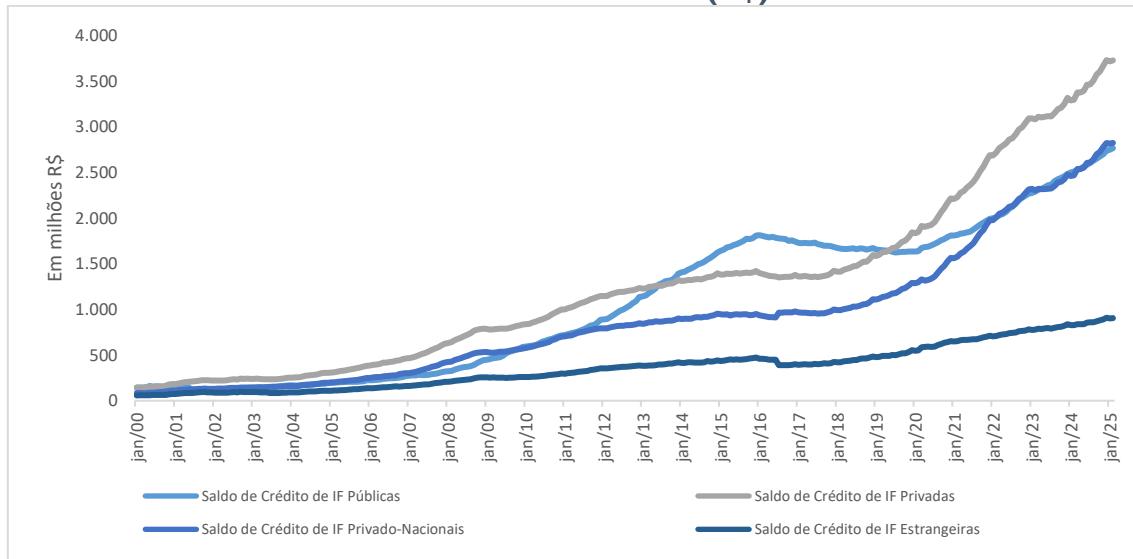
Em contrapartida, o crédito direcionado, embora tenha apresentado um ritmo de crescimento mais lento, manteve uma trajetória ascendente e ininterrupta, fornecendo

uma base de liquidez estável à economia. O ponto culminante dessa dinâmica foi o momento em que o saldo do crédito direcionado superou o do crédito livre. Conforme a Tabela 3, em julho de 2016, o saldo de crédito direcionado, que totalizava 1.568.566 milhões de reais, ultrapassou o saldo de crédito livre, de 1.558.136 milhões de reais.

Essa superioridade se manteve por vários meses, demonstrando que o crédito direcionado não apenas resistiu à retração, mas se tornou a principal fonte de liquidez na economia durante o auge da crise. Esse "ponto de virada" não pode ser interpretado como um evento isolado, mas como a culminação de uma tendência de longo prazo, onde o crédito direcionado vinha crescendo a uma taxa muito superior à do crédito livre desde a crise financeira de 2008-2009.

O choque econômico provocado pela pandemia de COVID-19 em 2020 foi de uma natureza distinta da crise anterior. A paralisação súbita da atividade econômica resultou em quedas drásticas na demanda e um impacto devastador e é a partir deste período que podemos observar uma quebra na estagnação da série de crédito direcionado e um impulso no crédito livre (Gráfico 1 e 2). Ao observarmos a concessão de crédito por instituições financeiras (IF) privadas, públicas, nacionais ou estrangeiras disposta no Gráfico 3, podemos verificar que, semelhante a análise apresentada no Gráfico 1, os bancos privados recuaram em suas operações com recursos livres em 2015 e 2016. Após 2016, observa-se uma redução da participação das IFs públicas, que é resultado direto da política de retração do papel do Estado — tanto na atividade produtiva quanto financeira — na promoção da atividade produtiva. Com a pandemia os bancos públicos voltaram a expandir a concessão de crédito, mas o saldo de crédito de IFs privadas manteve-se à frente.

Gráfico 3 - Volume de crédito por tipo de instituição financeira de 2000 a 2024 - em milhões de (R\$)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Como porcentagem do PIB o crédito elevou a sua participação em mais de 20 pontos (Apresentado na tabela Crédito Total/PIB (%): Livre e Direcionado). O acesso ao crédito

durante o período é bastante importante para discutir o aumento da relação crédito/PIB, que pode sugerir também uma maior maturidade do SFN, tanto em questões macroeconômicas quanto regulatórias. Entre 2008 e 2015 (pós crise internacional até o início da recessão do PIB no Brasil), o crédito direcionado aumentou significativamente: de 12,89% para 26,49% do PIB, crescendo mais que o crédito livre no período (tabela 4); podemos associar o avanço do crédito direcionado à maior presença do crédito público neste período, visto que CEF, BNDES e BB aumentaram a sua participação em programas governamentais no período.

Após o pico de 2015, o crédito direcionado perdeu protagonismo, caindo para 22,95% do PIB em 2024. Em contrapartida, o crédito livre passou de 27,37% (2015) para 32,07% (2024) — seu maior patamar histórico, que indica principalmente uma reorientação da política macroeconômica retornando a uma política liberal mais forte entre 2016 e 2020. O avanço da bancarização no Brasil também impulsionou fortemente o crédito livre no período.

Tabela 4 – Crédito total, livre e direcionado como % do PIB ao final do ano (dez/2007 – dez/2024)

	Crédito Livre / PIB (%)	Crédito direcionado / PIB (%)	Crédito Total / PIB (%)
2007/12	23,07%	11,63%	34,70%
2008/12	26,79%	12,89%	39,68%
2009/13	27,09%	15,53%	42,62%
2010/14	27,17%	16,91%	44,08%
2011/15	28,14%	18,33%	46,48%
2012/16	29,00%	20,19%	49,19%
2013/17	28,23%	22,62%	50,85%
2014/18	27,26%	24,96%	52,21%
2015/19	27,37%	26,49%	53,86%
2016/20	24,91%	24,82%	49,73%
2017/21	24,17%	22,99%	47,15%
2018/22	25,20%	21,42%	46,62%
2019/23	27,21%	19,83%	47,04%
2020/24	30,46%	22,37%	52,83%
2021/25	30,97%	20,95%	51,93%
2022/26	31,81%	21,34%	53,16%
2023/27	30,94%	22,01%	52,95%
2024/28	32,07%	22,95%	55,02%

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Em relação a dinâmica dos setores (agropecuário, construção, industrial e serviços) é possível acompanhar no Gráfico 4 como cada grande grupo tem se desenvolvido. O Gráfico traz a relação crédito/PIB (%) para cada setor e podemos verificar que o setor industrial foi o mais fortemente afetado pelo arrocho do crédito destinado à indústria,

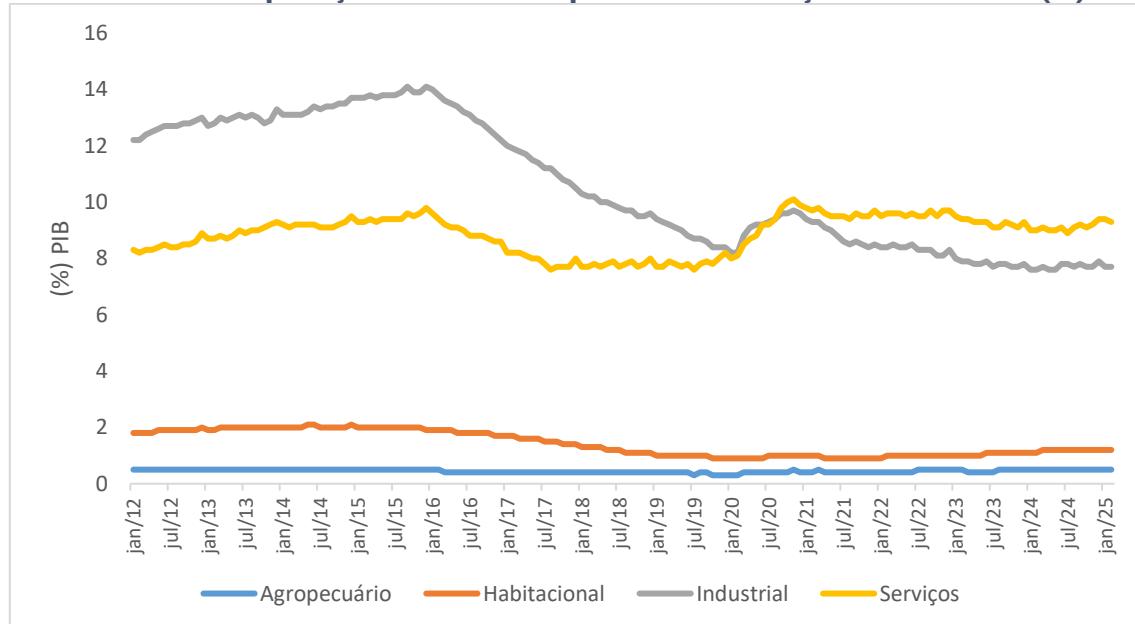
visto que em 2012 tomava aproximadamente 12% do crédito e, em janeiro de 2025, o crédito destinado a atividade produtiva está por volta de 7%. O evento que alterou a dinâmica do crédito destinado a indústria também está associado a recessão do biênio 2015-2016 e do baixo crescimento dos anos posteriores.

O setor retoma a alavancagem a partir de 2020 alcançando 9%, mas não consegue manter uma tendência de crescimento. O principal fator para esta redução está atrelado ao custo do capital-bancário que se elevou significativamente na recessão (2015-2016), reduziu o seu custo nos primeiros anos da pandemia (2020-2021) e voltou a se encarecer nos anos seguintes, puxado por elevações significativas na taxa SELIC.

O setor de serviços apresentou estabilidade do crédito em torno de 8,5% do PIB até 2020, com queda moderada após esse mesmo ano, indicando que o setor de serviços possui maior resiliência ao ciclo econômico, dependendo mais de capital de giro do que de investimentos de longo prazo. O crédito agropecuário se manteve estável ao longo da série, representando 0,5% do PIB entre 2012 e 2025. A estabilidade do crédito agropecuário demonstra como o setor não foi fortemente afetado pelos ciclos econômicos, que com a redução da presença do setor industrial, expõe uma reorientação estrutural da economia brasileira para o setor primário-exportador.

O crédito habitacional apresentou uma redução significativa, visto que em janeiro de 2012-2014 representava cerca de 2%, em abril de 2021 apresentou o pior resultado da série rodeando 0,9% do crédito, indicando um encolhimento significativo nos programas públicos destinados a moradia e habitação como o Minha Casa Minha Vida (MCMV) no entretempo 2016-2022. A partir de junho de 2023 o crédito habitacional começa uma tímida tendência de recuperação, chegando a 1,3% em janeiro de 2025.

Gráfico 4 – Operações de crédito por setor – relação crédito/PIB (%)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.



O Gráfico 5, disposto a seguir, exibe a evolução das taxas de juros de crédito livre e direcionado de 2011 a 2025. Ao analisar a informação, é possível verificar que os juros cobrados via crédito livre possuem maior volatilidade, com oscilações significativas entre 36,22% a.a. cobrados em dezembro de 2020 (período da pandemia) e até quase 72,93% a.a. no último semestre de 2016 para pessoa física. Para pessoa jurídica, mediante as garantias que são ofertadas na concessão de crédito os valores oscilaram entre 11,45% a.a. em setembro de 2020 até 31,72% a.a. em fevereiro de 2016 (Tabela 5).

Os recursos livres acompanham os ciclos da taxa base da economia, que é utilizada como instrumento para controlar a demanda por capital-bancário regulando o custo de crédito de acordo com a orientação da política monetária. As elevadas taxas de juros dos recursos livres são uma das condições que afetam o risco de inadimplência dessa carteira, demandando um prêmio de risco cada vez maior mediante a concessão do crédito, que eleva, consequentemente, o custo de captação das instituições financeiras no SFN.

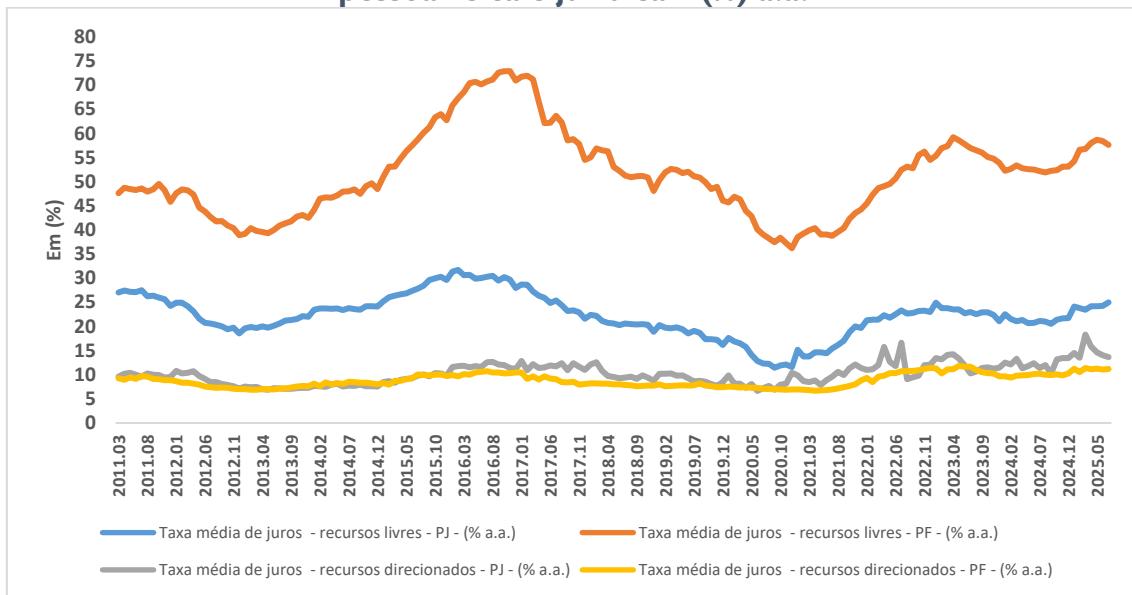
Tabela 5 – Resumo Estatístico das Taxas de Juros – Recursos Livres e Direcionados entre 2011 e 2014 (mínimo, máximo, média e mediana) em (%)

	Mínimo	Máximo	Média	Mediana
Recursos livres - PJ - (% a.a.)	11,45%	31,72%	22,29%	22,44%
Recursos livres - PF - (% a.a.)	36,22%	72,93%	51,53%	51,11%
Recursos direcionados - PJ - (% a.a.)	6,63%	18,32%	10,22%	10,01%
Recursos direcionados - PF - (% a.a.)	6,63%	11,83%	8,81%	8,50%

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Os recursos direcionados operam com taxas reguladas que estão em média entre 8 e 18,32% a.a. ao longo de toda a série para pessoa jurídica. A regulamentação governamental regula a remuneração do capital-bancário na modalidade de crédito direcionado, pois comprehende a presença de externalidades positivas sobre o incentivo em conduzir capital para atividades selecionadas — como indústria, habitação e rural —, cujo atividade pode ser consideradas estratégicas econômico e estruturalmente. O spread de taxas (recursos livres e direcionados) demonstram a grande disparidade entre os recursos, visto que circula entre 20 e 40 p.p.; o único período que houve redução significativa no spread de taxas foi em 2020, quando a SELIC chegou ao patamar mais baixo da série histórica.

Gráfico 5 – Taxa média de juros das operações livres e direcionadas para pessoa física e jurídica – (%) a.a.



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

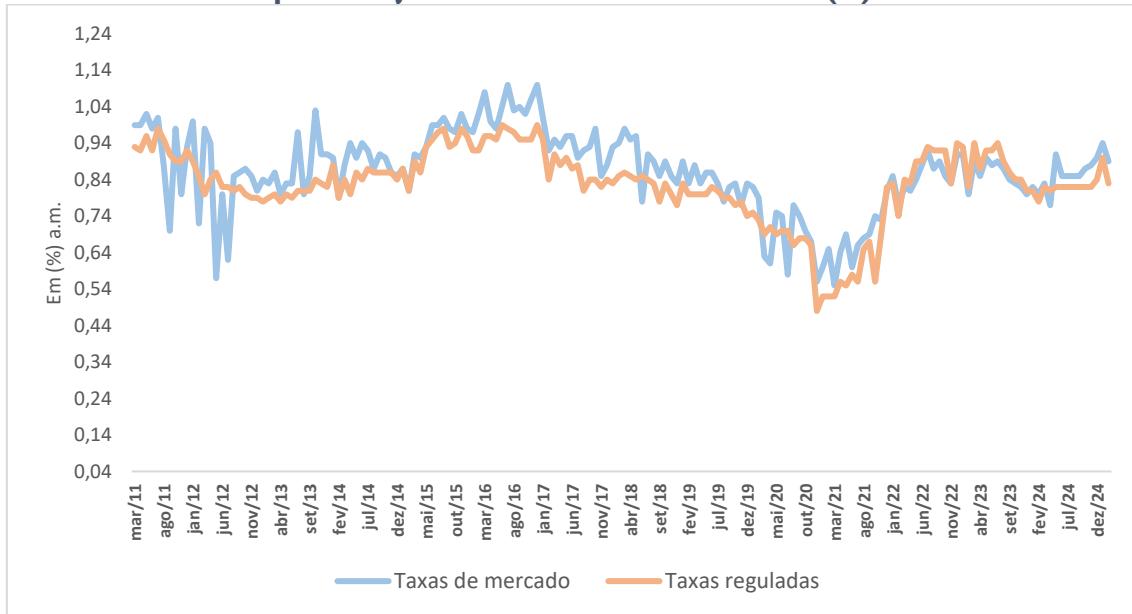
A taxa média de juros para empresas com recursos livres inicia o período (2011) próxima de 27% a.a., cai até 18% a.a. em 2013, sobe fortemente até quase 32% a.a. em 2016, e recua até cerca de 14% a.a. em 2021, voltando a subir levemente nos anos seguintes. Em relação ao crédito direcionado inicia entre 9% e 10% a.a., mantendo-se estável até 2016, quando a série demonstra uma maior volatilidade ficando superior a 15% a.a. e estabilizando próximo a este patamar.

A partir de 2020 é identificável a redução do spread das taxas de mercado frente as reguladas. Esta condição pode ser associada a uma mudança na estratégia do BNDES, que passa a utilizar a TLP (taxa de longo prazo) frente a antiga TJLP (taxa de juros de longo prazo) (PODER, 2020). Essa alteração aproximou as taxas de mercado das fornecidas pelo BNDES aumentando a volatilidade das condições de financiamento, visto a mudança da metodologia.

Ao analisar as taxas de juros aplicadas ao crédito destinado aos diferentes setores produtivos, observa-se que o setor habitacional apresenta uma discrepância significativa em relação aos demais. Isso se deve ao fato de que a maior parte de suas concessões ocorre por meio de crédito direcionado via CEF, o qual conta com condições regulatórias específicas e taxas substancialmente menores. Nesse contexto, o mercado de crédito livre não consegue competir com taxas mais elevadas, já que pratica taxas consideravelmente mais elevadas. O Gráfico 6 apresenta esta relação, em que as taxas reguladas e de mercado comparadas a.m. possuem uma trajetória similar. O período de com maior spread entre as duas taxas é o entretempo 2011-2016. Durante a pandemia é possível verificar a mínima histórica da série, estando próxima de 0,5% a.m., condição criada pela baixa SELIC e reflexo de estímulo para a aquisição de crédito.

É possível identificar um comportamento mais volátil das taxas de mercado, que são reflexo da sensibilidade do produto aos ciclos macroeconômico de contração e expansão do crédito. Portanto, o crédito direcionado menos volátil atua como âncora para a estabilização dos juros da carteira de crédito livre. Entre 2020 e 2024, observa-se uma elevação gradual de ambas as taxas, em linha com o ciclo de alta da Selic.

Gráfico 6 – Taxa média mensal de juros das operações de crédito para pessoas jurídicas – Habitacional a.m. (%)

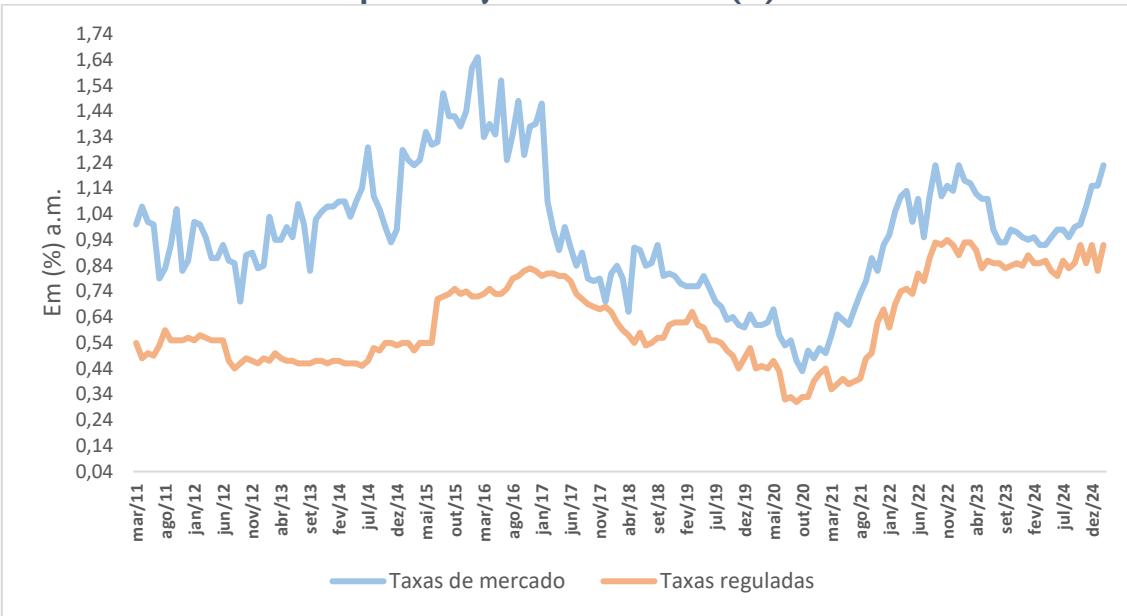


Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Para o crédito rural a diferença entre as taxas aplicadas a mercado e as reguladas ao mês são muito mais significativas. Entre 2011 e 2015 existe pouca volatilidade nas taxas de juros do crédito rural, comportamento bastante divergente da série a taxas de mercado que apresenta volatilidade significativa ao longo de todo o período (2011-2025). Esse padrão revela o forte papel das políticas públicas de crédito rural, frequentemente subsidiadas por fontes como o Banco do Brasil, com foco em estabilidade, segurança alimentar e incentivo aos setores agropecuários. A partir de 2021, o ciclo de alta de juros puxado pela SELIC elevou ambas as linhas rapidamente, diminuindo o diferencial de juros. O Gráfico 7 exibe as relações discutidas brevemente acima.

Para o crédito destinado a indústria, as taxas de mercado e reguladas (a.m.) são muito próximas, reforçando a característica de que a concessão de crédito para investimento produtivo de longo prazo acontece especialmente mediante BNDES e repasses da carteira do banco para instituições privadas.

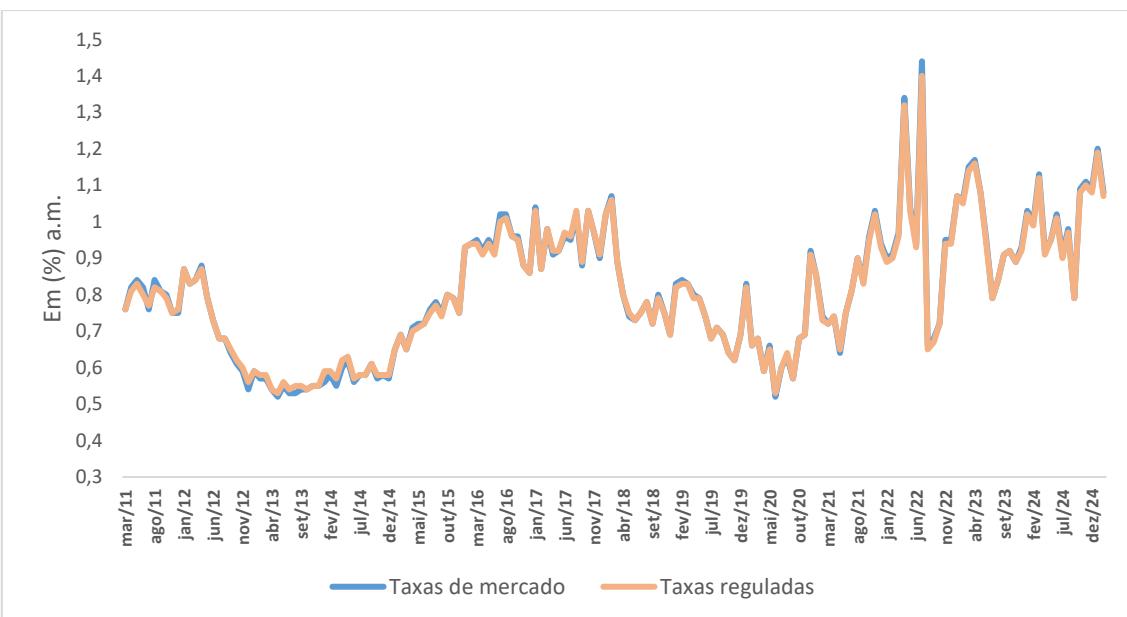
Gráfico 7 – Taxa média mensal de juros das operações de crédito para pessoas jurídicas – Rural (%)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Diferente de outros setores como o rural e o habitacional, existe uma alta convergência entre as taxas reguladas e as de mercado conforme apresentado no Gráfico 8.

Gráfico 8 – Taxa média mensal de juros das operações de crédito para pessoas jurídicas – Indústria (%)



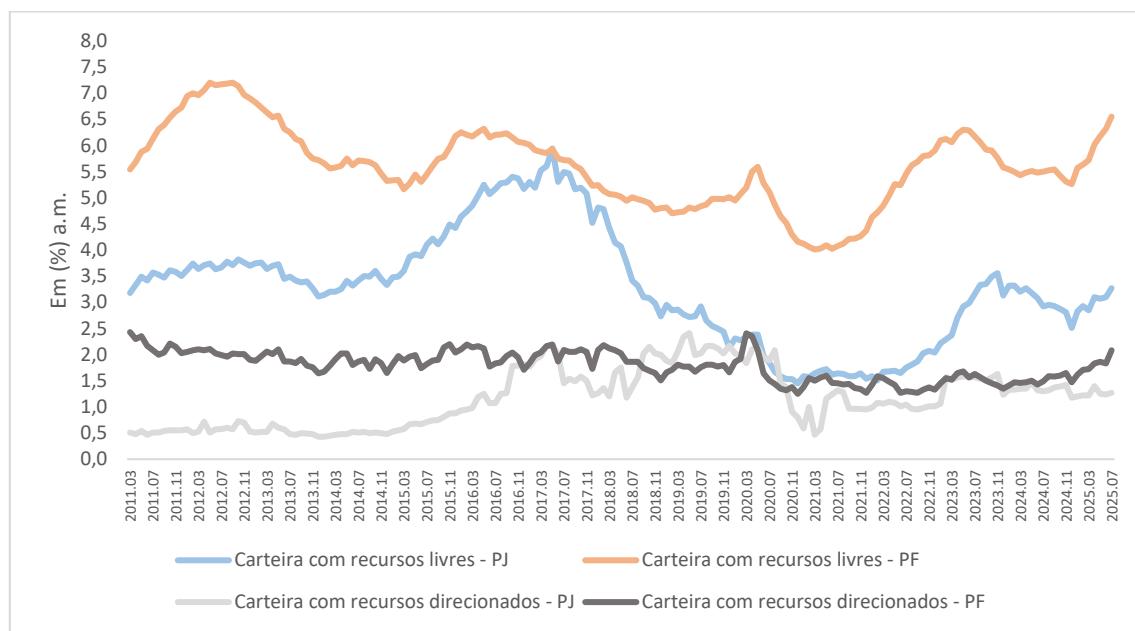
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Sobre a inadimplência do crédito direcionado frente aos recursos livres, é possível observar maior volatilidade também na série de recursos livres e que o período com menor inadimplência da carteira (sem a diferenciação entre pessoa física e jurídica) está no entretempo 2020-2022, cujo a SELIC esteve em seu patamar mínimo. A inadimplência da carteira de recursos livres é altamente correlacionada com o desenvolvimento da taxa básica, que impacta a maioria dos instrumentos financeiros regulados com taxas de mercado. A série de recursos direcionados apresentou maior volatilidade no entretempo 2015-2020, cujo impacto da recessão se estendeu sobre a carteira de crédito por um longo período.

Após a pandemia, a inadimplência para ambos os recursos se elevou. A partir de 2022, a inadimplência em recursos livres volta a subir, atingindo cerca de 5% em 2023 e nos recursos direcionados, há uma leve alta, de 1,8% para cerca de 2%.

O Gráfico 9 exibe a inadimplência da carteira de pessoas jurídicas, que apresenta níveis menores do que os da carteira com recursos destinados à PF, porém o destaque está na taxa de inadimplência extremamente baixa de empresas que tem acesso a crédito direcionado entre 2011 e 2016 (1 a 2%). Com a recessão econômica e o encarecimento do custo de crédito no período 2015-2019, a inadimplência da carteira de crédito com recursos livres se eleva atingindo números próximos 5 a 6%.

Gráfico 9 - Inadimplência das carteiras de crédito PF e PJ com recurso livre e direcionado - (%) a.m.



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

A inadimplência da carteira total mostra uma clara disparidade entre os recursos livres e os direcionados, sendo os primeiros muito mais voláteis e sensíveis ao ciclo econômico. Isso evidencia que o crédito direcionado, majoritariamente estatal e



regulado, atua como um mecanismo estabilizador, em conformidade com o papel do Estado de intervenção direta no fornecimento de capital para mitigar os efeitos das flutuações do mercado. Durante crises — como a recessão de 2015–2016 e a pandemia de 2020 — os recursos livres colapsaram mediante a incerteza (Keynes, 1996, p. 176), enquanto os direcionados mantêm relativa estabilidade, cumprindo função anticíclica fundamental.

No recorte das operações com pessoas jurídicas, a interpretação ganha ainda mais força. A inadimplência com recursos livres apresenta comportamento pró-cíclico, atingindo níveis superiores a 5% nos momentos de maior restrição monetária, enquanto o crédito direcionado permanece estável, mesmo em contextos de incerteza radical — conceito-chave da teoria pós-keynesiana. Isso ocorre porque, ao contrário da lógica de financiamento baseada em expectativas de retorno privadas, o crédito direcionado baseia-se em objetivos públicos e critérios de desenvolvimento econômico de longo prazo. A presença do Estado, via bancos públicos, fornece condições de financiamento menos voláteis, essenciais para manter a confiança dos empresários e a continuidade do investimento produtivo em ambientes de instabilidade.

A partir de 2020, observa-se um novo ciclo de acomodação e posterior aperto monetário, com impactos distintos sobre os dois tipos de crédito. O aumento da inadimplência nos recursos livres, a partir de 2022, reflete os efeitos da política de juros altos sobre um sistema bancário movido pela lógica do curto prazo e do risco de mercado. Já o comportamento mais estável da inadimplência nos recursos direcionados mostra como instrumentos de crédito regulado são mais resilientes à política monetária convencional. Essa dinâmica confirma que o crédito direcionado, ao ser menos condicionado por expectativas instáveis e mais guiado por outros objetivos, contribui para assegurar a estabilidade macroeconômica e para a sustentação da demanda agregada — papel que o setor privado, por si só, não consegue desempenhar em contextos de incerteza.

Considerações finais

A análise apresentada ao longo deste estudo evidencia a relevância do crédito direcionado como mecanismo para a atividade produtiva no Brasil. A partir da observação das séries históricas, foi possível identificar como a participação dos recursos direcionados no financiamento da economia varia de acordo com o ciclo macroeconômico, a orientação da política fiscal e monetária e a atuação dos bancos públicos. Os dados revelam que, nos momentos de retração do crédito livre, o crédito direcionado se expande, reforçando seu papel como ferramenta de resposta anticíclica. Ao mesmo tempo que mudanças institucionais e de governos alteraram a dinâmica tradicional de sua operação.

O crédito direcionado é um instrumento essencial para garantir financiamento para setores estratégicos, mas os dados indicam um movimento de aproximação entre os custos das operações reguladas e as de mercado, o que sugere uma mudança na dinâmica atual. Ainda que sua participação relativa tenha diminuído em alguns momentos, sua

função como instrumento de política monetária é bastante clara: fornecer condições de financiamento saudáveis para os setores produtivos.

Referências

- ABDALA, Vitor. Seca foi um dos vilões da inflação em 2014. Agência Brasil, 9 jan. 2015. Rio de Janeiro. Disponível em: "Seca foi um dos vilões da inflação em 2014". Acesso em: 23 ago. 2025.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Crédito rural. Brasília, 2025. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidedefinanceira/creditorural>. Acesso em: 16 abr. 2025.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Instrução Normativa BCB nº 490, de 22 de julho de 2024. Altera a Instrução Normativa BCB nº 299, de 30 de agosto de 2022. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/wps490.pdf>. Acesso em: 16 abr. 2025.
- BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL (BNDES). BNDES Finame – todos. Rio de Janeiro, 2025. Disponível em: <https://www.bnDES.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/produto/bnDES-finame-todos>. Acesso em: 16 abr. 2025.
- BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL (BNDES). BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL (BNDES). Fontes de recursos. Rio de Janeiro, 2025. Disponível em: <https://www.bnDES.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/prestacao-de-contas/fontes-de-recursos>. Acesso em: 16 abr. 2025.
- BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL (BNDES). Qual o tamanho do crédito direcionado no Brasil? Blog do Desenvolvimento, Rio de Janeiro, 3 out. 2023. Disponível em: <https://agenciadenoticias.bnDES.gov.br/blogdodesenvolvimento/detalhe/Qual-o-tamanho-do-credito-direcionado-no-Brasil/>. Acesso em: 16 abr. 2025
- BASTOS, Estêvão Kopschitz X. Boletim de Expectativas. Carta de Conjuntura, n. 37, 4º trim. 2017. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), dez. 2017. Disponível em: https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/8299/1/cc37_moeda_e_credito.pdf. Acesso em: 23 ago. 2025.
- BASTOS, Estêvão Kopschitz. Crédito. Carta de Conjuntura, n. 37, 4º trim. 2017. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), 2017. Disponível em: https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/8299/1/cc37_moeda_e_credito.pdf. Acesso em: 23 ago. 2025.
- BONOMO, Marco; BRITO, Ricardo; MARTINS, Bruno. Macroeconomic and financial consequences of the after crisis government-driven credit expansion in Brazil. Brasília: Banco Central do Brasil, 2014. (Working Paper Series, n. 378). Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps378.pdf>. Acesso em: 16 abr. 2025.
- GOMES, Freitas. O BNDES antes e depois da Taxa de Longo Prazo. Poder360, Brasília, 29 jun. 2020. Disponível em: <https://www.poder360.com.br/opiniao/o-bnDES-antes-e-depois-da-taxa-de-longo-prazo-escreve-freitas-gomes/>. Acesso em: 16 abr. 2025.
- INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). Carta de Conjuntura, nº 25, versão preliminar. Brasília: Ipea, dez. 2014. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br>
- Keynes, J. M. (1996). *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Nova Cultural.



PAULA, Luiz Fernando de; ALVES JÚNIOR, Antonio 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, 2020.

DOI: <https://doi.org/10.1590/198055272425>. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rec/a/4gP8qkcXWtjycnDY8P7t76t/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 8 set. 2025.

PORTELA, Cayan; ARAUJO, Jéssica; DE NEGRI, João Alberto. Análise do crédito direcionado com recursos do BNDES para pessoas jurídicas. In: DE NEGRI, João Alberto; ARAUJO, Jéssica (Org.). *Crédito e desenvolvimento: evidências empíricas do Brasil*. Brasília: Ipea, 2022. p. 35-58. Disponível em: https://web.bnDES.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/23749/1/FCCapLiv_215609_An%C3%A1lise%20do%20cr%C3%A9dito%20direcionado.pdf. Acesso em: 16 abr. 2025.

SAWAYA, Rubens; SILVA, Maria Gorete da. Diagnóstico Econômico. In: CENTRO DE ESTUDIOS LATINOAMERICANOS (CESLA). *Informe Trimestral I-2017*. Madrid: CESLA, 2017. Disponível em: https://www.cesla.com/analisis/informes-coyuntura/Informe_Trimestral_I_2017.pdf. Acesso em: 23 ago. 2025.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira; COSTA, André Minella. O papel dos bancos públicos e do crédito direcionado na crise de 2008: uma análise empírica. Brasília: Banco Central do Brasil, 2010. (Texto para Discussão, n. 488). Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/TD488.pdf>. Acesso em: 16 abr. 2025.



Este trabalho está licenciado sob uma licença Creative Commons Attribution 4.0 International License.