

## Política Monetária e o canal de crédito: resposta das concessões bancárias a mudanças na taxa Selic

*Este boxe investiga a relação causal entre a taxa Selic e as concessões de crédito bancário com recursos livres, utilizando o método de projeções locais com variável instrumental. Os resultados corroboram o impacto contracionista da política monetária sobre as concessões de longo prazo. Demonstra-se, ainda, que a agregação de modalidades com respostas heterogêneas à política monetária dificulta a avaliação dos canais de transmissão sobre o crédito bancário.*

Estudo anterior, publicado no Relatório de Inflação (RI) de setembro de 2022, investigou o canal clássico de juros, relacionando a taxa básica da economia às taxas cobradas em diversos segmentos de crédito.<sup>1</sup> O objetivo deste boxe é expandir a análise e explorar explicitamente aspectos causais derivados das decisões de política monetária sobre as concessões de crédito no mercado bancário. Ou seja, enquanto o estudo anterior tratava do efeito preço, o foco agora recai sobre o efeito quantidade.

Para isso, algumas modalidades de crédito do segmento livre foram agrupadas, dentro de cada tipo de tomador (pessoa física ou pessoa jurídica), segundo a similaridade do fato gerador na tomada dos recursos. Isso permite explorar a heterogeneidade natural entre as diversas modalidades, que podem ter respostas diferentes a mudanças na Selic. Para o tomador pessoa física, foram analisados três grupos de séries: crédito livre emergencial, crédito livre de longo prazo e crédito livre ex cartão à vista<sup>2</sup>. Para pessoas jurídicas, os grupos foram: crédito livre de curto prazo, crédito livre de longo prazo e crédito livre pessoa jurídica total<sup>3</sup>. Gráficos com as variações acumuladas em doze meses dessas concessões de crédito estão disponíveis no apêndice.

O crédito livre emergencial a pessoas físicas parece responder positivamente às elevações da taxa Selic (Gráfico A1). Esse resultado não surpreende, já que as linhas que compõem esse grupo são mais utilizadas em situações de estresse financeiro das famílias, relativamente mais frequentes nos momentos em que a política monetária está contracionista. Por sua vez, as linhas de longo prazo possuem dinâmica mais compatível com o canal usualmente esperado de transmissão da política monetária (Gráfico A2). Por exemplo, as concessões reais dessazonalizadas de crédito livre de longo prazo a pessoas físicas caíram 15,7% quando se comparam as médias do período em que a Selic esteve em 2% (ago/20 a fev/21) e em 13,75% (ago/22 a jul/23). No caso de pessoas jurídicas, as modalidades de curto prazo aparentam ter, ao menos em parte, comportamento análogo ao das linhas emergenciais a pessoas físicas (Gráfico A4); enquanto o crédito livre de longo prazo parece ter sido afetado de forma mais visível pela dinâmica contracionista da política monetária (Gráfico A5).

1/ Trata-se do boxe [Repasse da taxa Selic para o mercado de crédito bancário](#), no RI de setembro de 2022. A análise desse canal clássico entre taxa básica de juros e taxa de juros de empréstimos bancários para o caso brasileiro recente também aparece no boxe “*Monetary Policy Transmission to Lending Rates*” do relatório do Artigo IV de 2025 do Fundo Monetário Internacional (FMI) para o Brasil.

2/ Seguindo a mesma abertura utilizada na parte de Crédito do capítulo 1 das últimas edições deste Relatório, o crédito livre emergencial é a soma do cheque especial, do cartão rotativo e do cartão parcelado. O crédito livre de longo prazo é a soma de consignado, não consignado, financiamento de veículos e outros bens e arrendamento mercantil de veículos e outros bens. Já o crédito livre ex cartão à vista é o crédito livre total excluindo os dados do cartão de crédito à vista. Os três grupos representam, respectivamente, os seguintes percentuais das concessões de crédito livre à pessoa física, tomando por base os dados acumulados em 12 meses de dezembro de 2025: 29,6%, 18,8% e 34,3%. Em relação ao saldo do crédito, considerando dezembro de 2025, representam: 8,5%, 63,0% e 77,6%.

3/ O crédito livre de curto prazo é a soma de desconto de duplicatas e recebíveis, desconto de cheques, antecipação das faturas de cartão, conta garantida, cheque especial, *vendor*, *comprar* e cartão à vista. O crédito livre de longo prazo é a soma de capital de giro, financiamento de veículos e outros bens e arrendamento mercantil de veículos e outros bens. Já o crédito livre pessoa jurídica total é a série padrão publicada mensalmente nas Estatísticas monetárias e de crédito. Os dois primeiros grupos representam, respectivamente, os seguintes percentuais das concessões de crédito livre à pessoa jurídica, tomando por base os dados acumulados em 12 meses de dezembro de 2025: 73,9% e 14,2%. Tomando como referência o saldo do crédito livre à pessoa jurídica, os respectivos percentuais são: 27,4% e 43,4%.

Nesse contexto, a transmissão da política monetária para as concessões de crédito foi estimada utilizando a técnica de projeções locais (Jordà, 2005), que permite inferir a resposta da variável  $y_t$  a um choque em diferentes horizontes de tempo ( $h = 0, 1, 2, \dots$ ). Em particular, este boxe utiliza a técnica para estimar o chamado multiplicador cumulativo (Jordà & Taylor, 2025), que permite capturar o impacto médio da política monetária considerando toda a trajetória da taxa básica de juros e não apenas sua mudança inicial. Mais precisamente, o multiplicador no horizonte  $h$  indica a variação percentual esperada na variável de concessão, na média entre  $t$  e  $t + h$ , associada a uma elevação de 1 p.p. no nível da taxa básica de juros, também na média entre  $t$  e  $t + h$ . Formalmente, o multiplicador no horizonte  $h$ ,  $m_h$ , é estimado a partir da seguinte equação:

$$\sum_{j=0}^h (y_{t+j} - y_{t-1}) = \alpha_h + m_h \left[ \sum_{j=0}^h (Selic_{t+j} - Selic_{t-1}) \right] + \Gamma_h' X_t + \varepsilon_{t+h}^h,$$

em que  $y_t$  é o *log* das concessões deflacionadas e dessazonalizadas para cada um dos grupos anteriormente mencionados,  $Selic_t$  é a taxa Selic,  $X_t$  é um vetor de controles<sup>4</sup> e  $\varepsilon_{t+h}^h$  é o termo de erro.

Como a política monetária responde à conjuntura macroeconômica, às expectativas para as variáveis macroeconômicas e às próprias condições do mercado de crédito, há um potencial problema de endogeneidade que prejudica a identificação de relações causais. Assim, com o objetivo de inferir causalidade, o modelo foi estimado por Mínimos Quadrados em Dois Estágios, instrumentalizando a taxa Selic pela surpresa de política monetária, aqui definida como o erro de previsão da Selic entre os respondentes da pesquisa Focus, considerando-se a mediana das projeções na véspera de cada reunião do Copom<sup>5</sup>. A amostra compreende observações mensais de março de 2011 a dezembro de 2025. Os erros-padrão são robustos à heterocedasticidade de White.

Os multiplicadores estimados para os horizontes de 3, 6, 9 e 12 meses são apresentados na Tabela 1<sup>6</sup>.

**Tabela 1 – Multiplicadores (m(h)) via projeção local com variável instrumental**

h (meses)	Pessoa Física			Pessoa Jurídica		
	Emergencial	Longo Prazo	Livre Ex Cartão	Curto Prazo	Longo Prazo	Livre Total
3	<b>1,5</b> (1,7)	<b>-2,7</b> (3,0)	<b>-0,6</b> (2,6)	<b>1,8</b> (3,2)	<b>-6,9</b> (4,6)	<b>-0,7</b> (1,8)
6	<b>1,8</b> (1,7)	<b>-3,7*</b> (2,1)	<b>-1,2</b> (1,9)	<b>1,3</b> (2,5)	<b>-5,5*</b> (2,9)	<b>-0,5</b> (1,7)
9	<b>1,3</b> (1,5)	<b>-3,9**</b> (1,5)	<b>-1,3</b> (1,4)	<b>1,1</b> (2,1)	<b>-6,2***</b> (2,1)	<b>-0,8</b> (1,6)
12	<b>1,3</b> (1,6)	<b>-3,7**</b> (1,7)	<b>-1,4</b> (1,5)	<b>1,2</b> (2,1)	<b>-6,2***</b> (1,9)	<b>-0,7</b> (1,6)

Obs: (\*), (\*\*) e (\*\*\*) indicam significância a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Erro padrão entre parênteses.

No segmento de pessoa física, o crédito livre de longo prazo possui relação inversa e estatisticamente significativa com a taxa de juros em horizontes mais longos. O mesmo ocorre no crédito livre de longo prazo para pessoas jurídicas. Tomando por base as linhas livres de longo prazo para pessoas físicas, o multiplicador estimado indica que, ao longo de 12 meses, cada aumento médio de 1 p.p. na Selic causa uma queda de 3,7% no nível médio das concessões de crédito em relação ao contrafactual em que tal choque não ocorre.

4/ Os controles consistem em defasagens da Selic, do log do Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br)(dessazonalizado) e da própria variável dependente.

5/ Essas surpresas capturam o componente não antecipado das decisões de política monetária e, assim, são plausivelmente ortogonais às concessões de crédito, constituindo um instrumento teoricamente adequado para a identificação causal. Leigh e Xu (2025) empregam estratégia semelhante, embora com diferenças práticas, para investigar a transmissão da política monetária para as taxas de juros em uma abordagem de projeções locais.

6/ Os resultados para a estatística de Cragg-Donald estão disponíveis no apêndice. Nota-se que, para a maior parte dos horizontes, a estatística F de Cragg-Donald > 10, indicando que o instrumento não é fraco.

Os parâmetros associados às linhas de curto prazo ou emergenciais são não significativos, assim como aqueles relacionados ao crédito livre *ex cartão* à vista a pessoas físicas e ao total do crédito livre a pessoas jurídicas. Para as primeiras, provavelmente o canal clássico de transmissão da taxa de juros se contrapõe à natureza de alívio de restrição de liquidez dessas linhas. Já os dois últimos grupos aglutinam diversas séries com características muito diferentes, tornando mais difícil obter uma resposta única às condições da política monetária, resultado coerente com a heterogeneidade comentada anteriormente<sup>7</sup>.

Em suma, os resultados sugerem que a relação causal negativa entre a taxa básica de juros e as concessões de crédito está mais presente nas linhas de longo prazo. A análise a partir das séries de concessões muito agregadas torna mais difícil mensurar os efeitos da política monetária, uma vez que incorpora modalidades de crédito com características de curto prazo ou emergenciais, que possuem dinâmicas distintas.

## Referências

International Monetary Fund. (2025). Brazil: 2025 Article IV Consultation—Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Brazil. IMF Country Report No. 25/194.

Jordà, Ò. (2005). "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections." *American Economic Review* 95 (1): 161-182.

Jordà, Ò. & Taylor, A. M. (2025). "Local Projections." *Journal of Economic Literature* 63 (1): 59-110.

Leigh, D. & Xu, R. (2025). "Monetary Policy Transmission to Lending Rates: Evidence from Brazil". IMF Working Paper.

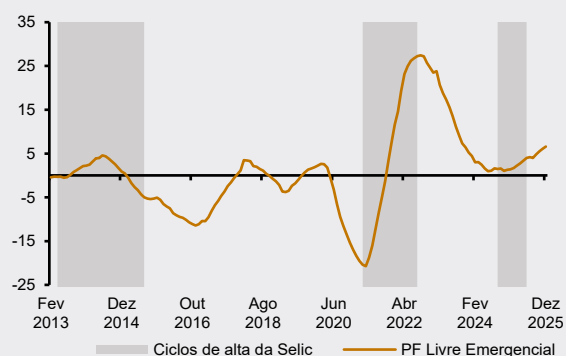
---

7/ Esse resultado é compatível com o encontrado no boxe [Evolução do mercado de crédito nos ciclos de distensão da política monetária](#), de março de 2018, que não encontrou tendência expressiva de crescimento nem reação disseminada entre as modalidades do crédito livre a pessoas jurídicas no último ciclo de distensão avaliado.

## Apêndice

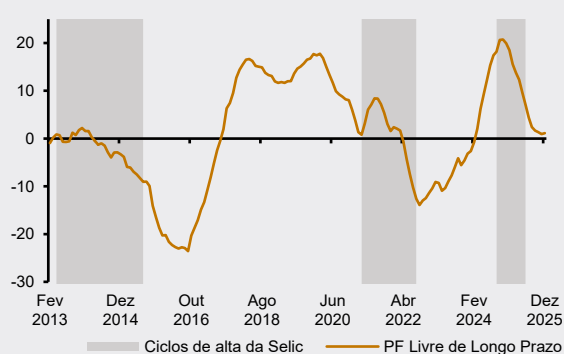
**Gráfico A1 – Concessões - PF Livre Emergencial**

% Var. acumulada 12m



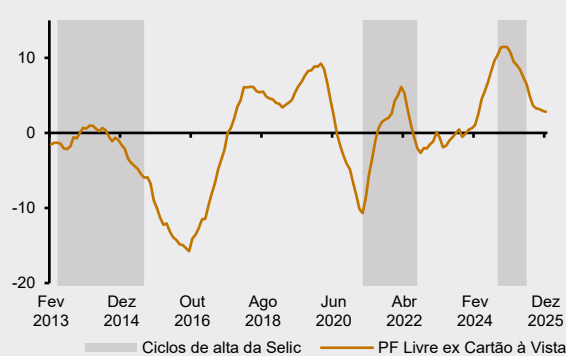
**Gráfico A2 – Concessões - PF Livre de Longo Prazo**

% Var. acumulada 12m



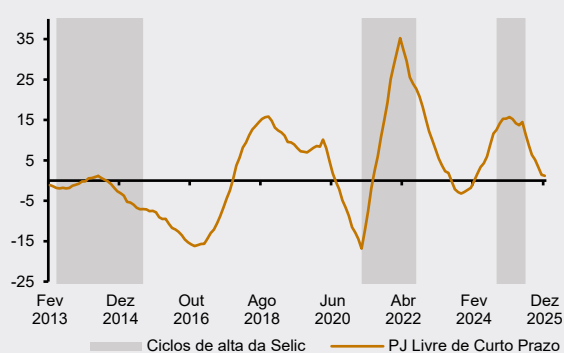
**Gráfico A3 – Concessões - PF Livre ex Cartão à Vista**

% Var. acumulada 12m



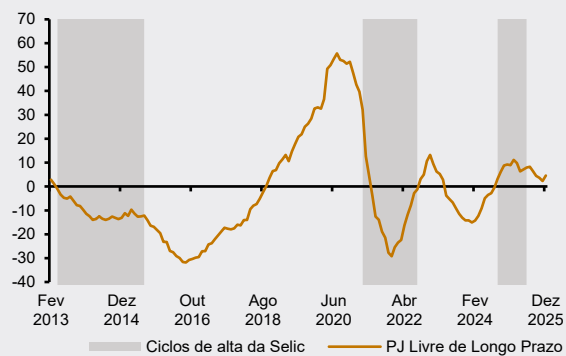
**Gráfico A4 – Concessões - PJ Livre de Curto Prazo**

% Var. acumulada 12m



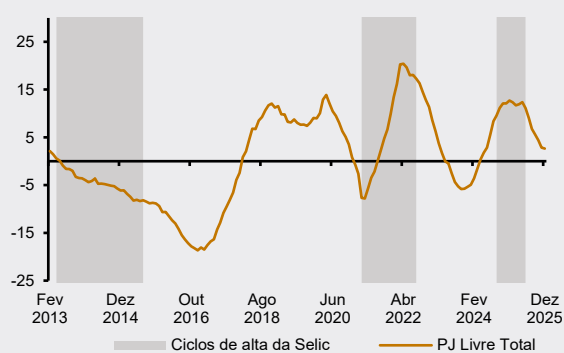
**Gráfico A5 – Concessões - PJ Livre de Longo Prazo**

% Var. acumulada 12m



**Gráfico A6 – Concessões - PJ Livre Total**

% Var. acumulada 12m



**Tabela A1 – Estatística F de Cragg-Donald**

h (meses)	Pessoa Física			Pessoa Jurídica		
	Emergencial	Longo Prazo	Livre Ex Cartão	Curto Prazo	Longo Prazo	Livre Total
3	19,5	17,4	17,9	19,9	18,1	19,9
6	15,0	13,7	13,8	16,1	14,2	15,9
9	13,6	12,4	12,2	13,9	12,3	13,9
12	10,0	9,7	8,9	10,5	9,2	10,6