



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
TRABALHO DE CONCLUSÃO DE GRADUAÇÃO

Luca Simmer Oliva Boligan

A PANDEMIA DA COVID-19 E O CRÉDITO ÀS MICRO, PEQUENAS E MÉDIA
EMPRESAS NO BRASIL

Rio de Janeiro

2022

Luca Simmer Oliva Boligan

A PANDEMIA DA COVID-19 E O CRÉDITO ÀS MICRO, PEQUENAS E MÉDIA
EMPRESAS NO BRASIL

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado
ao Instituto de Economia da Universidade
Federal do Rio de Janeiro como exigência para
obtenção do título de Bacharel em Ciências
Econômicas.

Orientador: Prof. Norberto Montani Martins

Rio de Janeiro

2022

CIP - CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO

B592p Boligan, Luca Simmer Oliva
PANDEMIA DA COVID-19 E O CRÉDITO ÀS MICRO,
PEQUENAS E MÉDIA EMPRESAS NO BRASIL / Luca Simmer
Oliva Boligan. -- Rio de Janeiro, 2022.
81 f.

Orientador: Norberto Montani Martins .
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto
de Economia, Bacharel em Ciências Econômicas, 2022.

1. Crédito às MPMEs. 2. Crédito no Brasil. 3.
Crédito durante crise da Covid-19. I. Montani
Martins , Norberto, orient. II. Título.

LUCA SIMMER OLIVA BOLIGAN

A PANDEMIA DA COVID-19 E O CRÉDITO ÀS MICRO, PEQUENAS E MÉDIA
EMPRESAS NO BRASIL

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Rio de Janeiro, 22 de agosto de 2022.

NORBERTO MONTANI MARTINS - Presidente
Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

PAULA MARINA SARNO
Doutora em Economia pela UFRJ

FLÁVIA CARVALHO DE MORAES E SILVA
Mestre em Economia pela UFF

Dedico esse trabalho a todos que me ajudaram ao longo desses anos

RESUMO

O objetivo deste trabalho é destacar o comportamento da dinâmica do crédito às micro, pequenas e médias empresas (MPMEs), no Brasil e durante a pandemia. Em particular, o interesse no caso brasileiro está em evidenciar as medidas do governo para garantir a sustentação desse mercado. O método consistiu em uma fundamentação teórica inicial, baseada nas correntes pós-keynesianas e com destaque ao arcabouço minskyano, assim como um resumo dos antecedentes à pandemia, da atuação do governo, e exame dos dados disponíveis. O resultado encontrado pelo trabalho confere a devida importância ao papel desempenhado pelo Estado, suficiente para criar divergências entre as expectativas teóricas e a realidade. Conclui-se com uma aceitação da hipótese inicial, que o fluxo de crédito às MPMEs, durante 2020, foi condicionado à expansão monetária, garantindo a liquidez ao sistema, bem como a adoção de programas relevantes de crédito direcionado. A redução destes programas e a volta da austeridade monetária, em 2021, inicia um processo prematuro de retirada de auxílios, que poderá gerar efeitos nocivos à estabilidade do sistema econômico.

Palavras-chave: Crédito; MPMEs; Pandemia; Brasil.

ABSTRACT

The objective of this work is to highlight the behavior of the dynamics of credit to micro, small and medium-sized enterprises (SMEs) in Brazil and during the pandemic. In particular, the interest in the Brazilian case is to put a spotlight on the government's measures to guarantee the support of this market. The method consisted of an initial theoretical foundation, based on post-keynesian currents and with emphasis on the Minskyan framework, as well as a summary of the credit market prior to the pandemic, government actions, and an examination of available data. The result found by the work gives due importance to the role played by the State, enough to create divergences between theoretical expectations and reality. It concludes with an acceptance of the initial hypothesis, that the flow of credit to SMEs, during 2020, was conditioned to monetary expansion, guaranteeing liquidity to the system, as well as the adoption of relevant programs of directed credit. The reduction of these programs and the return of monetary austerity, in 2021, initiates a premature process of withdrawal of aid, which could have harmful effects on the stability of the economic system.

Keywords: Credit; SMEs; Pandemic; Brazil.

SUMÁRIO

1	Introdução.....	11
2	A dinâmica do mercado de crédito e o financiamento às micro, pequenas e médias empresas	13
2.1.1	Oferta e demanda de crédito: elementos teóricos gerais.....	13
2.1.2	Fluxo de caixa, Restrição de sobrevivência e Fragilidade financeira	19
2.1.3	Preferência pela liquidez e a dinâmica da oferta de crédito	22
2.2	As peculiaridades das MPMEs	25
2.2.1	Características gerais	25
2.3	Síntese do capítulo	28
3	A pandemia da covid-19, o mercado de crédito e Brasil	30
3.1	Contextualização: um panorama do crédito no Brasil pré-pandemia.....	30
3.2	A crise da Covid-19 e suas especificidades	34
3.3	Interlúdio: identificando as MPMEs no Brasil	36
3.4	As políticas econômicas e creditícias na pandemia.....	38
3.4.1	Medidas gerais de liquidez	39
3.4.2	Medidas direcionadas ao crédito: Pese	40
3.4.3	Medidas direcionadas ao crédito: Pronampe.....	42
3.4.4	Medidas direcionadas ao crédito: Peac-FGI e Peac-Maquinhas	43
3.4.5	Medidas direcionadas ao crédito: CGPE	44
3.4.6	Nota: Política monetária e medidas direcionadas ao crédito em 2021	45
3.4.7	Síntese	46
4	A evolução do crédito a MPMEs no Brasil entre 2019 e 2021	48
4.1	Comportamento geral do crédito PJ	50
4.2	Crédito livre e direcionado	54
4.2.1	Por porte das empresas	58
4.2.2	Modalidade.....	65
4.2.3	Condições de crédito e inadimplência.....	68
4.3	Síntese	73

5	Considerações finais	75
	Referências	78

1 INTRODUÇÃO

Esse trabalho insere-se em uma longa linha de estudos que investigam, e irão investigar, os efeitos da pandemia. Nesse aspecto, parte do objetivo geral, discutido a seguir, será entender como a covid-19 afetou a dinâmica e evolução do mercado de crédito brasileiro às micro, pequenas e médias empresas (MPMEs) do país. O foco dado ao contexto da pandemia justifica-se, como será apontado adiante, pela divergência dessa crise específica, em relação às outras, e suas consequências profundas para o funcionamento, não só da economia, mas da vida cotidiana.

O alcance mundial dessa recessão obriga que seja realizado um corte mais limitado dos elementos que se busca compreender. O interesse no mercado de crédito para as MPMEs é importante, já que, como será evidenciado, esses agentes são aqueles que possuem a maior dependência de financiamentos externos para a sua permanência, principalmente em meio à pandemia. Uma vez que empresas de menor porte são a base da economia, responsáveis pela grande parte dos empregos e renda de um país, fica claro que a manutenção de condições que lhe são favoráveis é desejável. No entanto, é justamente em contexto de crises que o acesso dessas firmas a esse mercado torna-se mais restrito e os riscos de falências crescem. Mesmo assim, como será exposto adiante, um fluxo de crédito considerável, muito acima das expectativas, alcançou estas empresas no Brasil.

A monografia irá analisar a evolução do mercado de crédito às empresas no Brasil durante a pandemia de covid-19 com foco nas MPMEs. Parte-se de um arcabouço teórico pós-keynesiano para analisar criticamente as medidas adotadas pelo governo para fazer frente aos efeitos da pandemia no mercado de crédito e avaliar seu impacto sobre as MPMEs brasileiras e sua fragilidade financeira. A hipótese de trabalho é que os programas de garantia implementados pelo governo brasileiro com vistas ao acesso ao crédito por MPMEs durante a pandemia tiveram sucesso em sustentar a dinâmica do mercado de empréstimos e mitigar a fragilidade financeira dessas firmas no período.

Do ponto de vista metodológico, o trabalho se propõe a combinar três esforços distintos. Em primeiro lugar, realiza-se uma revisão da literatura teórica pós-keynesiana sobre demanda e oferta de crédito, preferência pela liquidez e fragilidade financeira, com foco nas peculiaridades das MPMEs. Em segundo lugar, sintetiza-se as medidas adotadas pelo governo brasileiro para estimular o mercado de crédito durante a pandemia de covid-19 a partir de fontes primárias (leis, medidas provisórias e normas infralegais) e secundárias. Por fim, utiliza-se estatísticas descritivas a partir das bases de dados do Sebrae e do Banco Central do Brasil (BCB) para

avaliar a evolução do mercado de crédito às MPMEs no Brasil no período 2019-2021, investigando a hipótese acima aventada. O presente trabalho combina as diversas teorias keynesianas, em especial pós-keynesianas e aquelas desenvolvidas pelo economista Hyman Minsky, utilizando suas ideias originais sobre mercados financeiros para evidenciar o problema da alta fragilidade das MPMEs. Em especial, esses agentes são pouco estudados e compreendidos, a despeito de sua importância, tendo em vista a dificuldade de conseguir dados confiáveis e completos. Um dos pontos do capítulo 2, seguinte, será inserir a teoria em um contexto das empresas de menor porte. Este foi estruturado de forma a apresentar a base sobre a qual os outros se apoiarão, com destaque aos elementos de demanda e oferta de crédito, preferência pela liquidez e fragilidade financeira.

O capítulo 3 irá trazer a discussão para o Brasil, que será o local onde o resto da análise se localiza. Inserindo as MPMEs no contexto brasileiro reduz, ainda mais, a quantidade de dados e trabalhos que tratam dessas firmas, tornando mais valiosa a contribuição de estudos sobre o tema. É nessa seção que serão sintetizadas as principais medidas adotadas pelo governo federal, em 2020 e 2021, para sustentar a liquidez e o mercado de crédito para esse segmento.

O capítulo 4 irá trazer os principais dados coletados, de modo a avaliar a hipótese que as medidas e programas de garantia do governo permitiram a permanência dos fluxos de financiamentos às MPMEs durante os momentos mais críticos da pandemia e mitigou os problemas de fragilidade financeiras das firmas no período. Ao longo desse trabalho, outros artigos serão usados de referência, muitos recentes, que irão tratar em parte, ou por completo, sobre o tema. Porém, muitos estudos estão restritos à somente os dados abertos, disponibilizados pelo BCB, enquanto este irá trazer, também, a base do DataSebrae, composta de informações mais desagregadas do BCB, e de difícil acesso ao público.

As considerações finais encerram o trabalho, sintetizando o exposto nos outros capítulos e trazendo a avaliação da hipótese de trabalho.

2 A DINÂMICA DO MERCADO DE CRÉDITO E O FINANCIAMENTO ÀS MICRO, PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS

Este capítulo será a base sobre a qual as discussões posteriores estarão apoiadas. O propósito desta apresentação teórica inicial se torna essencial para delimitar as expectativas acerca dos dados coletados e expostos adiante, acerca de micro, pequenas e médias empresas (MPMEs). Particularmente, o interesse desse trabalho será em desenvolver aspectos da dinâmica macroeconômica do mercado de crédito, com foco no segmento destinado às MPMEs, no contexto brasileiro e no período marcado pela pandemia da covid-19. O foco no caso brasileiro se torna importante para analisar em que medida a resposta do Estado foi responsável pelas divergências entre o esperado pela teoria e o experimentado na prática.

Este primeiro capítulo tratará, de um modo geral, como as correntes econômicas de filiação keynesiana entendem o funcionamento do mercado de crédito, destacando a dinâmica da demanda e da oferta de crédito em função dos riscos incorridos pelos tomadores e emprestadores, da preferência pela liquidez e da fragilidade financeira. Em sequência, serão abordadas as distinções entre as MPMEs e outros agentes, que tornam idiossincrática a dinâmica creditícia no caso de empresas menores.

2.1.1 Oferta e demanda de crédito: elementos teóricos gerais

O debate econômico, no que diz respeito ao crédito, é muito ativo em diversas frentes de estudo. A forma como esse elemento é enxergado se torna um divisor de águas entre as abordagens ortodoxas, nas quais os investimentos exigem poupança prévia, e as correntes heterodoxas, que destacam a possibilidade de criação de liquidez pelos bancos e a realocação dos portfólios de ativos representativos da riqueza.

A dinâmica creditícia, se retirada de toda sua complexidade, pode ser resumida em agentes demandantes, que precisam compatibilizar suas necessidades de recursos no presente com fluxos futuros, e ofertantes, que realizam a composição das suas carteiras com base em uma análise do risco contra o retorno e a liquidez dos ativos. Aqueles que precisam captar fundos vão ao mercado em busca daqueles dispostos a renunciar a liquidez imediata de que dispõem ou daqueles capazes de criar liquidez e reorientar seus portfólios para essas operações.

No caso geral das economias modernas, os bancos assumem o papel de credores principais para pessoas físicas e parte das pessoas jurídicas, formando o crédito bancário¹. Nos preceitos entendidos pelas correntes de herança keynesiana, ao conceder crédito, a base monetária se altera endogenamente. Como afirma o próprio Keynes (1996, p. 197):

Se a concessão de um crédito [...] permite ao empresário efetuar uma adição ao seu investimento corrente, que de outro modo não poderia ocorrer, as rendas aumentarão necessariamente e numa proporção que, em geral, excederá a do acréscimo do investimento suplementar.

Essa colocação retira da poupança prévia a característica de condição necessária para a consecução dos empreendimentos, conferindo posição central ao crédito na viabilização dos investimentos ao afirmar a sua capacidade de gerar recursos em um nível acima do empregado inicialmente. O trecho ainda se segue com a colocação que elevações na concessão de crédito são acompanhadas, normalmente, por aumento do produto, do seu valor e salários. Portanto, a tradição keynesiana postula que o pleno emprego pode ser mais facilmente alcançado quando a oferta de crédito se encontra em expansão.

Essa discussão forma uma ponte para o papel do sistema financeiro para o desenvolvimento econômico. Como colocado por Keynes (1937, p. 668-669), o investimento não encontra barreiras na falta de poupança, e sim de financiamento, criando uma distinção importante entre os conceitos. O financiamento aqui é entendido como um fundo rotativo de recursos de curto prazo para pagamento dos fatores de produção, normalmente fornecido pelos bancos por meio de crédito a partir da criação de depósitos, enquanto o *funding* refere-se a ativos de longo prazo que irão mobilizar o estoque de riqueza – e não só o fluxo de poupança². Sendo assim, o argumento de Keynes é que o ponto de fricção que impede a chegada de recursos a projetos de

¹ Outras formas de financiamento via crédito (títulos de dívida) podem acontecer por meio do mercado de capitais, mas essa via é, tipicamente, restrita às grandes empresas. No Brasil, por exemplo, a Lei Complementar Federal nº 123, de 2006, vedava empresas no regime fiscal simples de se financiar no mercado de capitais. Em geral, a barreira para acesso ao mercado de capitais, atualmente, não é regulatória, porém impõe custos altos e formalização das empresas.

² Outro ponto importante é a diferença entre temporalidade entre poupança e investimento. Considerando a poupança como toda renda não gasta, e que a renda é formada pelo gasto em bens ou serviços, a existência de poupança é condicionada à sua produção. A renda só surge a partir de um investimento prévio, ou seja, a partir do momento no tempo que a renda é gerada, a poupança se encontra *ex-post* à ela, enquanto o investimento é realizado *ex-ante*. Pela perspectiva do agente que realizou esse investimento e gerou essa renda, não é necessário a existência de uma poupança *ex-ante* que viabilizasse esse processo, dado que bancos podem oferecer crédito para isso. Mais importante, é ainda o fato de que, em última análise, toda poupança existente depende de um investimento anterior, e que, logicamente, não pode ser ela a fonte de recursos. Ver The “Ex-Ante” Theory of the Rate of Interest (J.M, Keynes, 1937) e Alternative Theories of the Rate of Interest (J.M, Keynes, 1937) para maiores detalhes.

investimento não está na falta de depósitos (poupança) acumulada pelo banco, e sim em sua disposição momentânea de ofertá-los.

Paul Davidson (1986) desenvolve uma análise do papel do sistema bancário em economias monetárias de produção conectando diferente tipos de empréstimos, a endogeneidade da moeda e, em última análise, destaca como restrições de liquidez no sistema – e não a falta de poupança – inviabiliza o crédito e investimento. O autor distingue o crédito em capital de giro, de curto prazo e empregado para a realização do processo produtivo, e o crédito de investimento, de longo prazo, usado para pagar por bens de capital, já que a fabricação desses bens se inicia somente após encomenda.

Retomando em termos já propostos por Keynes, Davidson considera o crédito em capital de giro como equivalente ao termo “financiamento” (*finance*), enquanto o crédito para investimento remete ao *funding*.

Admitindo que nova moeda é criada junto com aumento no volume de empréstimos na economia e que, como supõe o autor, firmas produtoras tomam empréstimo destinado à capital de giro para fabricação de bens de capital, essa modalidade basta para que novo investimento real seja criado. Ou seja, novos investimentos ocorre sempre que a produção dos bens de capital inicia-se, após firmado contrato de compra entre o empresário, que utilizará esse bem, e firmas produtoras deles.

O contrato, como instrumento, também garante que o investimento seja pago, mesmo em uma eventual incapacidade do agente bancário em captar a poupança gerada no processo de investimento. A compra de bens de capital pelo empresário – bem como todo o processo descrito até então - depende do comprometimento do banco em disponibilizar crédito para o investimento. A natureza do bem de capital, gerador de oferta e demanda, obriga que a poupança corresponda ao investimento após o fim da produção. O valor desse ativo produtivo já há de ser contabilizado como renda, e, em razão do bem não ter iniciado sua operação, é impossível consumi-la. Ainda assim, mesmo a não violação da identidade de investimento e poupança, a propensão do público em manter parte da poupança como moeda pode reduzir a capacidade do banco em recolher “poupanças” para custear os recursos do financiamento caso o retorno oferecido por renunciar à poupança seja inferior ao desejado. Nesse caso, o banco

central pode intervir assumindo compromisso de prover liquidez³ para esses contratos, ou bancos oferecem retornos maiores ao público, conseqüentemente cobrando juros maiores para oferta de crédito. Dessa forma, fica evidente o papel do setor bancário como transmissor da política monetária e materializador das percepções de risco dos agentes, ressaltando a relação de interdependência entre essas percepções e o ciclo econômico, como resumem Alves, Dymiski e Paula (2008).

Para Carvalho (1996, p. 313), a distinção entre preferências temporais e de liquidez é um dos maiores avanços realizados na Teoria Geral. Para correntes ortodoxas, a taxa de juros de mercado está inserida somente em uma dimensão temporal das decisões dos agentes, definida como uma recompensa por adiar o consumo presente. A teoria keynesiana destaca a não neutralidade da moeda. Mantê-la em mãos constitui uma decisão de composição de ativos na carteira dos agentes. A taxa de juros passa a ser determinada pela preferência dos agentes em manter moeda em suas mãos. Seu valor define-se, fundamentalmente, pela diferença entre a liquidez da moeda e outros ativos, de forma que, quanto menos líquido são esses ativos, maior o risco e, portanto, maior o retorno, ou juros, que deve ser oferecido em troca.

Carvalho destaca ainda que a teoria de fundos emprestáveis, ortodoxa, e a preferência pela liquidez keynesiana tendem a entender a natureza do setor bancário de forma diferente, fruto de como concebem a relação entre poupança e investimento. Para as correntes convencionais, a poupança agregada determina o investimento e o papel do setor bancário tende a ser visto de forma passiva: um intermediário entre o conjunto dos poupadores e os gastadores. A preferência pela liquidez entende que a renda irá acomodar-se às decisões de gasto dos agentes durante o processo completo do multiplicador keynesiano e o investimento irá resultar em um aumento de renda necessário para manter a relação entre a poupança e consumo. A poupança não limita o investimento, mas a composição desta, entre moeda e outros ativos, é mensurada pela preferência pela liquidez, e define a taxa de juros. O papel dos bancos define-se como criadores de moeda no sistema toda vez que realizam operações de crédito, cujo “preço” é definido pela vontade, tanto do público, quanto dos bancos, de manter moeda em mãos.

Pela perspectiva do setor bancário, ofertar crédito se torna uma decisão de portfólio, constituída de um risco calculado sobre as expectativas de quase-rendas e lucros futuros

³ O conceito de liquidez será definido posteriormente, mas entende-se, desde já, como a propriedade de ativos em serem prontamente convertidos em moeda sem perda significativa de valor. Um bem é mais líquido em função de sua maior velocidade de conversão e retenção de valor, e menos líquido em razão inversa.

comparativamente à aplicação em ativos de elevada liquidez – entendida como um mecanismo de segurança diante de um futuro incerto –, mas de pouco, ou nenhum, retorno. Keynes (1996, p. 155) elenca três tipos de risco: (i) o risco do tomador, relativo às dúvidas em relação ao retorno esperado na aplicação dos recursos (investimento); (ii) o risco do prestador, associado ao risco moral ou à insuficiência das margens de segurança; e (iii) o custo de oportunidade relativo aos ativos reais.

O primeiro tipo de risco recai sobre o empresário, que nunca pode prever com absoluta certeza o resultado do seu investimento e dos retornos que ele irá gerar. O segundo deriva da assimetria de informação em favor do tomador, de forma que as instituições financeiras não conhecem a capacidade e intenções reais de pagamento deste. O terceiro tipo, por fim, vem dos casos de variações no valor do padrão monetário e dos ativos – em outras palavras, suas taxas próprias de juros, conforme a terminologia keynesiana. Esses elementos devem ser levados em consideração pelas instituições financeiras, justificando a adoção de uma margem de segurança somada às garantias para a originação dos empréstimos. Esses fatores irão também influenciar o custo final do crédito, expresso nas taxas de juros praticadas nas operações.

Esse custo do crédito pode variar com base em diversos fatores subjetivos e objetivos. Condições do mercado presentes ou esperadas, grau de confiança das previsões futuras, nível de agressividade das instituições, características dos demandantes ou uma combinação desses elementos pode contribuir para a efetivação de empréstimos e para que sejam honrados. O ciclo econômico, em particular, torna-se um importante elemento para determinar a dinâmica do mercado de crédito: “Em período de expansão, a opinião correta sobre a magnitude de ambos os riscos, o do tomador do empréstimo e o do prestador, pode representar uma subestimativa anormal e perigosamente baixa.” (Keynes, 1996, p. 156). A interdependência com o ciclo econômico não só como influência nas decisões dos agentes, mas, em última análise, também como consequência dessas decisões, será abordada adiante através do trabalho elaborado por Hyman Minsky.

Dymski (1992) discorre sobre a forma como os bancos se comportam em relação ao risco, um ponto de partida inicial para uma análise sobre a transição entre diferentes períodos da economia, que será elaborada posteriormente. Apesar de consensual, dentro das correntes keynesianas, que bancos atuam como firmas em primeiro lugar, maximizando lucros em vez de responder passivamente ao público, existem duas diferentes abordagens, as quais o autor busca unificar.

A ótica novo-keynesiana foca nas assimetrias de informação entre poupadores e demandantes de recursos, assim como incertezas acerca da demanda por liquidez do público. Nesse sentido, bancos atuam como intermediadores entre partes, avaliam riscos em nome dos emprestadores e fiscalizam tomadores, alcançando um ponto de equilíbrio mais eficiente no mercado de crédito por conta das economias de escala em sua atividade. Como resultado, instituições financeiras têm um papel importante para pleno emprego, tendo em vista que sua atuação viabiliza operações mais arriscadas, as quais não ocorreriam sem sua intervenção, e podem gerar empregos ou níveis maiores de consumo.

Já a corrente pós-keynesiana destaca a incerteza fundamental e não paramétrica dos resultados das operações, sem possibilidade de previsões confiáveis acerca do futuro. Em face dessa incerteza, o papel do sistema bancário passa a ser o de avaliar riscos a absorver eventuais choques de liquidez, com a sobrevivência ou ascensão condicionadas à sua capacidade de gerenciar esses riscos. Quanto mais operações de crédito potencialmente lucrativas os bancos realizam, mais expostos se tornam e a estratégia para maximização de lucros depende de uma avaliação subjetiva de suas posições e das condições do mercado.

Para o autor, em momentos mais “calmos” da conjuntura econômica, os resultados das operações, ainda que incertos, se tornam mais previsíveis, limitados a uma faixa mais estreita de possibilidades. O comportamento bancário assemelha-se à visão novo-keynesiana, mais passiva, a qual a demanda por crédito do público é validada. Banqueiros sentem-se cada vez mais confiantes em seus julgamentos e aumentam a exposição em busca de crescimento. Em contraste, durante períodos mais turbulentos tornam os resultados mais voláteis e incertos, capazes de divergirem muito das expectativas. Instituições tornam-se mais avessas ao risco, restringindo a oferta de crédito ou oferecendo-o a preços mais caros.

Por fim, a atuação do governo coloca-se como elemento importante para a oferta e demanda de crédito. Torres (2009, p. 13) elenca as formas que a intervenção do Estado pode tomar. A primeira é a regulação sobre esse mercado, que afeta toda a sua dinâmica. A segunda é através da política monetária, que possui efeitos diretos sobre o crédito, alterando a liquidez do sistema, preços dos ativos, entre outros, além de efeitos indiretos, por meio de alterações no nível de emprego, atividade e renda. A terceira e última forma de intervenção ocorre por meio do direcionamento de crédito, que tem um propósito distributivo em aumentar ou reduzir o fluxo de concessões para diferentes agentes, à depender dos interesses do governo.

A atuação governamental será um ponto chave para determinar a volatilidade dos ciclos creditícios e como a dinâmica do mercado de crédito poderá operar. Nesse sentido, cabe também compreender como a visão acerca das decisões de gerenciamento dos ativos e passivos dos agentes de modo geral, e não só dos bancos, interage com a questão da fragilidade e instabilidade financeiras.

2.1.2 Fluxo de caixa, Restrição de sobrevivência e Fragilidade financeira

O arcabouço teórico do economista americano Hyman Minsky aprofunda a discussão do papel do crédito na economia e a relação de interdependência entre ele e as condições de mercado. Essa abordagem atribui o ciclo econômico às variações do mercado financeiro, suas práticas e estrutura dos contratos de financiamento. A análise parte de uma visão dos fluxos de caixa de todos os agentes econômicos. Três tipos de fluxos podem ser definidos (H. Minsky, 2008, p. 223): renda (*income*), balanço (*balance sheet*) e portfólio. O fluxo de renda diz respeito, não só a entrada de caixa das receitas ou de recursos captados, mas também à saída, por exemplo, por meio do pagamento dos salários. O fluxo advindo dos balanços inclui o pagamento de juros e principal dos passivos existentes, criados a partir de contratos de crédito, quando firmados. O fluxo de caixa de portfólio ocorre no momento em que ativos, fixos ou financeiros, são transacionados ou criados.

Também é reforçada a existência de uma assimetria, principalmente temporal, entre esses fluxos, assim como as diferentes formas que podem tomar. A título de ilustração, pode-se imaginar um cenário no qual o pagamento por um bem de capital se configura como um fluxo de renda ao produtor e uma variação no portfólio do comprador, que vai gerar receitas ao longo de sua vida útil. Da mesma forma, o banco que realizou operação de financiamento dessa compra cria um empréstimo, originando um fluxo de portfólio. Este irá gerar pagamentos nos períodos seguintes por parte do comprador, que se encontrará com um passivo em seu balanço, simultaneamente a um crédito na mesma proporção, em moeda, no seu fluxo de caixa.

Segundo o autor, o interesse de empresas em investir vem da capacidade dos bens de capital em gerar fluxos de renda e o preço desses bens depende das expectativas acerca da receita que trará, comparado ao seu custo. Essa receita toma a forma de quase-renda, referência à renda da terra, mas que possui um período de vida útil. Caso espere-se que o valor proporcionado pela aquisição do bem supere seu valor corrente de oferta, o investimento ocorre, geralmente financiado através de operações de crédito que criam passivos no balanço das firmas. Os

pagamentos desse passivo são – em geral⁴ – conhecidos no momento da contratação, enquanto as quase-rendas proporcionadas pelo investimento não.

Como aponta Minsky (2008, p. 226):

“Financial instability is linked to the relative importance of income, balance-sheet, and portfolio cash flows in an economy. Income cash flows - the wages, salaries, and payments for final and intermediate products - are the foundation upon which the balance-sheet and portfolio cash flows rest.”

Os diferentes tipos de fluxos de caixa, principalmente de balanço e renda, precisam ser compatibilizados, não só no presente, como no futuro. Em nível microeconômico, os agentes não governamentais possuem o que é conhecido como restrição de sobrevivência. Martins, Drach (2020, p. 6) resumem essa restrição como a necessidade de compatibilizar seus ativos e passivos, de modo que as obrigações possam ser honradas quando na ocasião de sua liquidação. Uma suposição válida para as pessoas jurídicas é que suas operações e fluxos de caixa dependem de investimentos prévios e financiados.

Nesse sentido, o crédito continua sendo entendido como um recurso presente, o qual se espera que viabilize a geração de recursos futuros mais que equivalentes. Todos os agentes econômicos estão constrangidos pela restrição enunciada e, caso esta não seja cumprida, a entidade não sobrevive. A dificuldade em compatibilizar fluxos se encontra, principalmente, na diferença entre a temporalidade das operações. Bens de capital demoram a gerar retornos suficientes de modo a liquidar passivos de curto prazo tomados para sua obtenção. Caso o agente se encontre em uma posição de maior fragilidade, o fluxo de renda pode não ser suficiente em todos os períodos, de modo que precise gerar fluxos a partir de seu portfólio, vendendo ativos ou contraindo mais dívidas.

A abordagem minskyiana flexibiliza o espaço de decisão dos agentes, permitindo que se encontrem em diferentes “níveis” de sobrevivência, ou, no curto prazo, até abaixo dele. O conceito de fragilidade financeira é usado para denominar esses diferentes tipos de situação em relação à restrição de sobrevivência nos quais os agentes podem se encontrar.

⁴ Determinadas modalidades de empréstimo podem ser realizadas a taxas de juros flutuantes ou com algum tipo de indexador, o que pode fazer com que os fluxos de despesas financeiras não sejam integralmente conhecidos no momento de contratação da operação.

Minsky (1992, p. 7-8; 2008, p. 230-232) define três tipos de unidades econômicas, entre as quais os agentes podem transitar propositalmente, a depender de suas decisões e posições, ou involuntariamente, de acordo com as condições de mercado. Aquelas classificadas como *Hedge*, conseguem pagar seus todos seus compromissos, juros e principal, somente com seu fluxo de caixa ou recursos próprios acumulados. Sua situação financeira só é subordinada a si própria ou às condições de mercado pela demanda de seus produtos.

Unidades especulativas podem arcar com os custos dos juros do crédito, mas não conseguem amortizá-lo integralmente. Se comparada às *Hedge*, pode-se dizer que estão mais próximas do limite de sua sobrevivência. Tais unidades fazem uma aposta em duas frentes: acreditam que sua situação financeira melhorará, por conta de variações na demanda ou preços que a beneficie e acreditam que os custos do crédito e de sua capacidade de renegociação são suficientes para manter sua posição.

Por fim, aquelas unidades mais especulativas, que não cumprem o necessário para sua sobrevivência, são denominadas *Ponzi*. Tais agentes não geram, ou não possuem, recursos para o pagamento dos juros nem da amortização, tornando-se necessariamente cada vez mais endividadas. No curto prazo, sua sobrevivência depende de sua capacidade de rolagem da dívida ou de realizar transações para se desfazer de ativos e gerar fluxos de portfólio. No médio prazo, somente melhoras no fluxo de caixa de renda, ou custos de crédito menores, que as coloque em posições especulativas ou *Hedge*, podem garantir sua existência.

Pelo lado do demandante, o risco principal das operações de crédito associadas a agentes *Hedge* é dado, normalmente, somente pela frustração de suas expectativas de geração de caixa. Para unidades especulativas e *Ponzi*, o risco da frustração de geração de caixa por parte da empresa é acrescido daquele advindo de variações nas condições de ofertas de crédito, como uma alta da taxa de juros que pode encarecer o custo. Ou seja, agentes *Hedge* se colocam em posição de vulnerabilidade apenas quando suas expectativas de receita são frustradas, enquanto unidades mais frágeis também são vulneráveis à evolução das condições do mercado financeiro (Minsky, 2008 p. 231).

É justificada a classificação, por Minsky, de alta fragilidade no caso de empresas que estão reféns, em maior ou menor grau, de eventos futuros para se manter em funcionamento. De outro modo, pode-se definir uma empresa mais ou menos robusta como aquela à qual seu fluxo de renda é mais ou menos capaz de fazer frente ao fluxo de saída de seu balanço. Também é

necessário evidenciar que, mesmo o risco moral, que recai principalmente sobre ofertantes, afeta o custo do crédito e a capacidade das unidades especulativas e *Ponzi* de rolar dívidas.

Cabe destacar que a dinâmica descrita nesta seção se aplica não só às empresas que demandam recursos para sua operação e a realização de seus investimentos, mas também às próprias instituições financeiras. Contudo, elas partem de uma situação um tanto distinta, uma vez que têm a capacidade de criar moeda, ao mesmo tempo em que enfrentam uma restrição de sobrevivência em depósitos junto ao banco central (TORRES, 2020, p. 742, 746-747)⁵. Essa questão, porém, será explorada com mais detalhe nas próximas subseções.

2.1.3 Preferência pela liquidez e a dinâmica da oferta de crédito

Como já apontado, a preferência pela liquidez é um conceito chave na teoria keynesiana para entender o mecanismo de oferta de crédito. Como elemento determinante da taxa de juros de mercado, esta define tanto o preço, quanto a quantidade de recursos que as instituições irão ofertar. A existência dessa preferência só é possível graças ao papel da moeda como ativo de liquidez máxima do sistema. Carvalho (1991), ao discorrer sobre a moeda em correntes pós-keynesianas, sintetiza a liquidez como a capacidade de um ativo em ser convertido rapidamente em moeda, enquanto conserva todo ou parte do seu valor, a depender do grau dessa liquidez.

Paula (2011, p. 19) resume a escolha básica dos bancos “entre satisfazer os compromissos de empréstimo ou preservar a flexibilidade para maximizar a liquidez do seu ativo em um ambiente adverso.” Em momentos nos quais impera a incerteza, agentes desejam manter seus ativos líquidos para fazer frente a necessidades inesperadas ou se aproveitar de oportunidades, traduzindo-se em margens de segurança mais amplas em relação à sua restrição de sobrevivência. Portanto, existe um custo para convencer agentes a renunciarem à segurança de moeda.

A conciliação entre a busca por lucro e preferência pela liquidez sinaliza o apetite pelo risco das instituições, compondo a parte do custo relacionado às margens de segurança e à exigência de garantias. Uma vez que o ato de emprestar se concretiza, o agente coloca-se em uma posição de risco que é inerente à operação. Instituições bancárias não dispõem de meios exatos para saber se irão reaver o capital emprestado, por conta da incerteza acerca do resultado do

⁵ A restrição de sobrevivência é, em última análise, uma imposição do Estado, quando se utiliza uma visão de moeda cartalista, e a aplicação plena desta é indesejada no caso de bancos comerciais, por conta do seu papel para o funcionamento da economia. Dessa forma, o Estado flexibiliza a restrição para bancos comerciais, mas obriga, a partir de regulamentações, um comportamento que emule essa dinâmica.

empreendimento e dos riscos elencados. Assim, utilizam essas margens de segurança para garantir um retorno agregado minimamente suficiente de suas operações e/ou criam provisões para as perdas esperadas, de modo a não comprometer seus fluxos de caixa.

O custo final da oferta é dado por diferentes fatores. A parcela relativa à rentabilidade esperada corresponde, em parte, à taxa básica de juros da economia, já que ela é o referencial de retorno de ativos seguros de alta liquidez, acrescido de um diferencial, que varia por ofertante, prazo e pelos custos envolvidos nas operações. Os agentes financeiros só se colocam sob o risco da variação no preço dos ativos quanto convertem seus recursos líquidos em ilíquidos. O retorno dos ativos de maior liquidez, em economias modernas, é associado às taxas de juros dos títulos públicos, aceitos como ativos de referência em segurança e rentabilidade. Representam o mínimo que o ofertante precisa receber para aceitar incorrer nas inconveniências de emprestar, funcionando como uma espécie de custo de oportunidade. O comportamento futuro da taxa de juros também representa um encarecimento ou barateamento futuro nesse custo, que é levado em conta.

A parcela do custo relativa às margens de segurança e o valor das garantias necessárias depende das avaliações e cálculos das instituições, feitos com base nas percepções e previsões acerca do estado futuro da economia e das capacidades de pagamento do tomador. A rigidez de acordos previamente pactuados poderia ocasionar perdas às instituições, tornando impossível ao ofertante remover componentes expectacionais e de incerteza das operações. A diferença entre a taxa de juros de mercado, valor muito próximo às taxas básicas da economia como determinado pelos bancos centrais, e a soma da rentabilidade desejada e margens de segurança é o *spread* bancário.

As condições correntes e futuras da face real da economia determinam a probabilidade esperada de sucesso do projeto de investimento. Essa relação não é proporcional, por conta do horizonte desses projetos se encontrar no longo prazo, e mesmo a adição de novas informações se mostra ineficaz para aprimorar as previsões. A avaliação do risco moral é também um elemento importante para a formação do custo do crédito, na qual a percepção das instituições financeiras sobre as capacidades do tomador influencia no preço final do empréstimo. Mas uma vez, cada instituição realiza sua própria forma de análise, que dependerá da relação do banco com o cliente, da disposição geral da governança acerca da tolerância ao risco frente à possibilidade de ganhos e da posição de outros bancos no sistema, como argumentam Alves, Dymiski e Paula (2008).

O funcionamento do mercado de crédito dentro das correntes keynesianas têm uma peculiaridade em relação ao mercado de bens e serviços, já que a oferta, determinada pelos bancos, se torna soberana. Em momentos de grande incerteza, os custos do crédito aumentam de forma que podem se tornar proibitivos aos demandantes e impossibilitar as operações. No entanto, as instituições financeiras dispõem da alternativa de renunciar à concessão de empréstimos e manter seu portfólio concentrado em ativos que garantem maior segurança e proteção contra perdas – leia-se: liquidez. Em momentos de crise e incerteza, é comum restrições de oferta ao crédito, ainda que a demanda esteja crescente.

A oferta de crédito também contribui para a característica prócíclica ao crédito, intensificando momentos de crise e de expansão. Em recessão, o aumento natural da percepção de risco de agentes financeiros, juntamente com a elevação dos juros, encarece o crédito, fragilizando o caixa dos agentes e colocando-os, cada vez mais, em posições propícias à inadimplência. Frente a isso, bancos aumentam a provisão contra maus pagadores, elevando o custo geral dos financiamentos – fenômeno chamado de seleção adversa – criando condições para manter esse ciclo. Esse mecanismo, fruto de uma proteção do setor bancário contra assimetrias de informação e risco moral, atua de forma inversa em crescimento econômico, tendo em vista que não se espera uma necessidade de manter uma alta reserva de provisões neste contexto. Mais recursos são liberados para oferta em operações cada vez mais arriscadas e de maiores retornos, já que períodos de expansão alteram a estratégia bancária em direção a lucratividade. Dessa forma, durante momentos de estabilidade, a tendência geral dos agentes econômicos é de crescente fragilidade de suas posições, na qual a carteira bancária aumenta a participação de crédito com menores perspectivas de pagamento e o passivo das firmas cresce.

Assim, a teoria de Minsky revela como a estabilidade é, em si, desestabilizadora. A decisão de ofertar crédito é determinada pelas instituições financeiras individuais em relação à gestão da sua restrição de sobrevivência e, portanto, de sua fragilidade financeira, além de sua preferência pela liquidez. Quando uma crise se materializa, os agentes não-financeiros podem até ampliar sua demanda por recursos, para fazer frente às frustrações em seus fluxos de caixa, mas encontram uma barreira importante na oferta de liquidez dos bancos. A crise se retroalimenta endogenamente, com a restrição de crédito colocando firmas em posições insustentáveis, que resultam em falências. Entretanto, essas barreiras não são idênticas à totalidade dos agentes econômicos, variando conforme suas posições financeiras – *Hedge*, especulativa ou Ponzi – e características. Daí torna-se necessária a distinção entre grandes empresas e micro, pequenas e médias empresas, quando se trata do mercado de crédito.

2.2 AS PECULIARIDADES DAS MPMEs

2.2.1 Características Gerais

A literatura e os dados empíricos destacam o papel fundamental das MPMEs sob uma perspectiva econômica e social, reduzindo desigualdades ao gerar empregos e permitir maior mobilidade social para a população na base. Essa visão é compartilhada por diversas instituições internacionais, como, por exemplo, a OCDE⁶. Ainda que cada país tenha suas peculiaridades, as MPMEs tendem a exibir algumas características em comum.

Um relatório conjunto do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e da Associação Brasileira de Desenvolvimento (ABDE) identifica as MPMEs brasileiras como empresas de baixa produtividade e intensivas em mão de obra, quando comparadas àquelas de portes maiores (NETTO, VITURINO, *et al.*, 2021)⁷. A (OECD, 2019, p. 11-12, 15) entende esse segmento como altamente heterogêneo, onde se encontram empresas de alto potencial de crescimento, que apresentam ganhos de escala não realizados, restritas em sua capacidade de obtenção de crédito, maior sensibilidade às políticas públicas e condições de mercado. O Banco Mundial⁸ estima que, em geral, as MPMEs correspondem em torno de 90% dos empreendimentos de uma economia e colocam o acesso ao crédito como uma das barreiras principais ao crescimento destas.

Além disso, como a OCDE⁹ aponta, com base em dados empíricos, que poucas MPMEs conseguem expandir sua escala, as “*scalers*”, porém estas se tornam responsáveis por acelerar o crescimento agregado das economias.

Certos atributos indissociáveis das MPMEs impõem barreiras para a obtenção de crédito, como a ausência de *tracking*, ou a inexistência de histórico da empresa, falta de ativos para utilizar de colateral e a maior sensibilidade às fases do ciclo econômico. O alto grau de informalidade das MPMEs também é uma característica de destaque destas firmas. Seu acesso ao sistema bancário é mais restrito, tornando-as mais dependentes de seus próprios recursos, de empréstimos de contatos pessoais do proprietário ou outras fontes informais. Após análise com dados de diversos países, o Banco Mundial (WORLD BANK, 2012, p. 3) conclui que a

⁶ (OECD, 2019, p. 13) Strengthening SMEs and Entrepreneurship for Productivity and Inclusive Growth: OECD 2018 Ministerial Conference on SMEs, OECD Studies on SMEs and Entrepreneurship, OECD Publishing, Paris

⁷ (NETTO, VITURINO, *et al.*, 2021)

⁸ (WORLD BANK)

⁹ (OECD, 2021, p. 12-14).

probabilidade de restrição de crédito é inversamente proporcional ao tamanho da firma e MPMEs tomam mais recursos de fontes informais em relação às formais.

A dificuldade de avaliação do risco do tomador é exacerbada pela inexistência de um histórico de crédito, de resultados e de capacidade do gestor, que, em geral, não dispõe de conhecimento prévio para liderar uma empresa— o que pode, inclusive, contribuir para escolhas inadequadas de financiamento e para a assunção de posições financeiras mais frágeis. Como vimos, os riscos e as eventuais assimetrias de informação são compensados pelos bancos com a exigência de garantias e margens de segurança. Portanto, no caso das MPMEs, essas margens são significativamente superiores àquelas cobradas para empresas maiores, justificando maiores *spreads* e taxas de juros, ou mesmo o racionamento de crédito. Assim, uma vez que as MPMEs, em geral, não dispõem de colateral adequado ou recursos para arcar com os custos dos empréstimos, muitos projetos são inviabilizados.

O amadurecimento e a concretização do potencial das MPMEs são subordinados a sua capacidade de financiamento. A obtenção de empréstimos em volume considerável e em modalidades adequadas é considerada um desafio¹⁰. Financiamentos de pessoas jurídicas, seja para investimento produtivo ou para capital de giro, requerem valores superiores àqueles disponíveis as pessoas físicas. Ademais, momentos de crise impactam o fluxo de caixa das empresas menores de forma mais intensa, devido à alta sensibilidade às condições de mercado, e, somado à menor disponibilidade de recursos próprios, torna a demanda para crédito para pagamento de despesas correntes – como a folha salarial – ainda mais necessário.

O prazo e modalidade do investimento de empresas menores também precisam ser conciliados às suas necessidades. A demora para a compatibilização entre os passivos dos empréstimos e a quase-renda dos ativos, além da maior dependência das MPMEs ao momento do ciclo econômico, justifica a necessidade de operações de prazos mais alargados¹¹. A percepção de risco das instituições financeiras se altera conforme a flexibilidade das condições impostas, de modo que, quanto menos controle é imposto sobre o uso dos recursos do empréstimo e maiores os prazos para recebimento dos pagamentos, mais cara se torna a operação. Dessa forma, não é surpreendente que, por conta dos custos de crédito, restrição de

¹⁰ (OECD, 2019, p. 15), *Strengthening SMEs and Entrepreneurship for Productivity and Inclusive Growth: OECD 2018 Ministerial Conference on SMEs, OECD Studies on SMEs and Entrepreneurship*, OECD Publishing, Paris.

¹¹ Contudo, não tão alargados quanto o de grandes projetos ou plantas de investimento conduzidos por empresas de grande porte.

oferta, ou da inexperiência do gestor em coincidir suas necessidades e capacidades, o segmento possui um alto percentual de empréstimos tomados modalidades inadequadas¹².

Como já destacado, a alta sensibilidade ao ciclo econômico é característico das MPMEs, refletindo em uma demanda por crédito extremamente sensível à períodos de recessão. Seja pela escala de minimização de custos ainda não ter sido atingida, baixa produtividade frente as grandes empresas, menor poder de mercado e outras restrições internas, MPMEs são menos resilientes às recessões, reduzindo sua disposição em investir ou conduzindo-as à um processo de falência.

Em especial, parte importante da tomada de recursos pelas MPME, principalmente em recessões – como será visto adiante no caso brasileiro – é destinada para a manutenção de capital de giro. Tendo em vista a baixa capacidade de acumulação de reservas e uma geração de caixa mais volátil, as empresas de menor porte tem maior necessidade de recorrer a essas linhas de crédito, que possuem prazos menores. Entretanto, isso pode vir a colocá-las em uma posição de fragilidade ainda maior, uma vez que criam-se passivos no balanço e fluxos de despesas os quais dificilmente terão correspondência no fluxo de renda num contexto recessivo.

É nos empréstimos para MPMEs que bancos conseguem realizar as operações de maior lucratividade (BCB, 2019, p. 9)¹³. Espera-se a prevalência de maus pagadores desse grupo, quando comparado com empresas maiores, tendo em vista a quantidade de firmas e seu grau de fragilidade maior. Junto a isso, a falta de informações acerca dessas empresas e o maior risco moral justificam a posição de instituições bancárias em exigir maiores margens de segurança para provisão. O Sebrae¹⁴ destaca a seleção adversa como um dos problemas que pequenas empresas enfrentam no mercado de crédito brasileiro. A dependência de crédito bancário, uma vez que essas firmas possuem menos acesso a vias alternativas de financiamento, aliado ao poder de negociação reduzido, também permite que bancos ofertem a preços mais altos.

Como resultado, o custo de crédito para MPMEs mostra-se significativamente acima daquele praticado para empresas maiores. Uma vez que a análise de risco de bancos e o fluxo de caixa dessas firmas é altamente sensível ao ciclo econômico, espera-se que a dinâmica do crédito no segmento seja mais volátil. A decisão de oferta de crédito para MPMEs é uma decisão de portfólio, tomada por bancos, orientada pela lucratividade. A redução dos juros se torna o

¹² (NETTO, VITURINO, *et al.*, 2021)

¹³ (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019)

¹⁴ (SEBRAE, 2020, p. 63)

motor principal para a destinação dos recursos bancários com propósito de financiamentos para este segmento. Cenários de expansão econômica, no qual a aversão ao risco e a taxa de juros se encontram reduzidas, assim como o sucesso de investimentos torna-se mais provável, a oferta de crédito às MPMEs se encontra mais barata e em maior volume.

A atuação do governo também se torna uma importante fonte de estímulo para instituições financeiras ofertarem crédito para firmas menores. O BIS¹⁵ aponta que assimetria de informação, diversificação de risco e brechas regulatórias como falhas de mercados as quais governos conseguem mitigar ao estimular crédito às MPMEs, mesmo fora de contexto de crises. Nota-se como programas de crédito direcionado¹⁶ cumprem um papel de redistribuição de crédito entre os agentes, mesmo em correntes teóricas mais ortodoxas.

Não obstante, em períodos recessivos, espera-se a adoção de uma postura do crédito bancário mais defensiva, reorientando seu portfólio para operações mais seguras e de maior liquidez. O fluxo de novas concessões para MPMEs contrai-se por conta do encarecimento do crédito ou recusa em ofertar a um número crescente de empresas. A preferência pela liquidez bancária também atua de modo a encurtar prazos do financiamento, tornando-os inadequados às necessidades de firmas menores.

2.3 SÍNTESE DO CAPÍTULO

Para a teoria pós-keynesiana as condições de mercado, correntes e futuras, afetam tanto a oferta, quanto a demanda por crédito. Momentos de estabilidade e crescimento reduzem o custo de oportunidade dos bancos em relação à taxa de juros e um ambiente de euforia aumenta o apetite ao risco dos bancos, levando a busca por opções mais rentáveis e arriscadas. Objetivamente, as empresas também têm maior possibilidade de sobrevivência, já que fases de prosperidade trazem consigo um período em que “a maré eleva todos os barcos”. Instigadas por

¹⁵ (BAUDINO, 2020, p. 4)

¹⁶ O mercado de crédito divide-se em duas grandes categorias: livre e direcionado. A forma livre não é firmada mediante o cumprimento por parte dos agentes envolvidos de exigências determinadas pela regulação e por critérios de direcionamento do setor público, respondendo pela maior parte dos recursos ofertados. O crédito direcionado, por sua vez, faz parte dos instrumentos de política econômica do governo, que o definem por meio de programas específicos para cumprir algum objetivo. Esse crédito vem acompanhado de contrapartidas aos envolvidos, mas conta com benefícios aos ofertantes e custo reduzido aos tomadores. As medidas de crédito direcionadas colocam mais um elemento na composição dos custos do crédito. Enquanto as contrapartidas retiram dos ofertantes o controle completo do contrato de concessão, os benefícios podem atuar de forma contrária, barateando o crédito. Da perspectiva do ofertante, benefícios fiscais aumentam a rentabilidade das operações, sistemas de garantias reduzem os riscos e a necessidade de provisão de maus pagadores e a participação de recursos públicos na operação reduzem a exposição ao risco pelos agentes privados.

aumentos disseminados na renda, empresas procuram investir na expectativa de obter maiores retornos.

Já a desaceleração da economia afasta o setor bancário de operações arriscadas, elevando a percepção de risco e os levando em direção a preferência por ativos líquidos, seguros, o que tem importante impacto na oferta de modalidades de crédito. Segundo os fatos estilizados apontados pela literatura, as MPMEs que realizaram investimentos, em geral, não possuem de recursos próprios para mantê-los até a geração de retorno, continuar suas operações ou até realizar o pagamento de juros de compromissos passados, gerando crescentes demandas de crédito para manutenção do capital de giro ou refinanciamento. A incerteza em torno da permanência futura das MPMEs, acrescida de uma atitude conservadora por parte dos bancos, leva o crédito, em momentos de crise, a custos proibitivos ou mesmo ao racionamento de empréstimos.

Em outras palavras, como característica geral, as MPMEs demandantes de crédito se encontram em posições especulativas, onde a relação de ativos e passivos é mais estreita e sua sobrevivência mais incerta. É razoável supor que essa categoria de empreendimentos não dispõe de capital acumulado prévio e seu fluxo de caixa de curto e médio prazo é, sozinho, incapaz de sustentá-las em momentos de choques em sua demanda ou em sua expansão. Posto isso, bancos exigem maiores margens de segurança e garantias, restringindo o crédito e sua oferta, o que, por sua vez, aumenta a fragilidade das MPMEs tomadoras. Portanto, a própria dinâmica desse sistema acaba se colocando em posição antagonista à sobrevivência de empresas de menor porte, as quais, além de estarem sujeitas a flutuações de mercado na demanda de sua produção, também estão expostas as variações no custo do crédito.

A importância econômica, em números absolutos e em valores, das MPMEs torna uma atuação ativa do Estado essencial para o funcionamento econômico, seu desenvolvimento e manutenção do emprego. Momentos de crise exigem intervenções mais assertivas, incisivas e direcionadas a preservação dessa categoria de empreendimento e que, em última análise, permitam acesso maior ao crédito, prazos e períodos de carência estendidos e modalidades adequadas. Níveis altos de unidades em maior situação de fragilidade financeira precipitam crises econômicas ao elevar a instabilidade geral do sistema, proporcional à presença de agentes em posições especulativas e *Ponzi*. A incapacidade dos agentes de arcar com as dívidas pode levar, ao fim e ao cabo, a uma deflação de preços dos ativos, caracterizando um período de recessão financeira.

O funcionamento da economia mundial nas últimas décadas parece corroborar a teoria minskyana e da importância da atuação estatal para redução de fases recessivas. Os próximos capítulos irão dedicar-se à análise de como o mercado de crédito à MPMEs no Brasil se comportou durante a pandemia de covid-19, utilizando este ferramental teórico para compreender a realidade.

3 A PANDEMIA DA COVID-19, O MERCADO DE CRÉDITO NO BRASIL

À luz da teoria abordada anteriormente, este capítulo irá particularizar os elementos no contexto brasileiro, além de apresentar o contexto o qual a economia se encontrava antes de 2019 e as especificidades da pandemia da COVID-19.

Como será exposto adiante, diferenças importantes no mercado de crédito, entre a expectativa teórica e a realidade, foram verificadas, que só poderiam ser explicadas pela atuação do governo do Brasil.

A análise desta seção abarca uma breve discussão geral sobre o momento entre o imediato após a crise de 2008 e o ano pré-pandemia, seguida de uma diferenciação entre recessões anteriores e aquela causada pela doença. A caracterização de MPMEs brasileiras dará continuidade ao capítulo, que será encerrado com um resumo das ações do governo, em 2020, para garantir liquidez no mercado monetário e de crédito.

3.1 CONTEXTUALIZAÇÃO: UM PANORAMA DO CRÉDITO NO BRASIL PRÉ-PANDEMIA

O Brasil entrou na década de 2010 com os efeitos da crise financeira de 2008-2009 sendo superados e a economia mantendo certo ritmo de crescimento até 2014. A partir de então, uma série de fatores, internos e externos, colocam o Brasil em um quadro de recessão seguido por estagnação, inclusive, com alguns autores discutindo se seria válido caracterizar este período como uma depressão (SICSU, 2019). Para além da recessão, o choque inflacionário de 2015 levou o Banco Central do Brasil (BCB) a colocar a taxa de juros em 14,25% a.a. e mantê-la em patamares elevados durante um tempo considerável.

O ano de 2016 se configura como o ápice da recessão no mercado de crédito. A virada da política monetária só foi iniciada no final deste ano. Por conta da defasagem natural, que, no mercado de crédito, deriva principalmente do descasamento entre os prazos de compromissos pré-fixados e a realização de novos contratos, a queda da taxa Selic só começou a apresentar

efeitos visíveis a partir do final de 2017. Nos anos seguintes, de 2018 e 2019, a economia se encontrava estagnada, ainda que com uma leve tendência de melhora.

O BCB (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018, p. 8) reporta que, com o arrefecimento da inflação, a ancoragem das expectativas e a redução das taxas de juros, esperava-se uma redução constante no custo de crédito, com uma queda de até 7 p.p para empresas. Nesse contexto, o saldo das carteiras de crédito cresceu em relação ao ano anterior, com destaque para a evolução do crédito para microempresas (35,2%), pequenas empresas (13,7%) e empresas médias (1,8%), enquanto aquelas de grande porte caíram (4,4%). A explicação dada é que a melhora na percepção do risco estimulou bancos a alterar a composição de carteira para focar em clientes mais rentáveis (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019, p. 121).

O Brasil conta com alguns traços gerais que caracterizam o sistema bancário com nível relevante de concentração¹⁷¹⁸¹⁹ e lucros elevados. A elevada taxa de juros praticada pelo governo brasileiro ajuda a explicar boa parte da lucratividade das instituições financeiras, uma vez que, como destacam Martins et al. (2021, p. 5)²⁰: “uma das principais fontes de receitas dessas instituições são os juros cobrados nos créditos que oferta e os ganhos de tesouraria, [...] ativos cuja rentabilidade está, de alguma forma, associada ao comportamento da taxa Selic.”. Porém, os autores também argumentam que os principais bancos brasileiros são adaptáveis e hábeis em compor sua carteira de ativos, permitindo-os sustentar taxas de lucros altas mesmo em momentos desfavoráveis. Como resultado, o crédito bancário predominante, durante os anos de crise no Brasil, foi aquele destinado para pessoas físicas – cujas taxas de retorno são maiores –, enquanto houve um encolhimento do crédito às empresas, em linha com o explicado acima. É importante ressaltar, também, que operações de crédito envolvendo pessoas jurídicas da categoria de MPMEs são mais lucrativas, contanto com *spreads* maiores que aquelas para grandes empresas, mas também envolvendo maiores incertezas e riscos, como explicitado no capítulo anterior.

Tais fatores aliam-se para criar um cenário de financiamento a custos elevados e insegurança ao investimento produtivo, especialmente no caso das MPMEs. O custo

¹⁷ (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2017)

¹⁸<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2022/05/trouxas-para-guedes-correntistas-de-bancos-seguem-em-mercado-concentrado.shtml>

¹⁹O Relatório de Economia Bancária 2019, de autoria do BCB, destaca ainda que a redução da concentração, que ocorreu entre 2017 e 2019, deve-se, em medida considerável, à redução da participação dos bancos públicos federais.

²⁰ (MARTINS, SARNO, *et al.*, 2021)

permaneceu alto e as necessidades de pequenos empresários durante a crise não foram atendidas de forma adequada. Dessa forma, o cenário geral histórico da dinâmica do endividamento no país reflete condições em que o crédito deixa de ser uma ferramenta viabilizadora do investimento produtivo para se tornar um elemento fragilizador na economia no período pré-pandemia.

Vale destacar que o modelo de política financeira passou por transformações constantes durante todo período. Como demonstra Paula e Alves Júnior (DE PAULA e ALVES JÚNIOR, 2019), para amortecer os efeitos da crise financeira de 2008, o governo adotou medidas anticíclicas, dentre elas a promoção de crédito direcionado, operacionalizado através dos bancos públicos. Essa escolha de política pública mais ativa foi, em parte, uma tentativa de combater o empocamento de liquidez por parte dos bancos privados. Do ano seguinte até 2015, os bancos públicos mantiveram-se expandindo fortemente o ritmo de suas concessões, enquanto agentes privados estagnaram sua oferta de crédito desde 2012. Ainda em 2015, a recessão brasileira levou a uma contração geral do crédito bancário, pelo lado da oferta e demanda.

As abordagens do setor público, entre 2008-15 e 2016-21, são, essencialmente, antagônicas. Na primeira, a política anticíclica foi fundamentada na participação mais ativa, preponderante e de longa duração dos bancos públicos no mercado de crédito. Martins et al. (2020c)²¹, ao se referir à segunda abordagem, identifica que o setor bancário público toma posição secundária ao privado, e políticas anticíclicas são elaboradas com objetivo de estímulo a essas instituições financeiras privadas, como provedoras primárias de financiamento²².

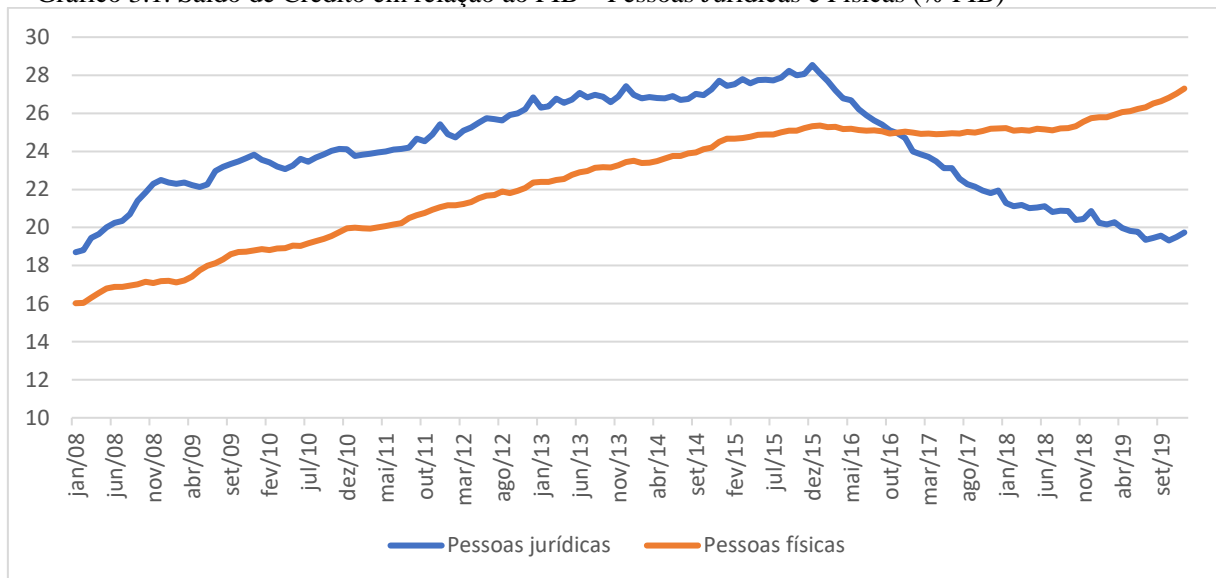
O gráfico 3.1, abaixo, sumariza como evoluiu o saldo de crédito durante o período. Após a crise de 2008, o governo apostou em medidas contracíclicas, que reduziram o impacto da recessão no país e conseguiram manter a oferta de crédito e a demanda por crédito. O saldo da carteira de pessoas físicas e jurídicas permaneceu em ascensão até o início de 2016, quando o crédito para empresas sofreu com um declínio acentuado nos anos seguintes. O crédito a pessoas jurídicas foi mais afetado por conta dos prazos e volumes maiores das operações, quando comparadas àquelas as pessoas físicas, que as tornam mais ariscadas aos bancos.

²¹ (MARTINS, TORRES e MACAHYBA, 2020a)

²² A partir de 2016, bancos privados tomaram lugar dos bancos públicos no mercado de crédito. Em especial e a título de exemplo, verifica-se uma perda do papel e capacidade de atuação contracíclica do BNDES. Martins (MARTINS, TORRES e MACAHYBA, 2020b) argumenta que a indexação de financiamentos dessa instituição a taxa de longo prazo (TLP), no início de 2018, impediu que a demanda por recursos de longo prazo fosse direcionada a essa instituição. A TLP, apesar de guardar relação com a Selic, pode distanciar-se desta por grandes períodos, além de ser mais volátil. Como resultado, as operações de crédito envolvendo o BNDES tornaram-se mais caras após essa medida.

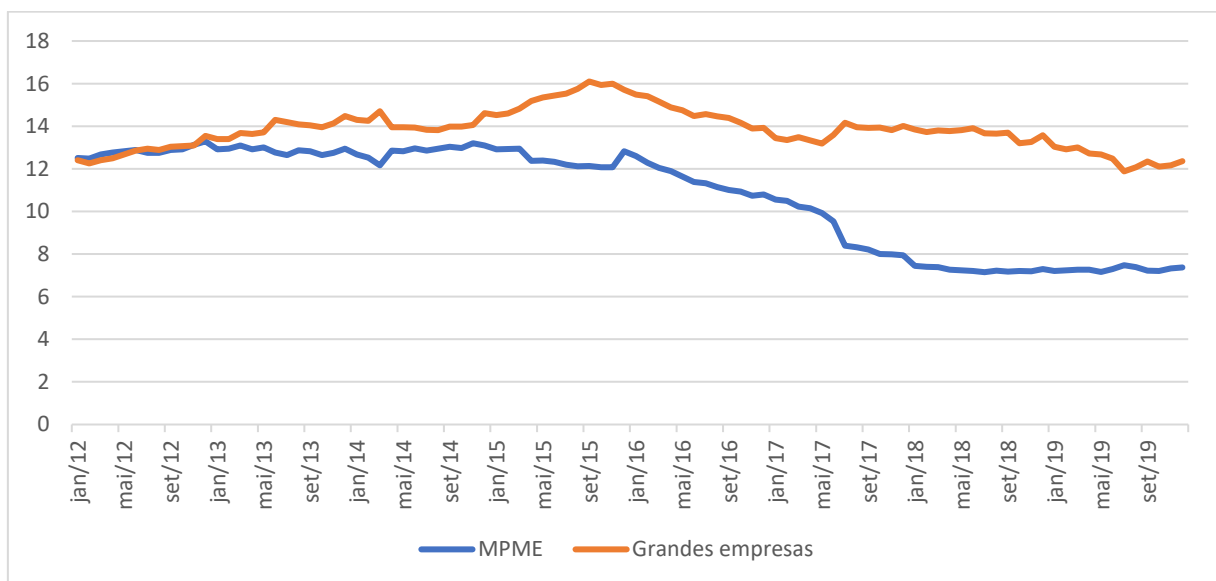
O gráfico 3.2 ilustra bem como a mudança da atitude das instituições financeiras em relação ao risco. A partir de 2013, o saldo de crédito às MPMEs descola-se do saldo às grandes empresas, ainda que pouco, indicando uma alteração na percepção de risco dos bancos. Com o início da recessão de 2015, essa diferença alarga-se e a restrição de crédito às empresas menores acontece antes, e com mais intensidade, que para grandes empresas. A redução da atuação dos bancos públicos ajuda a explicar o crescimento do *gap* entre portes de pessoas jurídicas, tendo em vista que reduz o volume de crédito direcionado, e, portanto, a distribuição de recursos.

Gráfico 3.1. Saldo de Crédito em relação ao PIB – Pessoas Jurídicas e Físicas (% PIB)



Fonte: BCB.

Gráfico 3.2. Saldo de Crédito em relação ao PIB – Pessoas Jurídicas por Porte (% PIB)



Fonte: Dados BCB, elaboração própria

3.2 A CRISE DA COVID-19 E SUAS ESPECIFICIDADES

A crise da covid-19 e seus efeitos econômicos foi algo diferente de todo o conjunto de experiências de choques recentes. Nunca havia se materializado uma crise sanitária no sistema econômico complexo que nos inserimos. Houve importantes divergências entre expectativas e a realidade, com uma elevação geral da incerteza. Destaca-se, de início, a imprevisibilidade dos acontecimentos. Em geral, a formação das expectativas dos agentes tem base em acontecimentos prévios e crises passadas, mesmo que diferentes umas das outras, tinham elementos em comum. Após a Covid-19 mostrar-se contagiosa e letal, os agentes não conseguiram responder ou se prevenir a tempo de evitar sua transmissão pelo mundo, criando a necessidade de medidas de afastamento social.

A natureza sanitária da crise foi fundamental para criar o ambiente recessivo diferente de qualquer choque anterior. A luta contra a doença demandou medidas de paralisação econômica e restrição à mobilidade para evitar perdas de vidas, ao mesmo tempo que Estados lançaram mão, tempestivamente, de expansão fiscal e monetária para reduzir os impactos na renda. Esse contraste gera importantes questões entre os preceitos teóricos apresentados e os acontecimentos vivenciados.

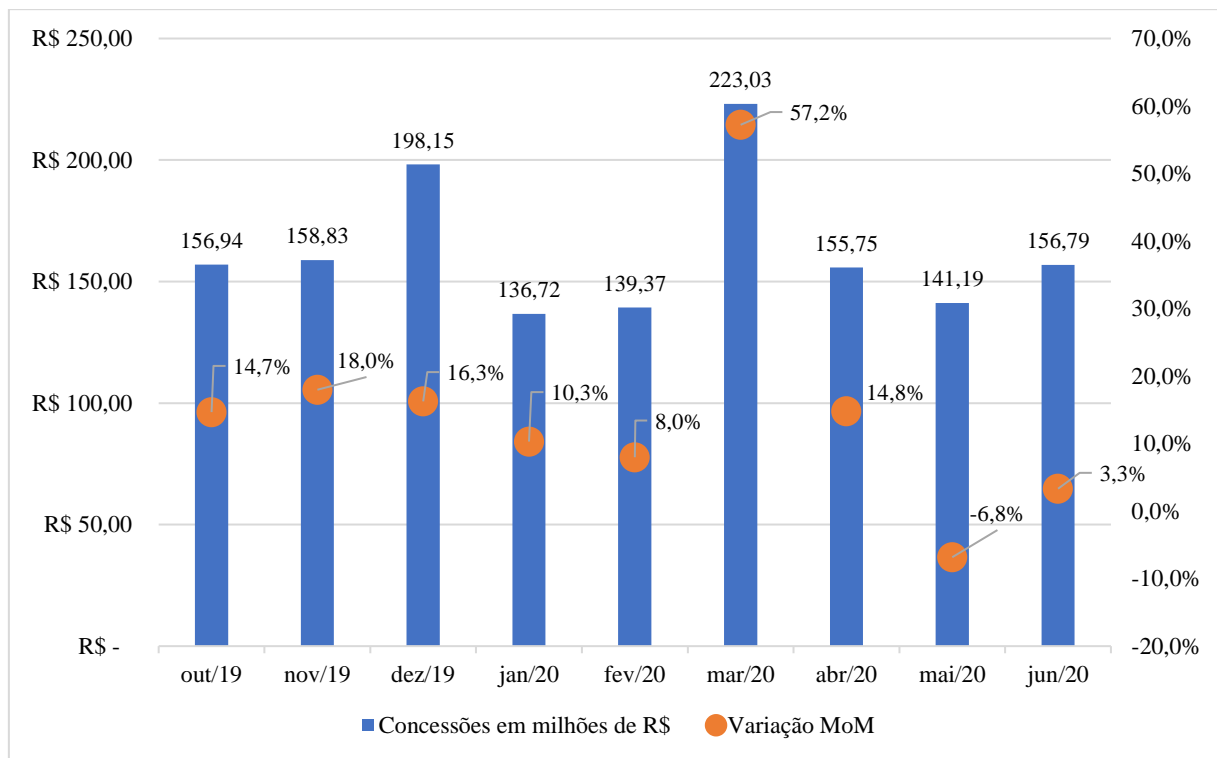
Em relação às empresas, estas sofreram uma redução inesperada e aguda de suas entradas de caixa, como consequência das medidas de restrição sanitária. Mesmo aquelas com reservas de emergência, buscaram financiamento para a manutenção do seu funcionamento face à incerteza em relação à intensidade e duração da pandemia. As características do segmento das MPMEs intensificaram esse movimento, uma vez que tipicamente já partem de uma situação financeira mais frágil. Um estudo do Banco Central²³, feito com base em dados da pesquisa “Pulso empresa” do IBGE, confirma que fechamentos, permanentes ou temporários, foram mais comuns em negócios de pequeno porte.

De um lado, esperava-se um aumento da demanda por crédito de capital de giro para fazer frente às necessidades impostas pela pandemia. De outro, a inviabilização de alguns negócios fez com que a demanda por crédito de investimento sofresse uma redução, principalmente no segmento das MPMEs. A origem não econômica da crise criou expectativa de que o fluxo de caixa seria restabelecido, tão logo que as medidas de restrição fossem removidas, e considerava-se ainda que teriam pouca duração. Esse fenômeno pode ter estimulado MPMEs a fecharem temporariamente ou tomar crédito, esperando que as receitas retornariam ainda no curto prazo.

²³ (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020)

Ao mesmo tempo, a incerteza crescente elevou a percepção de risco dos agentes financeiros, em teoria, atuando contra a oferta de crédito. A paralisia econômica retirou qualquer perspectiva otimista sobre a capacidade de pagamento dos mutuários, com o risco de insucesso de projetos de empresas tornando-se cada vez maior, assim como uma fragilização crescente delas. A narrativa, até esse ponto levaria a crer, com base nos preceitos teóricos, que o mercado de crédito sofreria com uma grande contração em 2020, tanto na oferta, quanto na demanda. Não obstante, o comportamento pró-cíclico do crédito para pessoas jurídicas não ocorreu, como demonstra o Gráfico 3.3.

Gráfico 3.3. Concessões de crédito à pessoas jurídicas (em R\$ bilhões)



Fonte: BCB

Na prática, parte da demanda por liquidez das empresas foi atendida pelas instituições financeiras, especialmente no mês de março de 2020, no qual o isolamento trouxe um choque de grandes proporções à economia. Com a forte instabilidade nos mercados de capitais, refletidas na fuga de capitais estrangeiros e na desvalorização dos preços dos ativos em reais (MARTINS, TORRES e MACAHYBA, 2020a), as empresas de maior porte recorreram com sucesso aos empréstimos bancários. O crescimento das concessões às pessoas jurídicas apresentou um extraordinário crescimento de 57,2% na comparação entre março e fevereiro de 2020, refletindo a estratégia de gestão de caixa das grandes empresas.

Por outro lado, esse mesmo comportamento não se verificou no caso das MPMEs. O indicador mensal de saldo de operações em relação ao PIB manteve-se praticamente estagnado no mesmo período, saindo de 7,3% para 7,4%. No caso das concessões, cujos dados disponíveis são apenas trimestrais, a queda foi de 11,1% no comparativo entre o primeiro trimestre de 2020 e o último trimestre de 2019. Com isso, num primeiro momento, reforçou-se a heterogeneidade no mercado de crédito às empresas: as grandes acessaram a liquidez diante dos melhores riscos que ofereciam aos bancos, enquanto as MPMEs viam secar os empréstimos, seus fluxos de caixa e suas condições de sobrevivência.

A atuação do governo, porém, foi fundamental para amortecer os choques da pandemia. No que tange ao crédito, a expansão massiva da liquidez promovida pelo BCB foi capaz de conter a retração do mercado, como ficará evidente adiante. Um elemento a ser destacado é que, diferente de recessões passadas, houve uma expectativa de retorno à normalidade por parte dos agentes, na qual, uma vez que a mobilidade fosse restaurada, o fluxo de caixa retornaria em sequência. Ainda assim, no caso das MPMEs, a perspectiva de que essas empresas fechassem as portas gerou também uma resposta aguda do governo por meio dos programas de garantia.

3.3 INTERLÚDIO: IDENTIFICANDO AS MPMEs NO BRASIL

O conceito de MPMEs pode variar dependendo do critério utilizado, mas é comum que sejam empreendimentos privados segmentados por número de funcionários ou receita anual. Quando a definição é por número de empregados, como em alguns dados do IBGE, costuma-se desagregar por atividade econômica, considerando as seguintes faixas: para indústria, empresas com até 19 empregados são consideradas microempresas; pequenas empresas dispõem de 20 a 99 empregados; e médias empresas possuem entre 100 a 499 empregados; no caso de comércio e serviços, os limites por categoria são até 9 empregados, de 10 a 49 empregados e de 50 a 99 empregados, respectivamente.

Já o BCB e o BNDES²⁴ seguem o critério de receita operacional bruta consolidada anual: microempresas faturam até R\$ 360 mil; pequenas empresas entre R\$ 360 mil e R\$ 4,8 milhões e empresas médias de R\$ 4,8 até R\$ 300 milhões – com a restrição adicional do limiar de R\$ 240 milhões em ativos para classificação como MPME²⁵. O Sebrae²⁶ alterna entre classificações

²⁴ (BNDES) <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/porte-de-empresa>

²⁵ Os dados do BCB e Sebrae utilizados nesta monografia consideram os critérios de faturamento como referência.

²⁶ (SEBRAE, 2013, p. 17)

dependendo da publicação e fonte de dados. É importante destacar também que microempreendedores individuais (MEIs) não são considerados dentro do grupo das MPMEs²⁷.

Tabela 3.1. Classificação das MPMEs no Brasil

	Receita operacional	Número de funcionários (Indústria e Construção)	Número de funcionários (Comércio e Serviços)
Micro	Até R\$ 360 Mil	Até 19	Até 9
Pequenas	R\$ 360 Mil e R\$ 4,8 Milhões	20 até 99	10 até 49
Médias	R\$ 4,8 Milhões até R\$ 300 Milhões	100 até 499	50 até 99

Fonte: IBGE, BNDES

É evidente a existência de uma grande heterogeneidade entre as MPMEs. Utilizando como base o critério de receita, a diferença entre as empresas pequenas pode ser em torno de 13 vezes, enquanto dentro das médias esse valor pode chegar a 62,5. BID e ABDE²⁸ (NETTO, VITURINO, *et al.*, 2021) destacam que a heterogeneidade intrasetorial é um fator para as diferentes formas de classificação, tendo em vista, que as MPMEs podem exercer das atividades mais complexas até as mais simples, com diferentes níveis de formalidade. Essa desigualdade, somada à dificuldade de coleta e obtenção de dados à medida que aumenta o grau de informalidade, pode gerar imprecisão nas análises.

Pode-se generalizar, que a expressão das características usuais que definem as MPMEs é inversamente proporcional ao seu tamanho, uma vez que as maiores empresas operam de modo mais formal que menores. O crescimento e a escala são seguidos pela complexificação da operação, que requer um controle maior e a profissionalização dos gestores, um aumento de burocracia e dos compromissos fiscais da empresa, entre outros. Como resultado, o leque de informação disponível aos bancos é ampliado, assim como a confiança na capacidade de gestão de recursos, reduzindo as assimetrias informacionais.

ABDE e BID²⁹ destacam o papel das MPMEs na economia brasileira, deixando claro seu potencial: em 2018, representavam 99,5% das empresas do país, 58% dos postos de trabalho e

²⁷(SEBRAE, 2022)<https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/artigos/entenda-as-diferencas-entre-microempresa-pequena-empresa-e-mei,03f5438af1c92410VgnVCM100000b272010aRCRD>

²⁸ (NETTO, VITURINO, *et al.*, 2021)

²⁹ idem

44,3% da massa salarial³⁰. O relatório evidencia também a distribuição regional e setorial desigual entre o segmento, concentrado no sul e sudeste, principalmente no comércio varejista. Ainda quanto a heterogeneidade da categoria, uma notícia do Sebrae³¹ serve para destacar a heterogeneidade entre MPMEs: em 2021, 78% dos novos empregos foram gerados por micro e pequenas empresas, com a ressalva que médias e grandes reduziram a quantidade de posto de trabalho.

Em sequência, ressalta-se as grandes dificuldades dessas empresas para crescimento da produtividade e suportar o baixo dinamismo da economia brasileira. Estudos da OCDE³² colocam o Brasil, dentre os países considerados, como o menos produtivo, enquanto a ABDE acrescenta, que frente às grandes empresas, as MPMEs brasileiras são, geralmente, piores nesse aspecto, especialmente, porque são mais intensivas em trabalho. A concentração desse segmento em áreas de menor produtividade, como comércio varejista, expressa esse fenômeno. O ambiente de instabilidade econômica brasileira, que já alcançou quase uma década de duração, se torna um agravante, uma vez que não estimula confiança em projetos de investimentos e se torna um elemento de fragilidade perene no caixa das empresas.

É a partir desse contexto que se pode compreender as medidas adotadas pelo governo brasileiro diante da pandemia de covid-19: enquanto o acesso à crédito minguava ou era negado, comprometendo ainda mais a gestão do fluxo de caixa das MPMEs, o segmento via empresas fechando portas e postos de trabalho. A resposta das autoridades ocorreu tanto em nível macroeconômico, quanto no tratamento do problema do crédito no nível do segmento, como será analisado na próxima seção.

3.4 AS POLÍTICAS ECONÔMICAS E CREDITÍCIAS NA PANDEMIA

Como destacado acima, a pandemia configurou um cenário anormal, no qual o crédito passou a ter um peso ainda maior para a preservação de renda e emprego da população enquanto a crise não fosse superada. Se torna difícil definir um marco preciso para avaliar os efeitos econômicos da pandemia. As medidas de restrição à mobilidade foram adotadas em março no Brasil, ainda que diversos países europeus, como a Itália, já estivessem sendo arrasados pela doença, com a superlotação de hospitais desde janeiro. Por conta disso, agentes mais avessos

³⁰ Considerando-se empresas com até 249 funcionários

³¹<https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/ufs/ma/noticias/mpes-geram-cerca-de-oito-a-cada-dez-novos-empregos-criados-em-2021,1e1fc0f4415ce710VgnVCM100000d701210aRCRD>

³²(OECD, 2021) <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/54337c24-en/index.html?itemId=/content/component/54337c24-en>

ao risco já poderiam estar se preparando para o choque na virada de 2019 para 2020, recompondo seus portfólios de crédito e/ou financiamentos para conseguir maior solidez. Tendo em vista que dificilmente as MPMEs tenham se antecipado nesse sentido, pode-se considerar que, para esta análise específica, considere-se março de 2020 como o divisor de águas, onde os números permitem definir claramente um “antes e depois”.

A hipótese da fragilidade de Minsky permite expor como a doença se torna um elemento mais desestabilizador que crises usuais. A pandemia atuou como um choque muito forte e inesperado, alterando rapidamente a percepção dos agentes. Os credores se tornaram, quase imediatamente, extremamente avessos ao risco e o crédito às MPMEs se tornou restrito. Ao mesmo tempo, a retração da renda elevou a demanda das MPMEs por financiamento para conseguir levar a frente os projetos em andamento ou se manter operando.

3.4.1 Medidas gerais de Liquidez

O BCB adotou diversas medidas clássicas para manutenção da saúde e liquidez do sistema financeiro como um todo. Apesar de já se encontrar em um período anterior de relativo estímulo monetário, com a taxa Selic até então em seu ponto mais baixo do século XXI (4,5% a.a.), o BCB acompanhou a tendência mundial de cortes das taxas de juros. Após o risco pandêmico se mostrar inevitável, reduções sucessivas levaram a taxa Selic para 2% a.a. em agosto de 2020 – patamar que se manteve até março de 2021, quando as expectativas inflacionárias começaram a se deteriorar.

Outro instrumento utilizado foi a redução do recolhimento compulsório bancário. Historicamente, essa é uma medida amplamente utilizada em meio a crises como fonte de liquidez aos agentes. Foi largamente utilizado durante a crise de 2008 e, quando verificado o empocamento da liquidez, contrapartidas apropriadas foram definidas, condicionando a redução dos compulsórios à aquisição de ativos ou ao direcionamento de recursos às instituições menores.

Algumas outras medidas gerais de crédito podem ser verificadas. A liberação de captações de depósitos a prazo com garantia especial por instituições financeiras, utilizado em sua primeira versão para abrandar a crise de 2008, mas ampliado em uma segunda e com proteção do fundo garantidor de crédito. Títulos privados (debêntures, notas comerciais e outras operações de crédito) foram autorizadas a uso pelas instituições como garantias de empréstimos do BCB a elas, poder antes restrito aos títulos públicos. Essa alteração foi uma estratégia do

BCB para expandir a liquidez e o mercado de dívida privada, ao mesmo tempo que reduz o público, funcionando com base da Linha Temporária Especial de Liquidez com Letras Financeiras Garantidas (LTEL-LGI). Também pode-se destacar a redução no requerimento de capital para operações de crédito, principalmente para empresas menores, além da possibilidade de a classificação dessas operações poder ser realizada com base nos valores apresentados em fevereiro. Por fim, o BNDES criou possibilidade da suspensão temporária de pagamentos de amortizações, conhecido como *Standstill*, para diversos setores³³.

As resoluções nº 4782 e 4783 também foram importantes para o mercado de crédito, ainda que de modo geral e não específico. A primeira dispensa, por 6 meses, novas classificações de ativos problemáticos, aqueles os quais instituições financeiras acreditam que o mutuário não tem capacidade de liquidar integralmente, para todas as operações sujeitas a renegociação. A segunda reduz o percentual do valor da parcela do adicional de conservação de capital principal, tendo como efeito final a liberação de recursos para oferta de crédito.

Tabela 3.2. Medidas de Combate à Crise da Covid-19 pelo BCB

Comparação das medidas contra crise	2008	2020
Liberação de Liquidez como % do PIB	3,5%	16,7%
Empréstimos com lastro em letras financeiras garantidas	-	R\$ 670 Bilhões
Novo Depósito à Prazo com Garantia Especial	R\$ 10 Bilhões	R\$ 200 Bilhões
Liberação de Capital como % do PIB	0%	16,4%
Criação de linhas de crédito especial para MPMEs	- (0% do PIB)	R\$ 40 Bilhões (0,5% do PIB)

Fonte: BCB, relatório economia bancária 2019

Do ponto de vista das MPMEs, porém, as medidas mais relevantes foram as de crédito direcionadas. Estas ajudaram a restabelecer parte dos empréstimos a essas empresas e, portanto, permitiram maior flexibilidade na gestão de seus fluxos de caixa.

3.4.2 Medidas direcionadas ao crédito: Pese

A atuação do governo para a manutenção da liquidez do sistema de crédito a empresas de menor porte, principalmente em torno da conservação de empregos, data de abril de 2020. Neste

³³ Para uma listagem dos casos: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/suspensao-de-pagamentos/suspensao-de-pagamentos-medida-emergencial>

momento iniciou-se o desenho de planos para a conservação da saúde financeira das MPMEs durante o ano, e, em certos casos, tornaram-se parte permanente do leque de programas do governo.

O Programa Emergencial de Suporte a Empregos (Pese) foi definido para destinar recursos ao pagamento da folha salarial, ou pendências trabalhistas, de empresas pequenas e médias³⁴. Entre abril e agosto, estabelecimentos de faturamento de 360 mil até 10 milhões que contratassem empréstimos teriam três anos para quitá-los, contando com seis meses de carência e taxas de juros atrativas de 3,75% a.a. Como contrapartida, o empréstimo estaria condicionado à preservação da proporção do total da folha salarial em níveis anteriores à criação da medida e por 60 dias após o último pagamento.

A contratação deste programa poderia ser feita em instituições privadas credenciadas, que originariam 15% dos recursos, enquanto os outros 85% seriam provenientes do BNDES, limitado ao pagamento de até dois salários e transferidos diretamente na conta bancária do funcionário. Para tanto, o Tesouro oficializou o repasse de R\$ 17 bilhões ao BNDES, que ficaria a cargo de liberar esses recursos às instituições financeiras participantes do programa.

O Pese, porém, foi marcado por uma baixa procura inicial, que pode ser explicada por uma série de fatores. A exigência da manutenção do emprego aos níveis anteriores da medida foi considerada um entrave, assim como valores estarem limitados a dois salários e diretamente depositados na conta do empregado, já que uma fração pequena das MPMEs utiliza o sistema bancário para pagamento³⁵. Posteriormente³⁶, foram flexibilizados diversos aspectos: o limite de faturamento para estar elegível ao financiamento passou de R\$ 10 milhões para R\$ 50 milhões, os recursos foram expandidos para pagamento de até quatro salários, foi removida a limitação da transferência direto em conta bancária do trabalhador e o nível inicial de emprego a ser mantido passou para aquele antes da contratação do empréstimo.

O potencial do programa estimado pelo governo era de atingir 1,5 milhões de empresas, preservar mais de 12 milhões de empregos e disponibilizar até R\$ 40 bilhões em recursos³⁷. Em abril, o programa começou com baixa adesão, apesar de saltos em maio e junho. A lentidão na adesão ocorreu, em parte por conta de regras muito rígidas iniciais, mas também por

³⁴ Medida Provisória nº 944, de 2020.

³⁵ (DE MENDONÇA, NAPPI e CUBERO, 2020, p. 7)

³⁶ Conversão na Lei nº 14.043, de 2020.

³⁷ <https://g1.globo.com/economia/noticia/2020/04/06/governo-regulamenta-programa-para-financiar-salarios-de-pequenas-e-medias-empresas.ghtml>

concorrência com outros programas do governo, como, por exemplo, a indenização salarial pela paralização decretada³⁸. O Pese ganhou mais força após a flexibilização e até o fim de sua vigência no dia 31 de outubro o BCB verificou os seguintes números: R\$ 8 bilhões emprestados, beneficiando cerca de 130 mil empresas e 2,6 milhões de empregados, com 84% dos recursos direcionados a estabelecimento com menos de 99 funcionários. Ou seja, um desempenho muito aquém do esperado inicialmente.

3.4.3 Medidas direcionadas ao crédito: Pronampe

O Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Pronampe) foi criado como um programa de garantia para fomentar a concessão de linhas de crédito destinadas a investimento ou capital de giro para empresas de micro e pequeno porte³⁹. Incluiu, além das categorias mencionadas no título, profissionais liberais, associações e outras sociedades privadas cooperativas. Os empréstimos podiam ser tomados ao custo da taxa Selic acrescida de 1,25%, com prazo de 36 meses, 8 meses de carência e volume limitado a 30% da receita bruta anual. A contrapartida foi mantida similar ao Pese, a qual obrigava empresas contratantes a manter o número de funcionários anterior à lei e por 60 dias após a última parcela do empréstimo, contudo com os recursos destinados às empresas. A vigência do programa deveria se encerrar em 2020, porém, no ano seguinte, o projeto foi retomado, com a promessa de um caráter mais permanente e com alterações anuais.

O funcionamento foi baseado no Fundo Garantidor de Operações (FGO), sob responsabilidade do Banco do Brasil, que desde 2009 opera em um sistema de cotas com participação do Tesouro e instituições privadas para cobertura de parte dos riscos de crédito, principalmente em relação àqueles direcionados às MPMEs. Empréstimos sob o Pronampe tem a restrição de integralização de cotas dos agentes privados removidas, assim como a cobertura foi ampliada para até 100% da operação, desde que não seja mais que 80% da carteira de crédito de um único agente. Dessa forma, as instituições financeiras utilizam recursos próprios, porém com redução de risco pela proteção à inadimplência assegurada pelos recursos aportados pelo Tesouro.

³⁸<https://veja.abril.com.br/economia/bolsonaro-prefeitos-e-governadores-devem-pagar-empregado-por-paralisacao/>

³⁹ Lei nº 13.999, de 2020.

O BCB⁴⁰ relata que, para o ano de 2020, mais de R\$ 37,5 bilhões em recursos do Tesouro foram utilizados em mais de 500 mil operações de crédito, beneficiando 468 mil empresas, segundo a Casa Civil. Em 2021, o valor das operações totalizou R\$ 25,8 bilhões, resultando em mais de R\$ 60 bilhões para os dois anos⁴¹.

3.4.4 Medidas direcionadas ao crédito: Peac-FGI e Peac-Maquinhas

O Programa Emergencial de Acesso a Crédito (Peac) foi criado como um conjunto de programas, baseados no Fundo Garantidor de Investimentos (FGI) gerido pelo BNDES (Peac-FGI)⁴² e nos recebíveis de máquinas de pagamento digital (Peac-Maquinhas)⁴³. Ambos foram criados com base em um sistema de garantia para dar acesso a crédito sem destinação específica. Assim como no caso do Pronampe, a participação dos fundos garantidores reduz o risco das operações, aumentando, indiretamente, a quantidade de recursos ofertados

O Peac – FGI foi desenhado pensado para auxiliar pequenas e, principalmente, médias empresas, na classificação do BNDES. Negócios de faturamento acima de R\$ 300 milhões foram integrados pela lei ao programa, mas a maior parte dos recursos ainda foi direcionada a MPMEs. O cerne do programa é o Fundo Garantidor de Investimentos (FGI), um fundo garantidor em sistema de cotas gerido pelo BNDES para ser usado para oferecer entre 10-80% das garantias de um empréstimo. O financiamento nesta modalidade permite que a operação tenha 80% garantida com recursos do fundo, de origem do Tesouro e instituições participantes, desde que não cubra mais de 30% da carteira de um agente financeiro. O Tesouro realizou um aporte de R\$ 20 bilhões ao fundo. Os termos das operações eram mais variados do que os programas anteriores, mas tinham alguns limites: o teto das taxas de juros limitava-se a 1,2% a.m, os prazos eram de 12 até 60 meses, com 6 a 12 meses de carência e os recursos emprestados não deveriam ultrapassar R\$ 10 milhões por mutuário.

O Peac-Maquinhas utilizou recebíveis de vendas parceladas em máquinas de cartão como garantia dos empréstimos, sendo direcionado a micro e pequenas empresas e microempreendedores individuais. As contrapartes elegíveis podem ceder até 8% dos seus recebíveis a instituições habilitadas pelo BNDES, que atua como agente dos R\$ 10 bilhões aportados pelo Tesouro na operação, e podem receber até R\$ 50 mil de crédito, limitado ao

⁴⁰ BCB, Evolução Recente do Crédito no SFN, 2021 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021)

⁴¹<https://valor.globo.com/financas/noticia/2022/07/25/bancos-comecam-a-liberar-recursos-da-nova-fase-do-pronampe-nesta-segunda-feira.ghtml>

⁴² Medida Provisória nº 975, posteriormente convertida na Lei nº 14.042, de 2020.

⁴³ Idem.

dobro da média mensal das liquidações de transações. Os prazos para a operação eram de 36 meses totais, sendo seis deles de carência, mas que contavam para a capitalização dos juros, a uma taxa fixa de 6% a.a.

Ambos os programas iniciaram sua operação em junho de 2020, originalmente com duração prevista até o final do ano de 2020⁴⁴. Os resultados da operação foram resumidos pelo BCB⁴⁵, contabilizaram mais de 100 mil operações, a valores de R\$ 3,1 bilhões no caso do Peac-Maquinhinhas; no Peac-FGI 89% dos recursos alcançaram as MPMEs, resultando em R\$ 82,3 bilhões de reais operados.

3.4.5 Medidas direcionadas ao crédito: CGPE

O Programa de Capital de Giro para Preservação de Empresas (CGPE) foi criado para direcionar recursos exclusivamente para a manutenção do capital de giro de MPMEs durante a pandemia⁴⁶. A principal diferença é que o governo não realizou aporte para esse programa e os riscos concentraram-se nas instituições financeiras. Entretanto, o capital das instituições para oferta de crédito é ampliado, já que parte das perdas podem ser utilizadas como benefício no pagamento de imposto de renda e contribuição sobre o lucro líquido. O processo de requisição desse programa foi simplificado para demandantes, além de permitido o uso de garantia já utilizado em outras operações com a mesma instituição (chamado compartilhamento de alienação fiduciária), o que contribuiria para reduzir as taxas de juros dos empréstimos.

Essa medida também aumentou a atratividade dos outros programas para as instituições financeiras, que podiam inserir até 30% dos contratos de crédito do PEAC ou Pronampe nos benefícios do CGPE, desde que estes estivessem inscritos em 2 programas emergenciais simultaneamente. Porém, estavam limitados à necessidade de oferecer no mínimo 50% do valor total de crédito nesse programa para empresas de receita bruta menor que R\$ 100 milhões, e no máximo 20% para empresas acima dessa receita. As empresas não teriam que oferecer contrapartidas além das usuais garantias e tinham seis meses de carência para início do pagamento do principal, somado às taxas definidas pela instituição ofertante.

⁴⁴ No entanto, a medida provisória (1.114/22) de 20/04/2022 prevê a reabertura do Peac – FGI para até 31/12/2023, com novas regulações, mas ainda não iniciaram operações.

⁴⁵ BCB, Evolução Recente do Crédito no SFN, 2021 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021)

⁴⁶ Medida Provisória nº 992, de 2020.

Durante sua existência, de junho a novembro de 2020, o BCB⁴⁷ identificou um total de 97.634 operações inscritas no programa, totalizando o valor de R\$ 14,4 bilhões.

3.4.6 Nota: Política monetária e medidas direcionadas ao crédito em 2021

Durante o segundo ano de pandemia, verificou-se alguns novos programas federais de auxílio ao crédito, junto com a continuidade de alguns outros.

A vigência do Pronampe original era restrita a 2020, mas o programa foi transformado em uma política de crédito permanente, retomando com algumas mudanças no funcionamento⁴⁸. Foi realizado um aporte de mais R\$ 5 bilhões pelo Tesouro. A contrapartida dos empréstimos manteve-se a promessa de manutenção do emprego por parte da empresa contratante em níveis idênticos ao do momento de contratação da operação. A taxa de juros máxima foi elevada para a taxa Selic + 6% p.p. e o prazo de carência foi mantido em seis meses, com prazo total da operação de até 48 meses.

No segundo semestre de 2021, o Programa de Estímulo ao Crédito (PEC) foi criado como uma continuidade do CGPE para o ano de 2021, mas limitado a empresas de até R\$ 4,8 milhões de faturamento (tamanho pequeno na classificação do BNDES), produtores rurais e MEIs (microempreendedores individuais)⁴⁹. Assim como no caso do CGPE, a União não provê recursos, mas dá benefícios fiscais referentes às perdas presumidas. Os mutuários teriam um prazo mínimo de 24 meses, sem carência e não poderiam usar o empréstimo para quitar outros empréstimos junto ao mesmo banco. A vigência do programa durou entre julho e dezembro de 2021, com o objetivo de originar R\$ 48 bilhões em empréstimos.

Por fim, em relação às medidas gerais de liquidez, em meados de 2021 iniciou-se o retorno a uma política monetária contracionista. A taxa de juros começou a ser ajustada para cima já em março de 2021, após as expectativas de inflação se tornarem cada vez mais elevadas. Em agosto a taxa Selic retornou ao nível de 2019 e o BCB manteve sucessivos aumentos desde então – em agosto de 2022, momento em que este trabalho foi finalizado, a taxa Selic estava no patamar de 13,75% a.a., configurando uma rápida elevação, de 11,25 p.p. na taxa de juros pela autoridade monetária brasileira. O recolhimento do compulsório sobre depósitos a prazo, por

⁴⁷ BCB, *Evolução Recente do Crédito no SFN, 2021* (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021)

⁴⁸ Lei nº 14.161, de 2021.

⁴⁹ Medida Provisória nº 1.057, de 2021, posteriormente convertida na Lei nº 14.257, de 2021.

sua vez, teve seu percentual elevado em novembro de 2021⁵⁰ de 17% para 20%, obrigando que o sistema financeiro voltasse a alocar R\$ 42 bilhões em depósitos junto ao BCB.

3.4.7 Síntese

Neste capítulo discutiu-se de modo amplo os impactos da crise da Covid-19 sobre o mercado de crédito no Brasil e as medidas adotadas pelo governo brasileiro para fazer frente às dificuldades encontradas pelas MPMEs no acesso ao crédito durante a pandemia (Tabela 3.3). Em geral, a carteira de crédito das MPMEs demonstrou uma resposta clara aos programas emergenciais, refletindo sua importância para a manutenção do mercado de crédito em meio a pandemia (Gráfico 3.4). A leva de medidas iniciais tiveram estímulos com participação mais direta dos recursos do Tesouro, como Pese ou Pronampe, enquanto ações posteriores passaram a responsabilidade cada vez maior às instituições financeiras, como no caso do Peac-FGI, que ainda contou com aportes do Tesouro para o fundo garantidor, enquanto o CGPE tornou-se de responsabilidade completa do sistema bancário privado.

Tabela 3.3 – Resumo da atuação do governo em 2020

Medidas em 2020	Pese	Pronampe 2020	Peac-FGI	Peac-Maquinhinhas	CGPE
Recursos aportado pelo Estado	R\$ 17 bilhões	R\$ 27,9 bilhões	R\$ 20 bilhões	R\$ 5 bilhões	Sem aporte
Crédito Gerado	R\$ 7,9 bilhões	R\$ 37,5 bilhões	R\$ 92,1 bilhões	R\$ 3,19 bilhões	R\$ 14,4 bilhões
Público	Micro até médias empresas, com faturamento até R\$ 50 milhões	Micro e pequenas empresas	MPMEs e certas grandes empresas, dependendo do setor	MEI, micro e pequenas empresas	MPMEs
Taxas de Juros finais ⁵¹	3,75% a.a	1,25% a.a. + Selic	média de 1% a.m.	Até 6% a.a.	Definido pela IF
Prazos	36 meses (6 de carência)	36 meses (8 de carência)	12 a 60 meses (6 a 12 de carência)	36 meses (6 de carência)	36 meses (6 de carência)
Vigência	De abril a outubro de 2020	De maio a novembro de 2020	De junho ao fim de 2020	De agosto ao fim de 2020	De julho ao fim de 2020

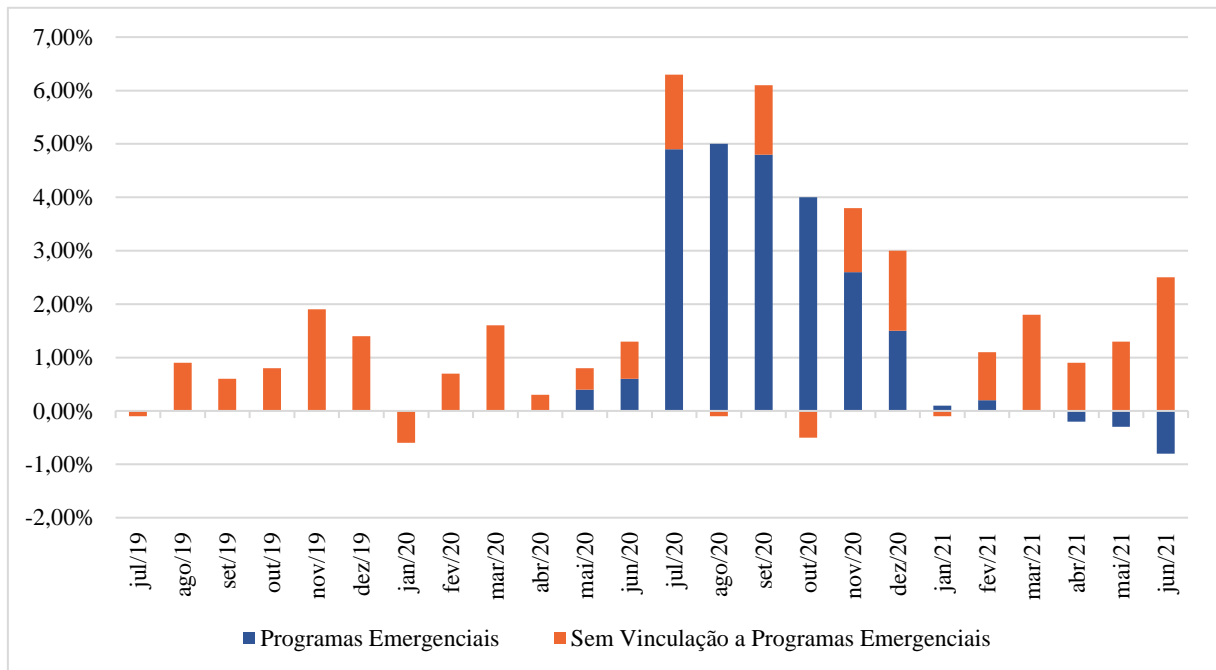
Fonte: Governo Federal⁵²

⁵⁰ Inicialmente, a subida do recolhimento estava planejada a partir de abril desse ano, mas foi adiada. Algumas exceções também foram abertas, como depósitos relacionados às Linhas Financeiras de Liquidez, que foram mantidas em 17%.

⁵¹ Taxas de juros finais dos programas

⁵² Governo Federal, nota informativa Peac-Maquinhinhas 2021

Gráfico 3.4 - Crescimento da Carteira de Crédito das MPMEs (%)



Fonte: BCB, anexo estatístico relatório de estabilidade 10/2021

Tomando como base um relatório do governo, pode-se estimar que a União assumiu em torno de 41,8% de participação do risco na oferta de crédito tomados sob os programas em 2020, o que demonstra que a maior parte desse risco ainda foi delegado às instituições privadas. O gráfico evidencia que a atuação do setor público foi imprescindível durante o choque inicial, com a contratação de novos créditos ocorrendo, em larga medida, por conta dos programas emergenciais.

Entretanto, também se percebe o recuo posterior do governo em relação aos programas de auxílio ao crédito. Apesar do início da dissipação dos choques mais proeminentes, ainda se mostra necessária uma continuidade na implementação de medidas de crédito direcionado. O estudo da ABDE (NETTO, VITURINO, *et al.*, 2021) destaca que, de 2015 até 2019, MPMEs já sofriam com restrição de crédito, com a retração dos bancos públicos no mercado muito maior e não correspondente ao prometido acesso destas empresas ao mercado de capitais. A oferta de crédito, principalmente para investimento, também encolhia, junto com um movimento de crescente participação de modalidades inadequadas entre empresas menores, como será alvo de investigação no próximo capítulo. Portanto, um retorno ao cenário antigo não representa, para MPMEs, boas perspectivas para a obtenção dos recursos para superação de seus problemas mais graves, como a necessidade de investir em crescimento de

produtividade ou na inserção em setores mais dinâmicos, e para fazer frente às fragilidades inerentes de uma economia instável, como a brasileira.

No próximo capítulo, a análise será complementada por uma discussão pormenorizada dos dados de crédito às MPMEs no Brasil no período analisado. Como referência, será utilizada a inédita base de dados do DataSebrae, organizada parceria com o Banco Central e com informações fechadas ao público, assim como os próprios dados do BCB. Para além das tendências agregadas analisadas nesta seção, serão apresentados dados sobre a evolução das linhas, modalidades, taxas de juros, entre outros, de modo a oferecer elementos para discutir como a intervenção estatal nesse segmento ocorreu no período e como poderá vir a ser estruturada no futuro.

4 A EVOLUÇÃO DO CRÉDITO A MPMEs NO BRASIL ENTRE 2019 E 2021

A pandemia da covid-19 reinsere o Brasil em um período de marcada retração econômica, dando sequência ao longo quadro depressivo da economia do país. Nesse contexto, o mercado de crédito brasileiro sustentou-se, em larga medida, graças às políticas monetárias ultra expansionistas adotadas durante os períodos mais graves da pandemia, entre 2020 e meados de 2021. Após a definição do plano de vacinação, pressões para o fim das medidas de restrição e expectativa de pressões inflacionárias, o governo recuou e começou rever sua atuação, favorecendo políticas mais restritivas e até contracionistas.

Para o segmento das MPMEs, o esforço particular de apoio governamental descrito no capítulo anterior fica evidente. Neste capítulo iremos discutir criticamente as medidas adotadas e avaliar seus impactos no crédito às MPMEs, de modo a avaliar se o volume foi adequado e se a impermanência do auxílio nessa escala, enquanto a pandemia não se dissipa por completo, poderá resultar em problemas de fragilidade financeira no segmento.

Tabela 4.1 – Dados macroeconômicos selecionados

	PIB Total ($\Delta\%$)	Consumo (Famílias e Governo) ($\Delta\%$)	PIB - FBKF ($\Delta\%$)	Inflação - IPCA ($\Delta\%$) (Dez-Dez)	Taxa Selic (% a.a.)
2014	0,52%	1,95%	-4,17%	6,41%	10,91%
2015	-3,54%	-2,80%	-13,93%	10,67%	13,29%
2016	-3,51%	-3,18%	-12,19%	6,29%	14,03%
2017	1,62%	1,60%	-2,60%	2,95%	9,96%
2018	1,69%	1,99%	5,19%	3,75%	6,42%
2019	1,22%	1,94%	4,03%	4,31%	5,95%
2020	-4,18%	-5,50%	-0,52%	4,52%	2,75%
2021	4,95%	3,52%	17,34%	10,06%	4,44%

Fonte: IBGE

A natureza do mercado de crédito exige que seja feita uma breve exposição de alguns dos principais indicadores econômicos do período, haja vista a influência do ciclo e da dinâmica econômica ressaltada no Capítulo 2 (Tabela 3.1).

Percebe-se que, no ano de 2019, a economia ainda se recuperava lentamente da recessão de 2015-16 quando o choque da covid-19 recaiu sobre o Brasil. Os impactos negativos no produto durante o primeiro ano da pandemia foram dissipados no período seguinte, sinalizando a eficácia de algumas das medidas compensatórias adotadas e o início da readaptação dos agentes ao “novo normal”. Desagregando consumo e investimento, verifica-se que comportamento do consumo foi similar ao comportamento geral da atividade – ainda que o consumo tenha sido mais volátil que o total do PIB, apresentando uma queda maior durante 2020, sem uma recuperação na mesma magnitude. Por fim, a formação bruta de capital fixo evoluiu de forma mais instável que a produção total e consumo, com uma leve retração em 2020 e uma grande expansão em 2021⁵³.

A análise em conjunto da inflação, medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), e da taxa Selic demonstra que, a partir de 2014, a inflação inicia um processo de crescimento. Sob a lógica do regime de metas de inflação, justificava-se uma política monetária mais austera para controlá-la, representada pela elevação da taxa básica de juros. A partir de 2016, sinais do arrefecimento da inflação permitiram que o Banco Central do Brasil (BCB) iniciasse uma redução da taxa de juros nos anos seguintes. A Tabela 3.1 deixa clara a magnitude do estímulo monetário do BCB em 2020, levando os juros ao menor patamar da série histórica. A medida, conjugada às outras ações do governo, contribuiu para que não se tenha verificado, para os dados acumulados do ano, uma deflação resultante da queda da demanda⁵⁴.

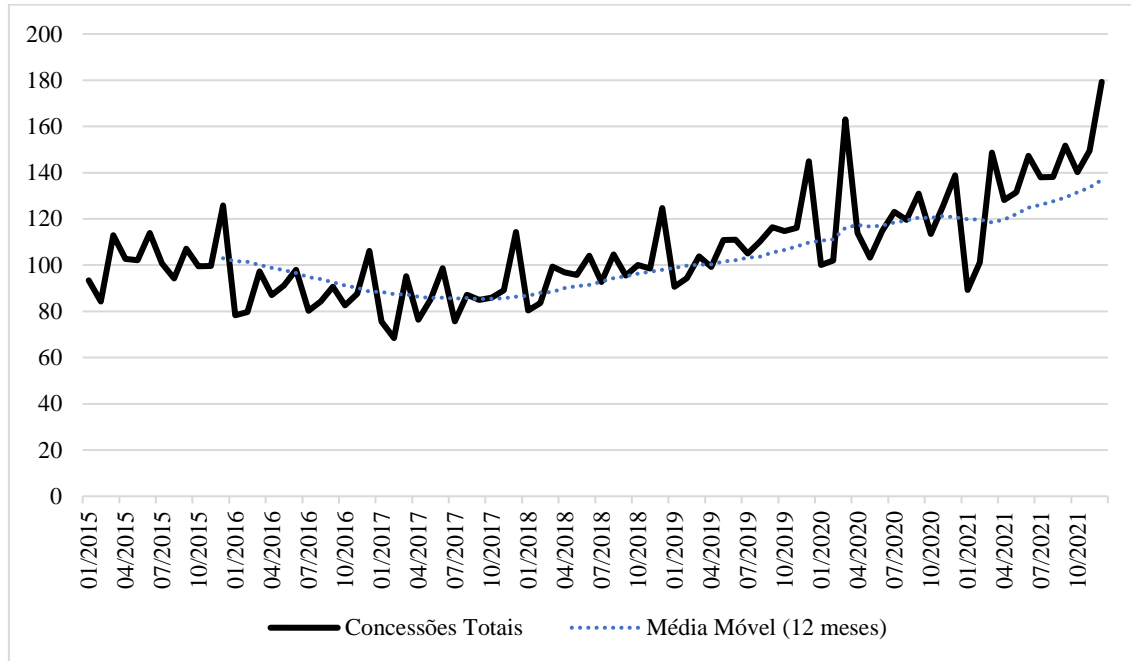
O contexto macroeconômico definiu-se por uma dinâmica de retração e recuperação, passando por uma fase de rápida expansão, seguida de uma contração da política monetária, trazendo alguns elementos importantes para reflexão sobre a evolução do crédito às empresas no país durante a pandemia. Nas próximas subseções, será detalhada essa evolução com foco nas MPMEs tendo como referência as bases de dados disponibilizadas pelo BCB e pelo Sebrae.

⁵³ É importante destacar que parte da expansão da formação bruta de capital fixo no PIB foi influenciada por diversos fatores, dentre eles: (i) a depreciação cambial do real, encarecendo a importação de bens de capital e inflando a participação do investimento acima de outros componentes no PIB; e (ii) mudanças contábeis para o setor de petróleo e gás, levando a uma redução das exportações e aumento correspondente no investimento (JR., 2022).

⁵⁴ Verificou-se momentos de deflação nos índices de preços o ano de 2020, principalmente no primeiro semestre. O preço de ativos financeiros também sofreu forte redução, devido a saída de capitais, à exemplo do Ibovespa que recuou 41% em março contra fevereiro (DE PAULA, 2021).

4.1 COMPORTAMENTO GERAL DO CRÉDITO PJ

Gráfico 4.1 - Evolução das Concessões de Crédito para Pessoas Jurídicas (Base 01/2020 = 100)



Fonte: BCB

Uma avaliação das concessões de crédito, para pessoas jurídicas e sem ajuste sazonal, é pertinente para contextualização da análise (Gráfico 3.1). O comportamento do crédito, ainda que com certa volatilidade, seguiu uma tendência clara de retração entre 2015 até o fim de 2017, alinhado com o esperado para momentos de recessão. A reversão desse movimento se dá a partir de 2018, desde quando os empréstimos a pessoas jurídicas passaram a crescer.

É preciso reforçar que se espera uma natureza procíclica do crédito, já que a oferta e demanda deste responde a variações nas taxas de juros e na demanda efetiva. Curiosamente, para os anos de 2020 e 2021, esse fenômeno não se confirmou. A recessão anterior engendrou o comportamento esperado, com uma queda das concessões entre 2015-2017, porém, desde então, as novas operações seguem tendência de crescimento. Uma resposta possível pode ser encontrada quando se considera a dimensão da atuação do BCB para a manutenção da liquidez. Nesse sentido, a taxa de juros em níveis mínimos históricos simboliza todo o conjunto de medidas, uma vez que ela é elemento determinante para direcionar bancos a buscarem rentabilidade em ativos de menor liquidez.

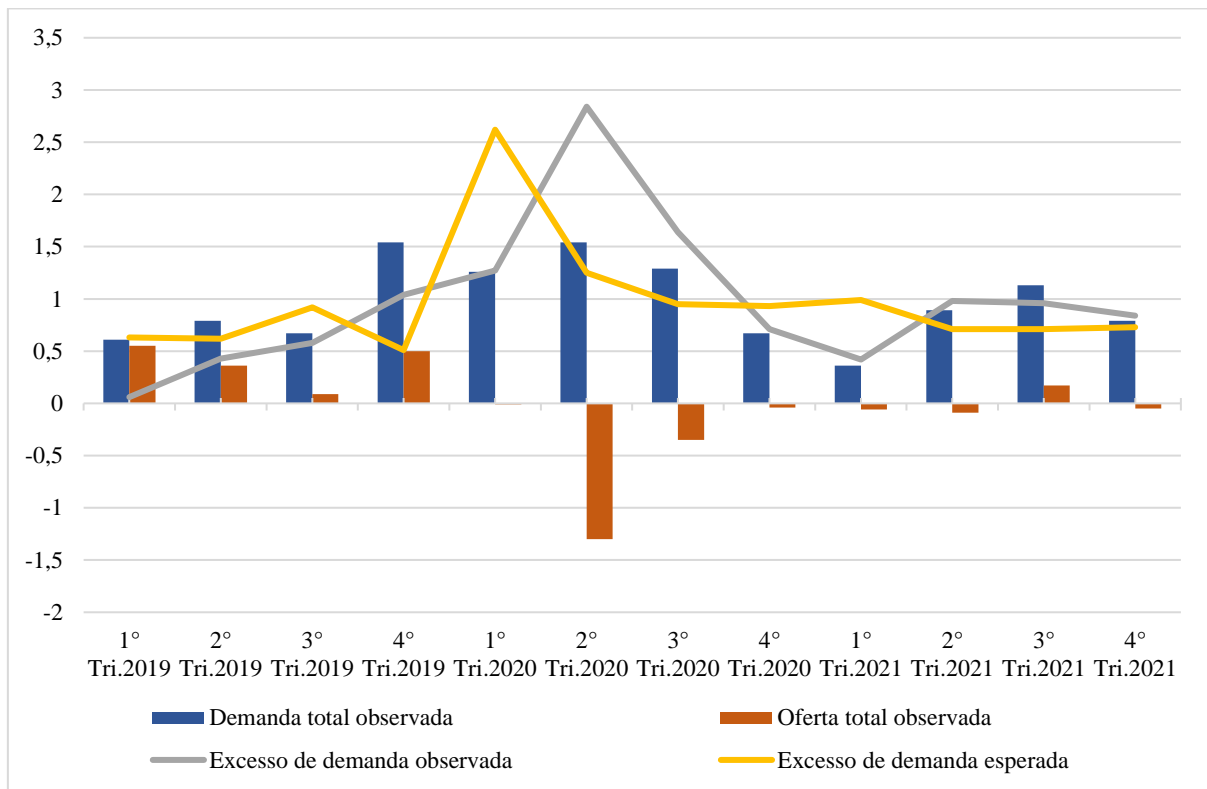
Durante o período pré-pandemia, nota-se que o indicador de novas concessões permaneceu com baixo dinamismo, inclusive com tendência de decréscimo em alguns períodos. Em 2015, esse nível se manteve estável, mas, após a queda sazonal no início do ano seguinte, as

concessões não retornaram ao mesmo patamar. Os anos de 2016-2018 caracterizam uma economia em relativa estagnação, na qual os dados demonstram, claramente, uma queda na demanda e na oferta de crédito. De fato, em meio à estagnação econômica, à incerteza política e ao custo de crédito alto, houve pouco incentivo à expansão produtiva e à formação bruta de capital fixo na época.

Em meados de 2017 a taxa Selic alcançou valores abaixo de 10%, depois de um processo contínuo de cortes desde o ano anterior. A defasagem da política monetária fez com que esse efeito começasse a ser sentido em 2018. O ano de 2019 mostrou-se um prenúncio para um quadro otimista, no qual os dados de oferta e demanda se expandiram, com reflexos na expansão das concessões. Durante o final deste ano já havia indícios que a covid-19 poderia evoluir para um quadro pandêmico, porém, ao que tudo indica, 2020 parecia iniciar seguindo o cenário de retomada econômica. Apesar de uma queda sazonal relativamente mais abrupta durante a transição dos anos, a tendência de crescimento se manteve, exibindo um aumento (nominal) de 10% na comparação entre janeiro de 2020 e janeiro de 2019.

Durante a pandemia, o comportamento das concessões se tornou especialmente volátil, com destaque para a queda de 30,6% no indicador entre março e abril de 2020. Apesar desse choque inicial, a tendência para 2020 foi de leve crescimento no primeiro semestre, seguida de uma estagnação no segundo. O primeiro trimestre de 2021 deu sequência ao comportamento verificado anteriormente, de alta volatilidade, mas tendência estável. A partir de abril, nota-se um movimento de aceleração das concessões, resultando em uma variação da média móvel de 12 meses, entre janeiro de 2020 e dezembro de 2021, de quase 40%.

Gráfico 4.2 - Oferta e Demanda de Crédito - PJ - (pontos)



Fonte: BCB

Dados do BCB apurados através de uma pesquisa trimestral para coletar informações sobre as condições de crédito⁵⁵, permitem analisar o comportamento da oferta e demanda durante o período de 2019 a 2021. A pesquisa é feita com respondentes das diretorias das principais instituições de crédito e a resposta é dada por uma de cinco afirmações: a mais negativa considerada como -2,0, até a mais positiva, em +2,0. A sumarização para construção do indicador é feita a partir da média da pontuação entre o número de instituições participantes. Os dados observados e esperados são relativos, respectivamente, àqueles ao trimestre anterior e subsequente à pesquisa, variando entre -2,0 para perspectivas ou observações onde houve maiores reduções e +2,0 para observações onde houve maiores crescimentos. O indicador de excesso de demanda observado e esperado é de elaboração própria, calculado a partir da diferença entre os indicadores de demanda e oferta observada e esperada.

Percebe-se que a oferta de crédito se encontra frequentemente inferior à demanda, por vezes até demonstrando quedas. A demanda não é completamente suprida e sempre positivamente impactada no período analisado. Durante a fase inicial da pandemia, nota-se a queda de maior

⁵⁵ <https://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/TD245.pdf> (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2011)

magnitude na oferta, um resultado previsível face à incerteza recém-instalada. Somente a partir do terceiro trimestre de 2021 a oferta observada volta a apresentar uma variação positiva, o que não acontecia desde o final de 2019.

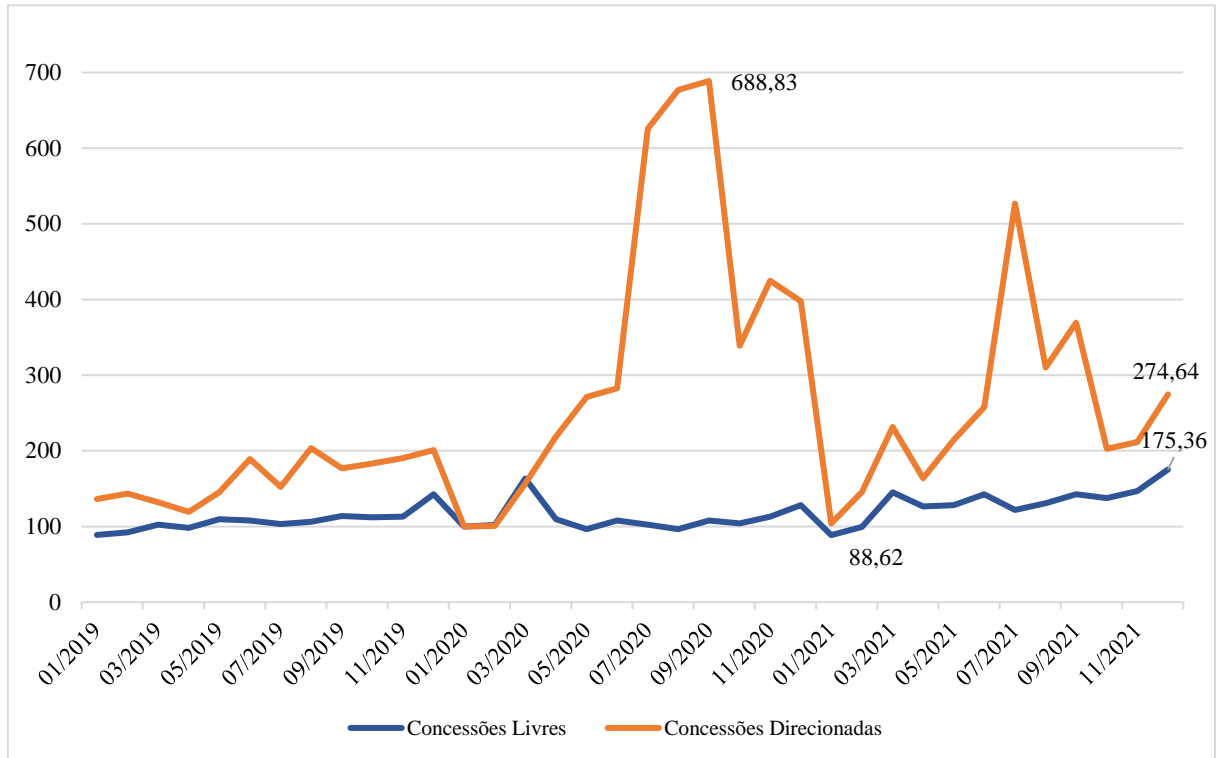
O excesso de demanda observado exibe uma certa defasagem em relação ao esperado. Possivelmente, esse feito se dá porque o mercado tem conhecimento de quanto pretende ofertar, mas trabalha a partir de expectativas de demanda, que podem não ser correspondidas, realizando ajustes no período seguinte que irão impactar resultados observados. A demanda observada esteve sempre em excesso durante o intervalo analisado e, desde o fim de 2019, esse excedente vinha crescendo. O mercado já demonstrava que pretendia reduzir a oferta, no início de 2020, possivelmente antevendo a recessão e a inevitabilidade do *lockdown*.

Nos momentos seguintes, os agentes financeiros subestimaram a demanda, causando um pico do indicador em meados deste ano. Contudo, logo depois as expectativas e a realidade começam a convergir, corroborando a hipótese de que o mercado esperava uma volta à normalidade anterior, para um cenário de relativa estagnação, de crescimento baixo e estável. O comportamento da demanda e oferta de crédito às empresas será analisado com mais detalhe posteriormente, quando serão apresentados os dados de tomadores por porte.

Os dados apresentados, até o momento, permitem concluir, que, no agregado, a dinâmica dos empréstimos, às empresas do país, não sofreu um impacto tão grande quanto esperava-se, dado o tamanho do choque econômico, ainda que a divergência entre as perspectivas para a demanda e oferta de crédito tenham indicado um forte racionamento de crédito em 2020. Para compreender esse quadro geral, em especial o comportamento deste crédito para as MPMEs, é necessário ir além das medidas de afrouxamento adotadas pela autoridade monetária, analisando os efeitos dos programas de garantia descritos no capítulo anterior.

4.2 CRÉDITO LIVRE E DIRECIONADO

Gráfico 4.3 - Evolução das Concessões de Crédito para Pessoas Jurídicas (Base 01/2020 = 100)



Fonte: BCB

O Gráfico 4.3 mostra a evolução das concessões de crédito livre e direcionado para pessoas jurídicas. Em geral, a economia possui uma predominância, em volume, de crédito livre, se tornando um reflexo mais preciso dos níveis agregados de concessões. Por exemplo, em 2019, foram concedidos quase R\$ 1,7 trilhões em crédito livre para pessoas jurídicas, enquanto esse valor, para crédito direcionado, foi de R\$ 106 bilhões. Não obstante essa característica tornar as concessões totais próciclica, o crédito direcionado tende a atuar de forma inversa, atuando como amortecedor em momentos recessivos.

O cenário pré-pandemia foi marcado por um aumento nos níveis de concessões livres, contribuindo para a visão de que a economia parecia iniciar uma retomada, mesmo que tímida. Essa melhora pode ser explicada pela queda na taxa de juros e seus efeitos defasados sobre o mercado de crédito. Porém, como a taxa Selic não foi alterada entre meados de 2018 e 2019, aventa-se a possibilidade de que outros fatores, como uma melhora da demanda, também estariam atuando.

Março de 2020 é um marco no qual as medidas de fechamento emergencial, frente à inegável chegada da doença no país, começaram a ser implementadas. A partir desse momento, seguiu-

se um conjunto de ações expressivas do governo para garantir a liquidez do sistema de forma geral e direcionada. É possível observar, claramente, o impacto dos programas de garantia discutidos no capítulo anterior na evolução das concessões de empréstimos com recursos direcionados, chegando, no pico, a quase sete vezes o valor das concessões em janeiro.

O fim de 2020 e início de 2021 foi um ponto em que incertezas atuaram intensamente contra o mercado de crédito. Grande parte dos principais programas emergenciais de crédito direcionado do governo federal alcançou o término de suas vigências, intensificaram-se as especulações acerca da permanência, ou extensão, das medidas sanitárias, após variantes da doença disseminarem-se em ondas pelo mundo e a capacidade e a vontade do governo de continuar com o necessário socorro à economia foram postas em xeque. Esse cenário interno foi combinado com o externo, no qual países estavam entrando em conflitos acerca da produção da vacina e insumos para sua produção, além de incerteza acerca da continuidade e escala de programas governamentais de auxílio, junto com a permanência de taxas de juros próximas a zero, gerando expectativas inflacionárias cada vez mais altas no mundo. Enquanto os próximos passos estavam sendo definidos, os agentes responderam com prudência, levando as concessões de crédito livre ao seu menor nível desde fevereiro de 2018.

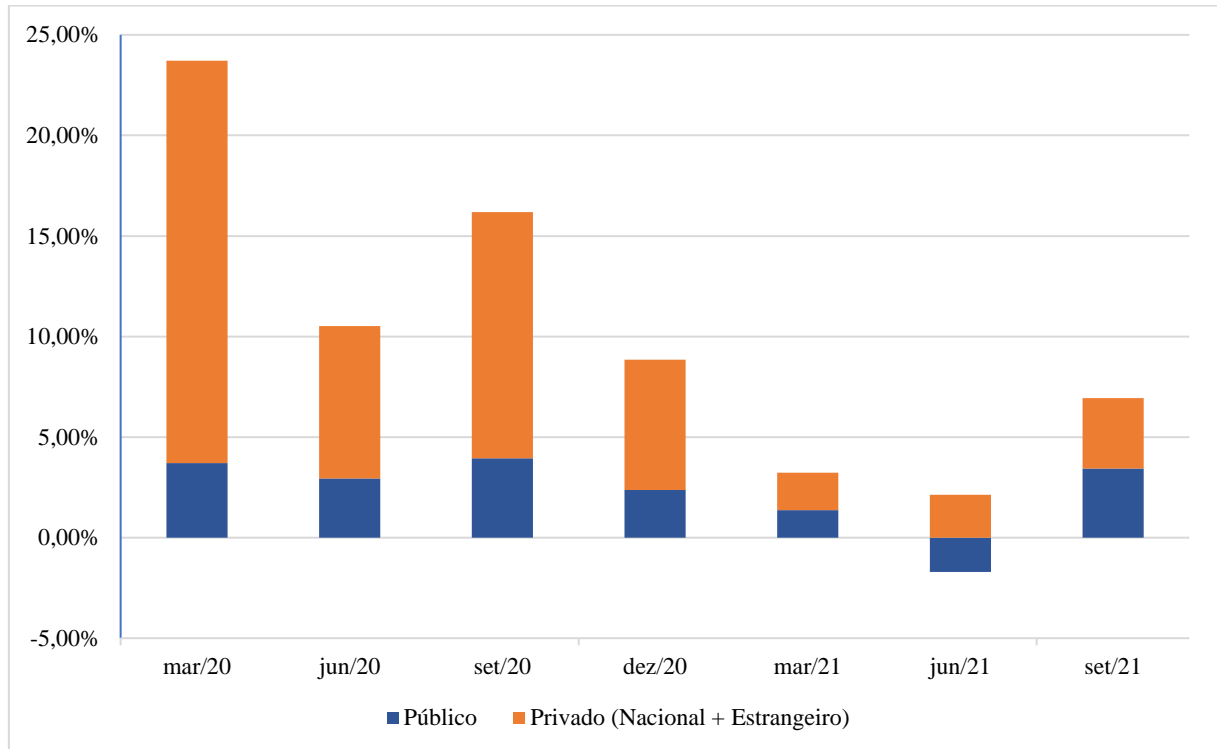
Logo após um começo pouco auspicioso, durante o 1º trimestre de 2021 foram retomadas e redefinidas algumas políticas de sustentação da economia, assim como a crescente resistência da população às medidas sanitárias foi corroendo a capacidade de mantê-las obrigatórias. No Brasil, houve retomada do auxílio emergencial, apesar de em menor escala, e algumas medidas de crédito foram continuadas, alinhadas com a manutenção de uma política monetária expansionista até meados do ano. O crescimento de novos créditos direcionados em 2021 demonstra, que, mesmo em proporção menor, estava sendo reconhecida a importância da manutenção dos programas de garantias, enquanto o crescimento de crédito livre pode ser justificado pela percepção de que o pior da pandemia já havia passado.

Ainda no fim deste trimestre, choques de demanda, fruto de gargalos no comércio internacional e o prosseguimento de políticas econômicas expansionistas de países hegemônicos reacenderam o temor inflacionário mundial, levando o BCB a acompanhar a tendência de aumento da taxa de juros. Ainda assim, o BCB sugeriu, em seu relatório de estabilidade financeira de outubro de 2021⁵⁶, que os níveis de liquidez do sistema estavam se estabilizando em níveis pré-pandemia e a flexibilização do distanciamento, somada à recuperação econômica, manteve em crescimento o crédito.

⁵⁶ <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/ref/202110/RELESTAB202110-refPub.pdf> (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021)

A desagregação entre as grandes modalidades de crédito reforça o argumento de que o crédito não apresentou um comportamento tipicamente prócíclico durante os anos principais da pandemia por conta da atuação da política econômica. A expansão do crédito direcionado, ainda que este seja componente minoritário⁵⁷ das concessões totais, foi um elemento importante, principalmente quando é analisado somente em relação às MPMEs, como veremos adiante.

Gráfico 4.4 - Variação do saldo das carteira em relação ao trimestre anterior (Todos os portes)



Fonte: IF-BCB

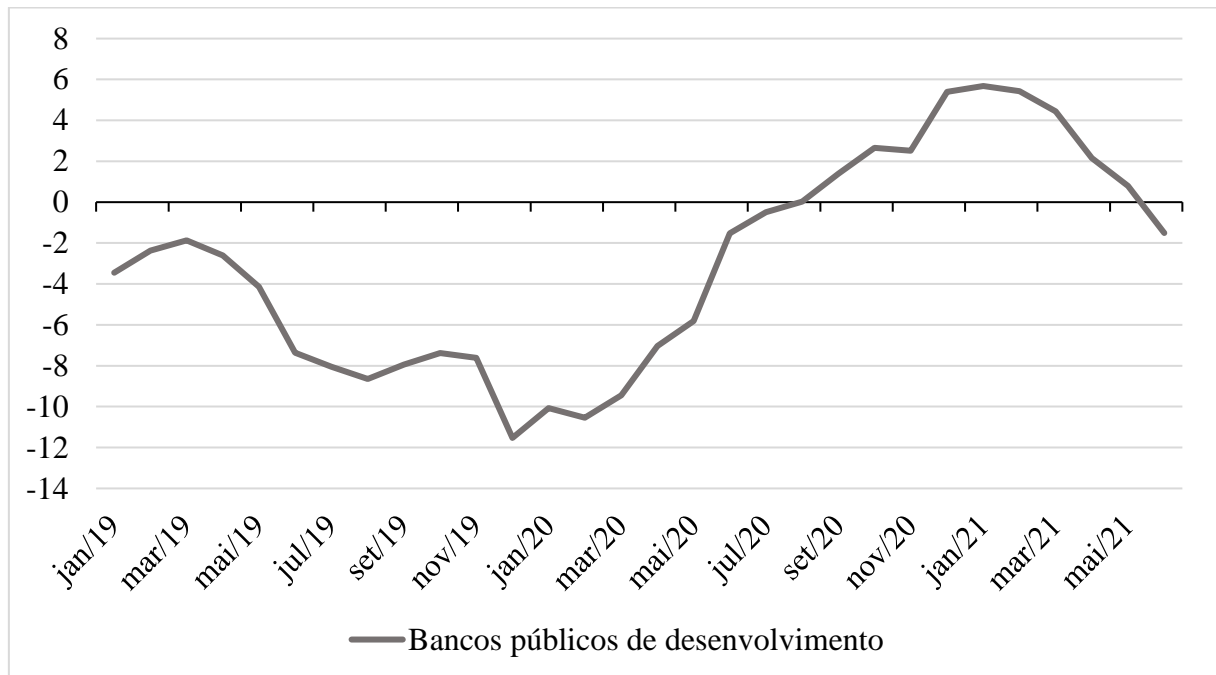
O gráfico 4.4 contém dados das instituições financeiras divulgados pelo Banco Central permitem verificar que o setor privado foi mais ativo que o público. Esse fenômeno parece ser explicado como resultado da escolha do governo em atuar de maneira indireta⁵⁸ no mercado de crédito, preferindo estimular bancos privados a realizar novas concessões, em vez de manter

⁵⁷ Entre março de 2011 e dezembro de 2019, a participação média do crédito direcionado foi de 11,54%. De janeiro a março de 2020, encontrava-se em 4%, alcançando um valor máximo, nesse ano, de 22,37% em agosto. Vale também destacar a queda impressionante desse crédito na parcela total em 2021, que somente em julho desse ano passou de 10% (15,1%).

⁵⁸ Essa atuação fez parte do próprio discurso da autoridade monetária (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020, p. 65-66) com ênfases em medidas que encorajassem IFs (Instituições Financeiras) a ampliar oferta de liquidez. Esse fenômeno também é identificado no relatório da ABDE (NETTO, VITURINO, *et al.*, 2021, p. 21), no qual o mercado de capitais estava sendo promovido, de 2015-2019, como alternativa aos bancos públicos.

uma carteira ativa e ser o provedor principal de recursos⁵⁹. Em proporção ao volume, as diversas medidas foram sendo pensadas com o objetivo de as instituições privadas assumirem os financiamentos e a disponibilização de boa parte dos recursos, em troca de benefícios fiscais ou regulatórios, como no caso do CGPE⁶⁰, e da mitigação dos riscos por meio de garantias, expandindo implicitamente seus recursos direcionados para oferta creditícia.

Gráfico 4.5 - Crescimento percentual ao ano do crédito total (a.a%)



Fonte: BCB, anexo estatístico do relatório de estabilidade financeira

Além disso, como o Gráfico 3.6 evidencia, a baixa atuação do setor público já era verificada antes da pandemia: a carteira de crédito de bancos públicos de desenvolvimento estava em rápido declínio e, certamente, a pandemia e as medidas emergenciais proporcionaram uma retomada da expansão da carteira, ainda que tímida. Com o fim da vigência das ações iniciais, a variação da carteira chegou ao seu pico no primeiro trimestre de 2021 e logo voltou a sua tendência de queda.

Essa fraca atuação geral do governo no financiamento direto de empreendimentos no país é um ponto importante na discussão do fomento às MPMEs. A fragilidade dessas empresas impõe necessidades de créditos às melhores condições possíveis e, em termos econômicos, também

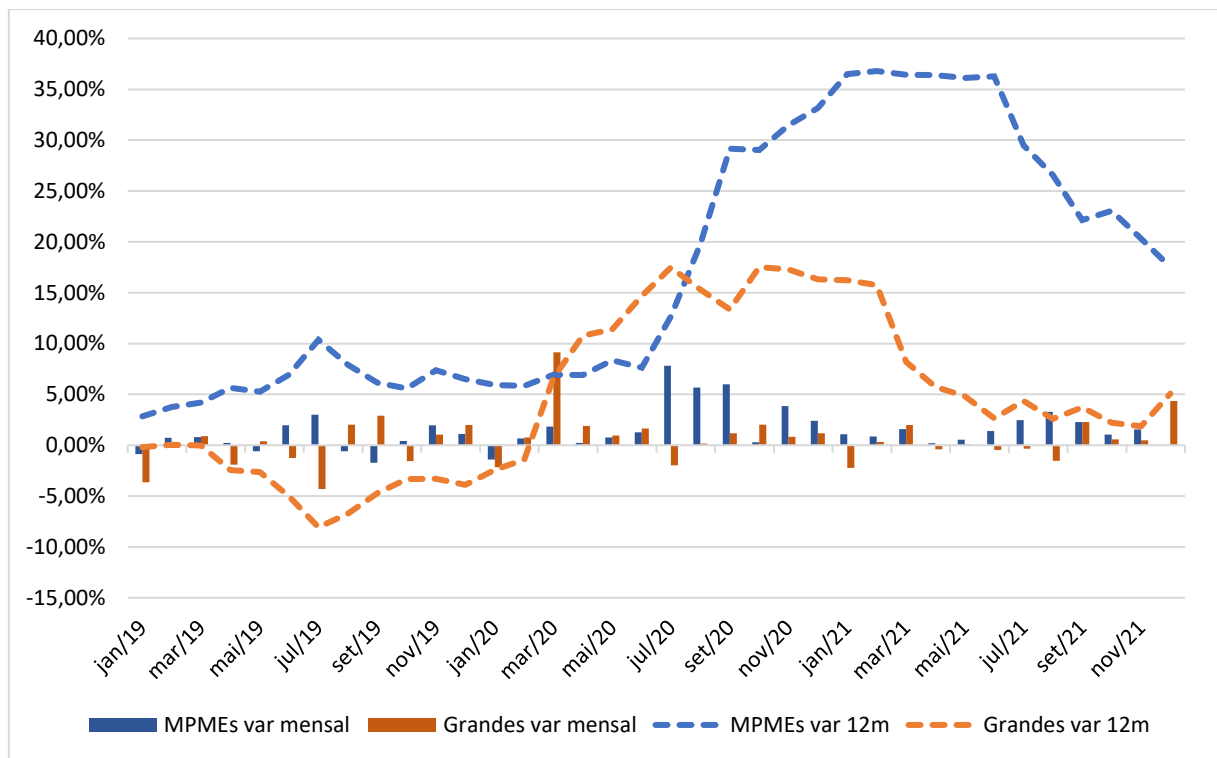
⁵⁹ É possível estimar, ponderando o volume de crédito gerado e risco assumido pela união (GOVERNO FEDERAL, 2021), das principais medidas emergenciais (PESE, Pronampe, Peac-FGI, Peac-Maquinhinhas e CGPE), que a participação federal no crédito direcionado foi entre 41,1% e 35,2%.

⁶⁰ As perdas decorrentes de operações inseridas no programa puderam ser utilizadas como benefício fiscal

são aquelas que têm potencial de maior retorno. Dessa forma, por mais que as medidas tenham sido benéficas e cumpriram parte do seu papel de manutenção do crédito durante a pandemia, fica evidente que a atuação regular do governo nesse segmento é tímida. Vale enfatizar que, como já apontado, o modelo de política financeira segue passando por transformações constantes, que buscam priorizar instituições financeiras privadas como provedoras de financiamento (MARTINS, TORRES e MACAHYBA, 2020a).

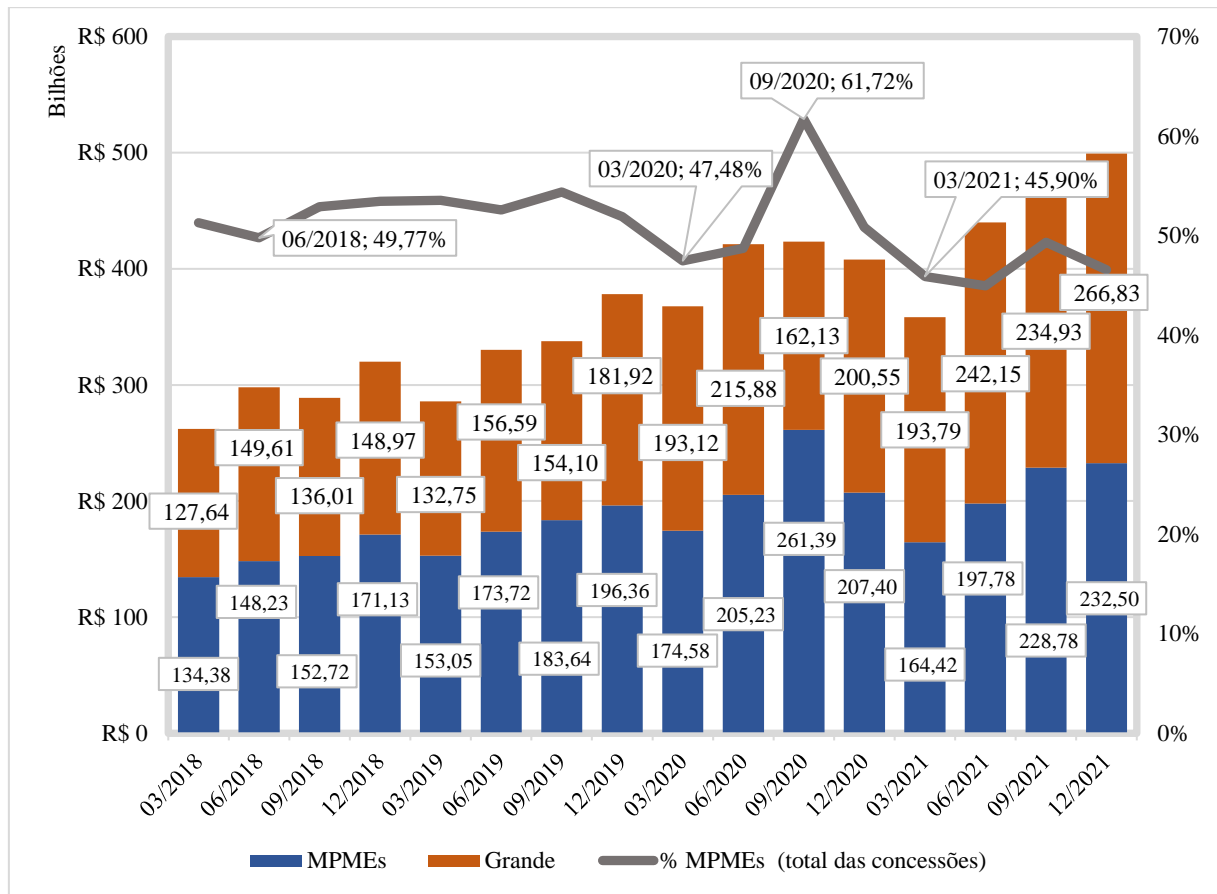
4.2.1 Por porte das empresas

Gráfico 4.5 - Variação de saldo das operações de crédito PJ



Fonte: BCB

Gráfico 4.6 - Concessões de crédito (Pessoas Jurídicas)



Fonte: DATASEBRAE

Dados do Sebrae sobre as concessões de crédito do período desagregadas por porte são reveladores para uma análise mais específica das MPMEs. Percebe-se que a participação de ambos os segmentos de empresas se manteve praticamente constante, cada uma responsável por aproximadamente metade das novas concessões (Gráfico 4.6). Vale lembrar que grandes empresas possuem acesso a outras fontes de financiamento, enquanto as MPMEs têm acesso muito limitado ao mercado de capitais. Portanto, o volume real de concessões às MPMEs é mais próximo àquele apresentado no gráfico, do que os valores efetivos dos recursos acessados pelas grandes empresas.

O primeiro trimestre de 2020 veio acompanhado por uma estagnação no fluxo de crédito destinado às MPMEs. Na sequência, as medidas do governo, tanto gerais, quanto de crédito direcionado, criaram condições favoráveis aos ofertantes, que tiveram seu risco reduzido e benefícios que ampliaram implicitamente os recursos destinados à rentabilização de longo prazo. Os demandantes também obtiveram impulso à tomada de crédito com essas medidas, que estabeleceram linhas com condições de prazos e taxas de juros atrativas, além da redução da necessidade de garantias privadas. No entanto, somente a partir de maio verifica-se uma

adoção mais intensa dos programas federais de auxílio ao crédito. Para o crédito livre, as medidas tiveram o efeito de sustentação dos níveis de concessões.

Enquanto verifica-se um aumento expressivo do crédito sendo tomado por MPMEs, as grandes empresas não tiveram esse movimento na mesma escala no crédito bancário. Inclusive, nota-se que houve queda no nível de suas concessões no terceiro trimestre⁶¹. A política monetária expansiva criou condições de financiamentos mais atrativas nos mercados de capitais, os quais as MPMEs não operam e para onde se dirigiram as grandes empresas. Nessa mesma época também se percebe uma recuperação no preço de diversos ativos depois do choque inicial das medidas de isolamento social⁶².

A combinação das medidas emergenciais de sustentação do governo, do aumento da demanda por recursos pelas MPMEs diante do choque da covid-19 e da restrição de acesso a outras fontes de financiamento tornou o crédito bancário a única opção formal para essas empresas: a participação nas novas concessões às MPMEs no total do crédito às empresas atingiu o pico no terceiro trimestre de 2020.

Da mesma forma, o fim da vigência das medidas emergenciais de resposta à pandemia e a dissipação do choque inicial se esvaíram no final de 2020, levando a uma redução no ritmo de novas concessões. Esse resultado também pode ser atribuído às incertezas acerca da possibilidade da volta de restrições sanitárias para o ano seguinte. A redução nos volumes de novos créditos no início do ano parece dar força a essa explicação.

Dados relativos à variação de saldo, contidos no gráfico 4.5, contribuem para a narrativa evidenciada pelas concessões. A carteira à pessoas jurídicas permaneceu relativamente estável em 2019, quando houve uma tendência de desalavancagem por parte das grandes empresas, enquanto as MPMEs mantiveram um crescimento do endividamento. Durante 2020, percebe-se variações positivas dos saldos de ambas as categorias, na maioria dos meses, com destaque para o salto do financiamento das grandes empresas em março e a grande variação mensal positivas no saldo das MPMEs.

Os dados de variação de 12 meses contextualizam esses movimentos, evidenciando a variação positiva do saldo para grandes empresas, quando comparado a 2019. Mais surpreendente, se torna o comportamento do saldo das MPMEs, que exibiu um crescimento relevante a partir do segundo semestre de 2020.

⁶¹ As concessões à grandes empresas foram R\$ 215 milhões para o segundo trimestre, enquanto, no trimestre seguinte, estavam em R\$ 162 milhões, uma queda de 24,6%.

⁶² Após atingir um fundo, no fim de março de 2020, a Ibovespa começa a se recuperar e, no fim de junho, já havia subido 40% em relação a aquele mês. A média dos preços de bens industriais (Tabela 8160, IBGE) caiu 33% entre março e abril de 2020, recuperando-se ainda em julho.

O primeiro fenômeno pode ser explicado pelo comportamento preventivo das grandes empresas, que realizaram financiamentos através de linhas de crédito pré-aprovadas para fazer caixa e se proteger dos efeitos da pandemia⁶³, garantindo liquidez, enquanto o segundo pode ser entendido como resultado da atuação do governo para a promoção do crédito às empresas de menor porte e maior adoção à esses programas emergenciais a partir de maio. A redução da Selic também contribuiu para deslocar a composição das carteiras dos bancos em direção às MPMEs, em busca de maior rentabilidade.

Cabe notar que, desde o início de 2020, o financiamento às MPMEs se encontra em patamares positivos na comparação mensal, tanto por conta do alongamento dos prazos, quanto pela permanência da necessidade de recursos. Apesar de momentos de redução nos níveis de saldo em certos períodos, grandes empresas também apresentam uma tendência similar de aumento de captação de financiamentos.

Além disso, a variação mês contra mesmo mês permite afirmar, também, que 2021 ainda foi um ano de expansão do estoque de crédito, quando comparado aos anteriores. O crescimento manteve-se durante todo o período, mas é possível verificar claros sinais de desaceleração em janeiro para as grandes empresas e junho para MPMEs – ambos os casos, em função da base de comparação prévia. Ainda assim, o saldo das operações se manteve em crescimento durante o ano de 2021, quando comparado a 2020.

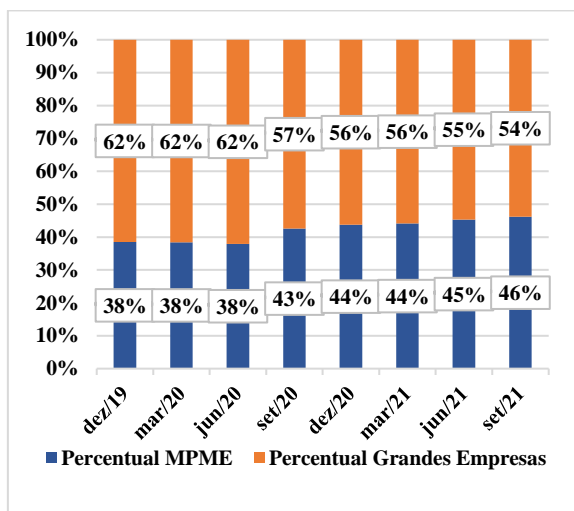
Em geral, os gráficos 4.5 e 4.6 evidenciam um nível crescente de endividamento das pessoas jurídicas, que na teoria minskyina sinaliza uma transição para um período de fragilização dos agentes econômicos. No cenário macroeconômico atual, o fluxo de caixa das empresas não deverá apresentar um crescimento expressivo, dificultando a compatibilização de suas receitas e o pagamento dos financiamentos tomados durante a pandemia. Somado a isso, a subida dos juros e deterioração das expectativas irão encarecer o custo de novas concessões de crédito, dificultando a rolagem das dívidas. Em resumo, a perspectiva futura deverá ser de estagnação na procura pela produção das empresas, piora nas condições de mercado e redução do apetite ao risco de instituições financeiras.

Para o segmento das MPMEs, esse diagnóstico se torna mais grave, uma vez que se encontram, naturalmente, em posições de maior fragilidade, resultado da maior sensibilidade de suas receitas a variações de renda e do crescimento do endividamento na pandemia. Tudo leva a crer que a inadimplência será um ponto de atenção, com a oferta de crédito em estagnação e encarecida. Esse cenário se torna mais preocupante porque não se espera uma atuação ativa

⁶³ (DE MENDONÇA, NAPPI e CUBERO, 2020)

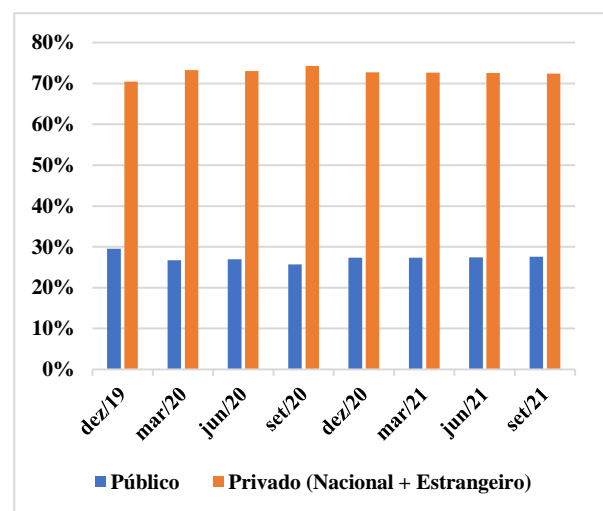
do governo na promoção de crédito direcionado novamente. Além disso, o momento criado pela pandemia cria uma diferença em relação aos ciclos de fragilidade econômica da teoria minskyiana, quando se considera que a economia, em geral, de 2015 até hoje, não apresentou um crescimento sustentado que desse robustez aos agentes. Durante os anos de 2020 e 2021 as condições ao crédito foram mantidas artificialmente melhores, por conta de políticas expansionistas. Retirados os estímulos, é possível que retorne ao quadro de baixo dinamismo pré-pandemia.

Gráfico 4.7 - Participação na carteira de crédito do sistema bancário



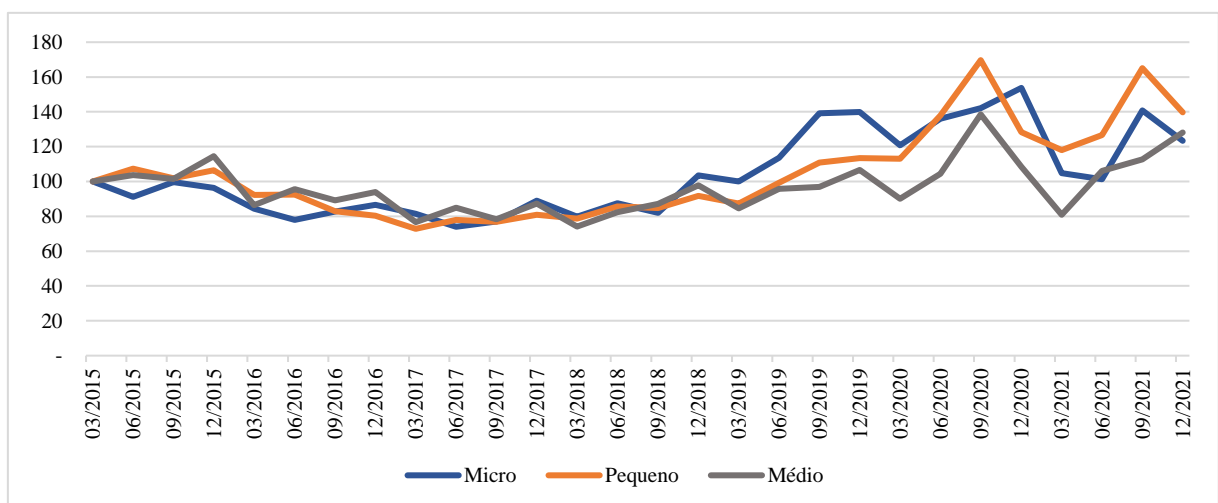
Fonte: IF-BCB

Gráfico 4.8 - Percentual da carteira das MPMEs por controle



Fonte: IF-BCB

Gráfico 4.9 - Evolução das concessões MPMEs desagregado (Base 03/2015 = 100)



Fonte: DATASEBRAE

Dados do Banco Central sobre a composição das carteiras do sistema bancário (estoques) e por tipo de controle são consistentes com dados anteriores. O aumento da carteira de crédito formado por empresas de tamanhos menores condiz com os dados anteriores, os quais possibilitaram a argumentação de que, em geral, o crédito bancário na pandemia se direcionou às empresas mais vulneráveis e que as grandes empresas buscaram fontes de financiamento mais atrativas ou reduziram seu endividamento. Da mesma forma, a desagregação por tipo de controle evidencia a estratégia do governo de atuar por meio de estímulos às instituições financeiras, em vez de disponibilizar recursos diretamente. A maior participação de bancos privados é um fenômeno esperado, dado o desenho dos programas de garantia: a participação do crédito em controle de instituições públicas que se encontrava em 30% no fim de 2019 caiu para 28% no final de 2021.

Ao analisar os dados relativos às micro, pequenas e médias empresas, verifica-se que antes de 2019, as concessões de crédito evoluíram de forma distribuída entre as categorias. Também pode-se verificar que, durante 2015-2018, as concessões apresentaram uma queda, colaborando para a análise que caracteriza a economia brasileira, nesse momento, como estagnada. A partir do início da disseminação da covid-19 no Brasil, percebe-se que, em 2020 as concessões para empresas de pequeno porte foram maiores em relação aos outros segmentos.

A explicação pode ser dividida em dois fatores. As medidas emergenciais federais de crédito direcionado tiveram foco principal as empresas pequenas, com faturamento anual em torno de R\$ 4,8 milhões. A segunda explicação, e a principal, está relacionada ao crescimento expressivo do crédito livre a essas firmas. É possível que esse comportamento do crédito livre esteja relacionado à heterogeneidade dentro do segmento das MPMEs, já que empresas de menor porte expressam mais as características gerais do grupo de forma mais intensa, sendo mais frágeis e carentes de recursos e histórico. Dados do mapa das empresas, elaborado pelo governo a partir de diversas bases de dados⁶⁴, revela que, comparando o número de empresas ativas até fevereiro de 2020 e aquelas que encerraram atividades em algum momento no resto do mesmo ano, as microempresas não enquadradas como MEI fecharam quase duas vezes mais que pequenas empresas.

⁶⁴ <https://www.gov.br/governodigital/pt-br/mapa-de-empresas/painel-mapa-de-empresas>

Tabela 4.2

Evolução do crédito direcionado em número índice (Base 12/2019 = 100)	Micro	Pequenas	Médias
03/19	55	106	95
06/19	71	88	160
09/19	91	93	120
12/19	100	100	100
03/20	61	76	74
06/20	227	479	281
09/20	245	223	256
12/20	275	332	172
03/21	72	76	116
06/21	71	100	174
09/21	82	98	161
12/21	89	99	188

Tabela 4.3

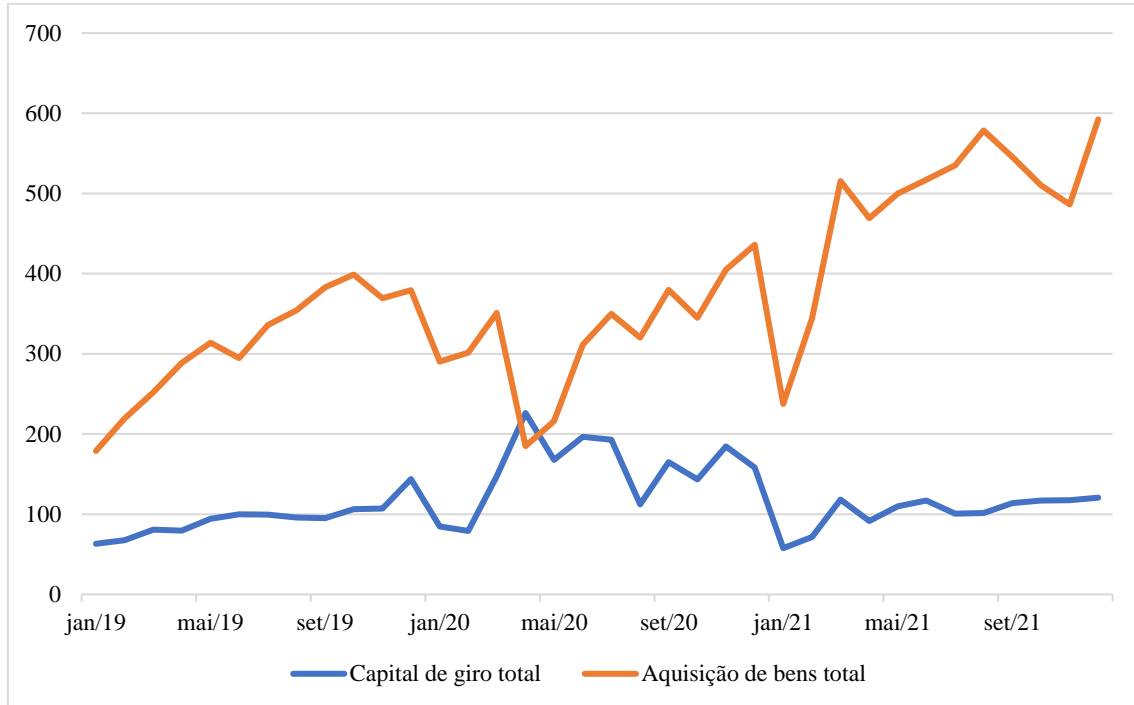
Evolução do crédito livre em número índice (Base 12/2019 = 100)	Micro	Pequenas	Médias
03/19	72	76	79
06/19	81	87	88
09/19	100	98	90
12/19	100	100	100
03/20	87	100	85
06/20	95	114	94
09/20	99	148	127
12/20	107	108	100
03/21	75	105	75
06/21	72	112	98
09/21	101	146	105
12/21	88	124	119

Fonte: DATASEBRAE

A tabela de dados do crédito direcionado por porte de MPMEs é reveladora em diversos aspectos. Fica clara a escala das medidas emergenciais de 2020 e o foco grande no auxílio de pequenas empresas no momento imediatamente após o *lockdown*, com o crédito direcionado a elas crescendo cerca de cinco vezes entre o primeiro e segundo trimestre de 2020. A passagem ao ano seguinte é marcada por uma forte contração nas concessões, em todas as categorias, devido ao fim dos programas emergenciais, que não contaram com uma continuidade, pelo menos no mesmo nível. Ao longo de 2021, observa-se que a expansão dos empréstimos foi mais forte nas micro e médias empresas.

4.2.2 Modalidade

Gráfico 4.10 - Evolução das concessões de crédito livre (Base 01/2015 = 100)



Fonte: BCB

Para o ano de 2020, percebe-se que a principal destinação das concessões livres foi, de acordo com o esperado, para capital de giro. Como de costume, a recessão reduziu a procura pela produção das empresas. Porém, a especificidade de uma crise sanitária, caracterizada pela restrição à mobilidade, se tornou um agravante, impedindo que funcionários e consumidores acessassem fisicamente as empresas e, ainda que a demanda não tivesse caído, o fluxo interrompido de pessoas resultaria em dificuldades de manter estabelecimentos funcionando, estimulando a busca por crédito.

Da mesma forma, a redução de investimentos, expressa pela série de aquisição de bens total, fica evidente no Gráfico 4.10, especialmente no primeiro semestre de 2020. A partir desse momento, o capital destinado à expansão cresce de forma acelerada e termina o ano acima do nível de 2019. Em contraste aos períodos recessivos anteriores, a origem não econômica da recessão e as medidas de liquidez do governo contribuíram para essa recuperação. A necessidade de adaptação de negócios, como, por exemplo, o investimento em tecnologia para comercializar em plataformas digitais e o barateamento do crédito, viabilizando projetos, contribuíram para gerar estímulos ao investimento.

O ano de 2021 foi permeado de incerteza acerca da continuidade da pandemia e da permanência de políticas econômicas expansionistas. Alguns dos programas emergenciais foram continuados, apesar de contarem com uma escala menor, e a taxa de juros saiu do nível de 2% para 9,25% no final do ano. O Gráfico 4.10 deixa evidente que o destino das concessões, em 2021, se tornou o investimento e o capital de giro se manteve em nível muito similar àqueles de 2019. Considerando-se a demanda por financiamento para expansão produtiva das empresas tem relação com a taxa Selic, que se encontrava ainda muito reduzida até o segundo trimestre de 2021, suficientes para que investimentos estivessem sendo estimulados – para além das demandas impostas para adaptação à pandemia⁶⁵.

Essa divisão fica mais clara a partir dos dados do Sebrae (tabelas 4.4 e 4.5), que permitem desagregar as concessões por modalidades e porte das MPMEs. Percebe-se, de início, que o crédito está concentrado em quatro categorias principais: (i) capital de giro; (ii) cartão de crédito etc.; (iii) direitos creditórios; e (iv) investimento.

Tabela 4.4 – Participação dos tipos de concessões em relação ao total, por porte

MICRO	03/20	06/20	09/20	12/20	03/21	06/21	09/21	12/21
Capital de giro	26%	35%	53%	46%	35%	36%	49%	33%
Cartão de crédito, cheque especial e crédito rotativo	32%	20%	13%	21%	25%	21%	16%	21%
Direitos creditórios	24%	12%	13%	16%	22%	23%	18%	26%
Arrendamentos	1%	0%	1%	0%	0%	1%	0%	1%
Crédito para investimento	14%	30%	18%	15%	16%	17%	13%	15%
Microcrédito	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%
Capital de giro agrícola	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Crédito para investimento agrícola	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Outras modalidades	2%	2%	1%	1%	2%	2%	2%	2%
PEQUENAS	03/20	06/20	09/20	12/20	03/21	06/21	09/21	12/21
Capital de giro	23%	32%	53%	42%	28%	30%	46%	26%
Cartão de crédito, cheque especial e crédito rotativo	36%	22%	15%	18%	25%	24%	20%	30%
Direitos creditórios	24%	13%	13%	20%	23%	23%	17%	24%
Arrendamentos	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Crédito para investimento	15%	33%	19%	18%	22%	21%	15%	19%
Microcrédito	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Capital de giro agrícola	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Crédito para investimento agrícola	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Outras modalidades	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
MÉDIAS	03/20	06/20	09/20	12/20	03/21	06/21	09/21	12/21
Capital de giro	23%	38%	56%	43%	23%	21%	25%	24%
Cartão de crédito, cheque especial e crédito rotativo	28%	19%	11%	13%	19%	13%	19%	20%
Direitos creditórios	28%	18%	16%	25%	35%	25%	34%	34%
Arrendamentos	1%	0%	0%	0%	1%	0%	1%	1%
Crédito para investimento	11%	18%	10%	11%	14%	35%	14%	13%

⁶⁵ Nesse caso, refere-se aos investimentos necessários para adaptação à restrição à mobilidade, como, por exemplo, a migração para serviços digitais.

Microcrédito	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Capital de giro agrícola	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Crédito para investimento agrícola	0%	0%	0%	1%	1%	0%	1%	0%
Outras modalidades	9%	5%	6%	6%	7%	4%	6%	6%

Fonte: DATASEBRAE

Tabela 4.5 - Concessões por Modalidade (R\$ bilhões)

MPMEs	03/20	06/20	09/20	12/20	03/21	06/21	09/21	12/21
Capital de giro	40,54	73,17	143,39	89,14	42,69	57,46	78,64	58,52
Cartão de crédito, cheque especial e crédito rotativo	53,75	41,40	31,96	31,46	35,78	39,33	43,15	53,75
Direitos creditórios	46,62	33,21	37,92	47,19	49,66	57,44	61,93	71,62
Crédito para investimento	21,55	48,29	35,21	27,97	27,60	71,66	32,50	35,18
Grandes Empresas	03/20	06/20	09/20	12/20	03/21	06/21	09/21	12/21
Capital de giro	25,21	73,90	35,03	52,00	20,30	30,70	27,03	30,56
Cartão de crédito, cheque especial e crédito rotativo	6,11	5,91	3,75	3,85	3,50	3,86	4,68	6,53
Direitos creditórios	114,01	86,63	88,56	109,29	126,77	161,31	158,55	179,63
Crédito para investimento	32,56	35,06	13,90	18,70	24,95	24,60	21,63	29,62

Fonte: DATASEBRAE

Durante o período, o crédito para capital de giro é, previsivelmente, o mais representativo. O comportamento dessa modalidade para os três portes de empresas foi similar durante o ano de 2020. A manutenção dos custos fixos, a despeito das restrições ao trânsito, durante o ápice pandêmico, foi o motivo principal para o protagonismo dessa linha de crédito. O crescimento dessa participação ao longo do ano pode ser justificado pelo surgimento e adoção crescente de medidas emergenciais, assim como as revisões que flexibilizaram as condições⁶⁶, e o fim das reservas das empresas.

É necessário destacar que a modalidade “Cartão de crédito, cheque especial e crédito rotativo” não é adequada ao perfil normal de pessoas jurídicas, que necessitam de recursos a juros mais baixos e a prazos maiores. É característico de empresas menores a grande participação desse tipo de financiamentos, tanto por desconhecimento, quanto por restrição de oferta em outras modalidades. Portanto, a presença dessa modalidade como uma das principais linhas de crédito torna-se um elemento de fragilidade às MPMEs.

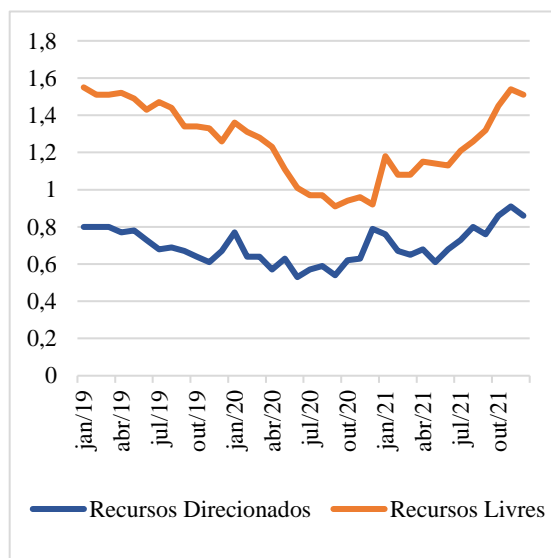
⁶⁶ Cabe destacar que o Pese sofreu alterações para torná-lo mais atrativo, alterando condições como o teto do empréstimo e a necessidade de manutenção do emprego aos níveis pré-pandemia.

Em 2021, houve um descolamento das médias empresas, enquanto as micro e pequenas mantiveram trajetória similar, ainda que as microempresas tenham se mantido mais dependentes dessa modalidade de crédito. Esse fenômeno se relaciona com a retomada da economia e a tendência natural de maior robustez das médias empresas. O enfraquecimento do *lockdown* e a volta da mobilidade, mesmo que ainda desaconselhada, reestabeleceu uma parcela das entradas de caixa, melhorando a saúde financeira das empresas. Desbloqueou também outros canais de crédito, como, por exemplo, o adiantamento de recebíveis, e acabou por estimular os investimentos.

Por fim, o crescimento de direitos creditórios está fortemente relacionado à retomada da economia. No que diz respeito às MPMEs, o principal fator de crescimento para essa modalidade é a antecipação de recebíveis e desconto de duplicatas. Com a retomada da economia a partir de 2021, o fluxo de caixa das empresas foi restabelecido. No entanto, vendas a prazo criam descasamentos entre o saldo presente e futuro, fazendo com que as empresas optem por negociar com instituições financeiras para recebimento imediato dessas vendas com um percentual descontado. Empresas médias podem oferecer aos clientes vendas com prazos maiores e negociar taxas de desconto mais atrativas com instituições, tornando-se uma via alternativa de financiamento, o que nem sempre é verdade para micro e pequenas empresas.

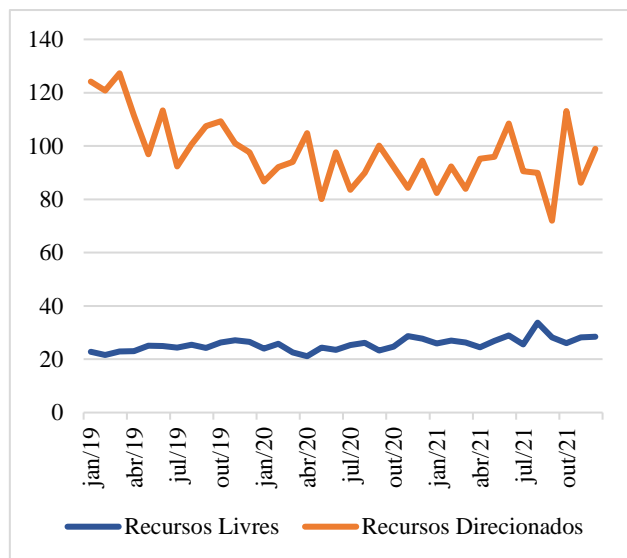
4.2.3 Condições de crédito e inadimplência

Gráfico 4.11 - Taxa média das operações de crédito para PJ (a.m)



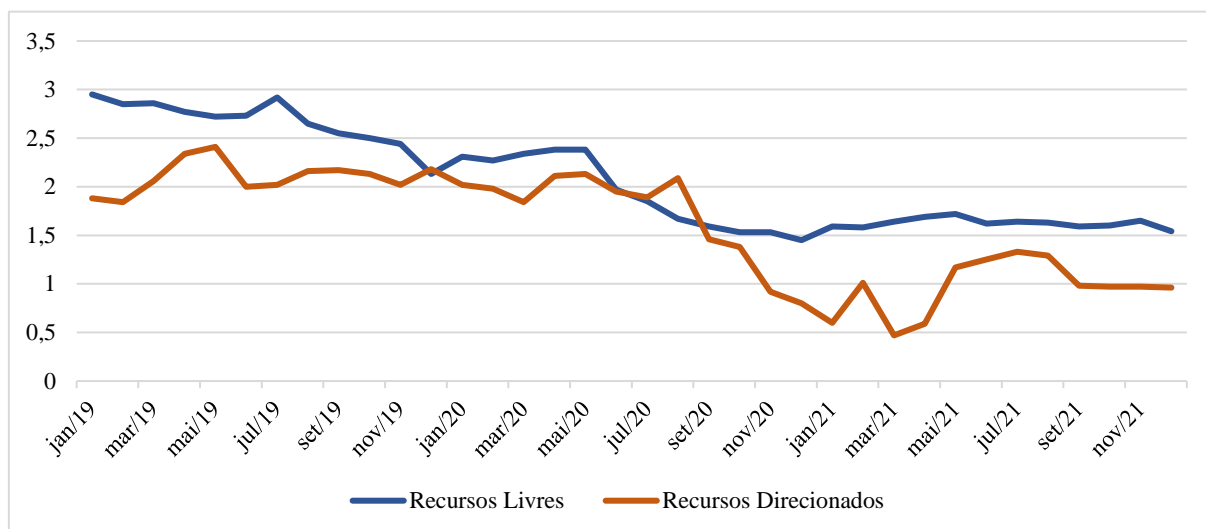
Fonte: BCB

Gráfico 4.12 - Prazo médio das concessões de crédito para PJ (meses)



Fonte: BCB

Gráfico 4.13 - Inadimplência da carteira de crédito - Pessoas jurídicas (%)



Fonte: BCB

Em relação as taxas e prazos das operações (gráficos 4.11 e 4.12), de modo geral, é esperado que o crédito direcionado tenha condições mais atrativas. No período analisado, os financiamentos com recursos livres tinham um vencimento, em média, de 25,6 meses, enquanto esse mesmo número para os empréstimos direcionados era de 97,2 meses, quase quatro vezes maior. Os prazos de concessões livres pouco se alteraram durante o período, enquanto os prazos dos recursos direcionados se reduziram entre 2019 e 2020. A queda dos prazos, para a modalidade direcionada, podem estar conectadas às mudanças da orientação à destinação desse crédito, já que os principais programas federais colocaram a manutenção do capital de giro como objetivo expresso de grande parte deles.

A taxa média mensal das operações exhibe comportamento esperado, no qual as taxas livres são superiores às direcionadas. No entanto, nota-se o efeito da queda na taxa Selic, que reduziu ambas as taxas, assim como o diferencial médio entre elas de 0,71 p.p. em 2019 para 0,42 p.p. (a.m.) em 2020. Este efeito é condizente com a expectativa tradicional de que a redução de juros reduz o custo do crédito bancário. Percebe-se, porém, que o movimento das taxas de juros do crédito não acompanhou exatamente a Selic, principalmente em relação ao crédito livre. A partir de janeiro de 2021, já nota-se uma rápida elevação dos custos de novas concessões. No Brasil, bancos respondem fortemente a aumentos de custo, encarecendo os financiamentos, processo este potencializado pela alta concentração do setor bancário⁶⁷. O fim dos programas federais de auxílio de crédito possui relação com esse fenômeno, uma vez que

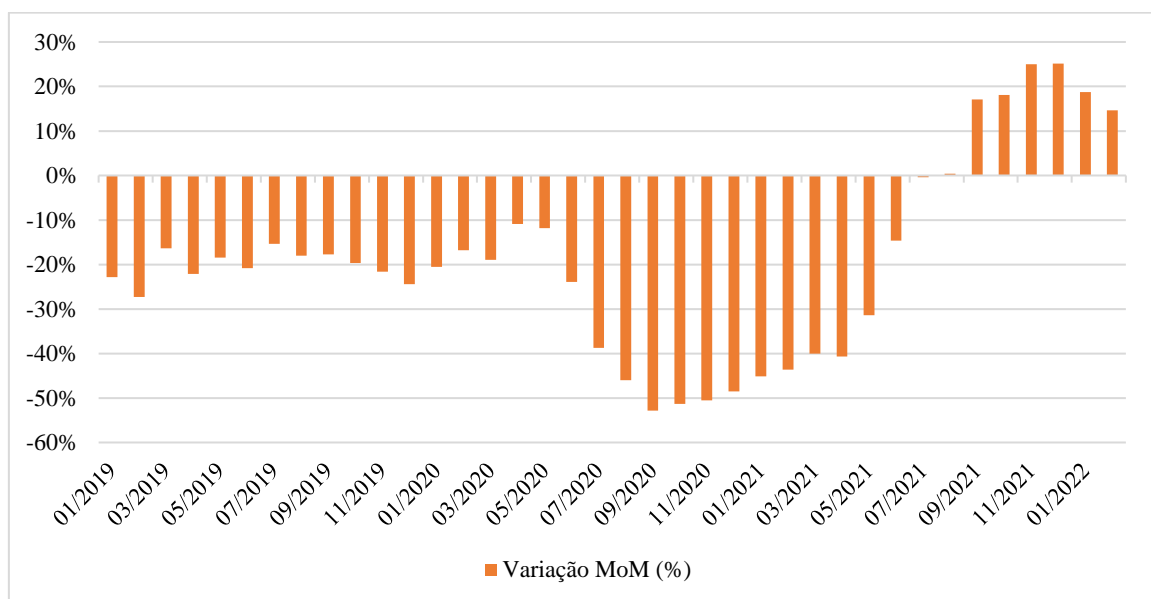
⁶⁷ Santos (SANTOS, 2021) calcula que o aumento de custos respondem por 78% dos aumentos nos *spreads* no Brasil, enquanto a concentração explica 22%. Entretanto, vale a ressalva que o trabalho não estima o impacto da concentração na absorção dos custos.

as taxas deixaram de ser reguladas. As expectativas de subidas da taxa Selic também contribuíram, por antecipação, para elevação dos juros das operações.

As taxas de inadimplência dos recursos livres e direcionados, como exposto nos gráfico 4.13, mantiveram-se próximas. Essa proximidade se relaciona com a queda da taxa Selic, reduzindo os custos do crédito para a modalidade livre. Também está conectada com a melhora da economia, já que a oferta de crédito é flexibilizada em momentos de recuperação e expansão. Outro detalhe importante é que as taxas de inadimplência possuem uma defasagem em relação às concessões, relacionada à progressão dos pagamentos, mudanças nas condições da economia e prazos. Não é coincidência que as principais medidas emergenciais de 2020 concederam seis meses de carência, que existiram medidas de flexibilização de pagamentos e negociação de dívidas até o segundo semestre desse ano, e houve queda da taxa de inadimplência até meados de 2021.

Os dados disponíveis ainda não evidenciam integralmente os impactos sobre a inadimplência do aumento da taxa Selic pelo BCB, iniciado no começo de 2021 e acelerado no segundo semestre. Porém, ainda que se possa afirmar que a tendência, para o futuro, é de crescimento das taxas de inadimplência, devido ao aumento dos juros de novas concessões de crédito livre, uma espécie de *puzzle* ainda se configurava a partir das lentes minskyanas: por que a inadimplência não aumentou significativamente em meio à crise. Nesse sentido, uma análise desagregada pode ser de grande auxílio para entender o ocorrido.

Gráfico 4.14 - Dados inadimplência de MPMEs



Fonte: BCB

Os dados de variação mensal da inadimplência das MPMEs revelam que os créditos em atraso vinham caindo já em 2019. Com a chegada da covid-19 no país, e a imposição das medidas de restrição, houve risco de reversão dessa tendência, como mostram os dados para os meses de abril e maio de 2020. Isso, porém, não se concretizou devido aos programas de crédito direcionado e as diversas outras medidas de liquidez e crédito geral, a exemplo das flexibilizações em operações pré-pandemia. Os prazos de carência obrigatórios de, no mínimo, seis meses para a maior parte das medidas⁶⁸ geraram um importante alívio ao caixa das MPMEs. Ao considerar que a vigência da maioria dos programas federais se encerrou no fim de 2020, o crescimento da inadimplência, pouco depois de junho de 2021, alinha-se bem com o desenho dos programas.

Tabela 4.6 - Taxas médias de juros (a.a)

	Micro	Pequenas	Médias	Grande
2012	29,4%	33,1%	23,2%	19,8%
2013	26,8%	29,4%	21,7%	20,0%
2014	25,8%	27,3%	21,6%	21,4%
2015	33,1%	34,3%	27,8%	28,1%
2016	38,8%	40,1%	33,6%	35,2%
2017	42,8%	46,1%	37,6%	35,2%
2018	38,1%	44,4%	33,0%	33,5%
2019	38,2%	45,5%	31,6%	31,5%
2020	35,1%	43,2%	29,7%	30,5%
2021	36,1%	46,4%	29,5%	32,4%

Fonte: DATASEBRAE

Tabela 4.7 - Taxas Médias de inadimplência (a.a)

	Micro	Pequenas	Médias	Grande
2012	9,1%	9,9%	5,7%	2,5%
2013	8,7%	8,4%	6,2%	3,0%
2014	7,8%	9,1%	5,7%	2,9%
2015	9,6%	10,3%	7,2%	3,4%
2016	13,7%	14,5%	9,7%	3,7%
2017	13,2%	13,0%	10,0%	4,5%
2018	9,5%	10,5%	7,7%	4,0%
2019	8,6%	10,6%	6,0%	3,4%
2020	8,6%	11,2%	5,9%	3,4%
2021	8,4%	10,3%	5,5%	2,4%

Fonte: DATASEBRAE

Ao desagregar os dados de juros e inadimplência, dos últimos dez anos por porte de empresa, percebe-se que os custos do crédito encontram-se altos desde 2015. Este fenômeno explica o comportamento das taxas de inadimplência, tendo em vista que crescem naturalmente com o encarecimento dos empréstimos. Esse crescimento dos maus pagadores, por sua vez, justifica um aumento da percepção de risco pelas instituições, intensificando a elevação dos custos. No entanto, durante o período 2019-2021, a taxa Selic sofreu cortes sucessivos, tendo sido reduzida a 2,0% a.a., a inadimplência caiu a níveis próximos de 2012-2014, mas não se verificou queda similar nas taxas de juros, mesmo com os programas emergenciais. Isso é um indicativo tanto

⁶⁸ Pese, Peac-Maquinhã e CGPE contaram com 6 meses de carência obrigatórios. Pronampe, responsável por 24% do crédito gerado pelas medidas emergenciais, incluiu 8 meses de carência obrigatória, enquanto o Peac-FGI, que respondeu por 59%, foi criado com carência variável de 6 a 12 meses.

da incerteza criada pela pandemia atuando na percepção de risco dos agentes, quanto das condições idiossincráticas das MPMEs afirmadas no capítulo teórico deste trabalho.

A comparação dos dados de inadimplência das MPMEs e grandes empresas deixa claro que empresas maiores são menos suscetíveis a não honrar seus compromissos, por serem mais sólidas, com fluxo de caixa mais consistente e acesso a vias de financiamento mais adequadas ao longo prazo. Entretanto, as taxas médias de juros ao ano não são muito diferentes entre as empresas médias e grandes, um reflexo do custo alto do crédito no país. No período analisado, o custo menor para empresas médias deve-se à excepcionalidade das taxas de juros praticadas nos programas de garantia e crédito direcionado.

As tabelas também demonstram grandes diferenças no segmento de MPMEs. Os dados parecem apontar que as empresas pequenas são mais frágeis que as microempresas. É comum que microempresas apresentem um alto grau de informalidade⁶⁹, que não apresentem maturidade organizacional para levar adiante projetos, ou considerar operar com recursos de terceiros, e que o gestor não tome conhecimento das linhas de crédito disponíveis⁷⁰. Dessa forma, como já apontado, é frequente que a fronteira entre pessoa física e jurídica seja mal definida quanto menor a MPME, ou mesmo que o crédito não seja acessado, fazendo com que os dados não sejam muito precisos e não reflitam bem a realidade.

Ainda assim, é pertinente uma comparação entre pequenas e médias empresas. A diferença das taxas de juros das concessões entre esses segmentos foi, em média, de 9,4 p.p., demonstrando que o tamanho da empresa está relacionado ao custo de captação de recursos. Durante a pandemia, as medidas de crédito beneficiaram ambos os segmentos, como verificado pelas quedas do custo do crédito entre 2019 e 2020. Porém, entre 2020 e 2021, os juros voltaram a subir para pequenas empresas, enquanto as taxas para as médias permaneceram estagnadas.

A comparação entre a inadimplência de pequenas e médias empresas deixa mais clara a diferença na percepção de risco sobre elas. O comportamento delas é similar ao dos juros e condizente com o esperado, com os pequenos negócios tendo mais dificuldade em honrar compromissos. Entretanto, para os anos de 2019 até 2021, os níveis de inadimplência destes tiveram tendências contrárias aos dos juros das suas concessões. Ou seja, a melhora no pagamento conviveu com o encarecimento do crédito.

⁶⁹ (NETTO, VITURINO, *et al.*, 2021, p. 19)

⁷⁰ (NOGUEIRA e ZUCOLOTO, 2019, p. 141-143) O estudo argumenta ainda que, mesmo para medidas de crédito direcionado, ainda existe dificuldades para chegar em microempresas, pela frequente aversão ao estado por parte do gestor

4.3 SÍNTESE

O comportamento da economia durante os anos de 2020 e 2021 se mostrou anormal e diferente das experiências recentes. A atuação do Estado, que empregou políticas ativas para a manutenção da renda durante os períodos de distanciamento social, foi um dos elementos principais para o “sobe e desce” da economia brasileira. Em relação ao mercado de crédito, uma análise dos dados aponta que o conjunto de medidas para expansão da liquidez foi fundamental para gerar algum dinamismo no mercado de crédito e a principal causa dos contrastes entre expectativas e a realidade.

Em relação ao mercado de crédito, espera-se que crises se configurem como um momento de baixa oferta e demanda, alinhado com o comportamento pró-cíclico de tomadores e emprestadores. O custo do crédito tende a tornar-se elevado, a ponto de ser proibitivo, e a oferta tende a ser restrita, com o direcionamento dos recursos bancários apenas para bons tomadores, ativos mais líquidos e seguros. A diminuição da renda reduz a capacidade de empresas de arcar com financiamentos correntes, assim como a baixa perspectiva de melhora e os custos mais altos inibem a captação de novos empréstimos.

No entanto, o que se verificou durante a pandemia no mercado de crédito às empresas brasileiro foi uma sustentação da oferta de empréstimos e até mesmo um crescimento rápido a partir de meados de 2021, com grande resiliência da demanda por crédito, que permaneceu positiva em todo período⁷¹. A distância entre os postulados teóricos e a realidade pode ser explicada por dois fatores. O primeiro é a origem exógena, da crise, da esfera econômica. A pandemia causada pela covid-19 exigiu uma adoção de medidas restritivas propositais para evitar mortes. Porém, de certa forma, pode-se entender que houve uma preservação das tendências que existiam até então, mesmo que, em nível, a economia tenha apresentado uma queda. O segundo fator, que ajuda a explicar o primeiro, é a atuação do governo para preservação da renda e para adequar outras políticas ao novo nível de atividade econômica, de forma a retornar rapidamente à normalidade. Não só no Brasil, mas também no mundo, os Estados realizaram políticas fiscais de auxílios e transferências para a população, tentando reduzir o nível das perdas decorrentes da covid-19.

As medidas de liquidez dos bancos centrais atuaram para reduzir o entesouramento dos agentes financeiros frente à grande incerteza causada pelo choque foi um aspecto fundamental. A redução das taxas de juros se tornou um símbolo dessas políticas, estimulando a realocação

⁷¹ Séries 21383 e 21381 (SGS, BCB).

de recursos para ativos de maior rentabilidade e viabilizando a expansão do crédito. Em especial, no crédito voltado para o segmento das MPMEs, que possuem restrições maiores que empresas grandes, a adoção de medidas de crédito direcionado no sistema bancário por meio de programas de garantia foi amplamente utilizada para a sustentação de caixa e preservação de negócios.

A oferta de crédito livre sofreu uma queda, porém em magnitude muito menor do que se esperava inicialmente. Dados do BCB revelam que a diferença entre a oferta total esperada e observada foi positiva, sinalizando que as expectativas subestimaram a procura de crédito. É interessante também que, grande parte desse efeito deve-se ao segmento das MPMEs, que buscou mais financiamentos do que se esperava. O realinhamento dessas expectativas impediu que esse fenômeno se repetisse, mas é notável que a oferta observada para essa categoria de empresa foi maior no período 2020-2021 do que o verificado entre 2011 e 2017, dada a gravidade e escala mundial que foi a pandemia.

Da mesma forma, a demanda por crédito também divergiu de experiências de crises passadas e das convenções teóricas, permanecendo positiva durante o período analisado. O crescimento da procura por recursos para a manutenção do capital de giro, principalmente, entre MPMEs, foi de grande importância para que se verificasse essa diferença. Mesmo o crédito livre para aquisição de bens, utilizado como *proxy* para sinalização do apetite por investimentos, se recuperou rapidamente.

À luz da teoria de Minsky, o período da pandemia contribuiu para um aumento potencial da instabilidade econômica. Durante os anos de 2020 e 2021, a política monetária estimulou o mercado de crédito, que representou, para as MPMEs, uma medida emergencial de sustentação a seus fluxos de caixa. Entretanto, o baixo dinamismo econômico vivenciado desde então as coloca em posição de maior endividamento, sem aumento correspondente de seu fluxo de caixa, condições que deslocam as unidades *Hedge* em patamares cada vez mais especulativos. A retirada prematura das medidas de crédito direcionado de larga escala, junto com os aumentos da taxa de juros, cria dificuldades para refinanciamentos e renegociações de dívidas das unidades especulativas e *Ponzi*. A transição das MPMEs para posições de maior fragilidade aumenta a instabilidade econômica e, a depender do volume agregado em risco de inadimplência, é possível que esse efeito se dissemine⁷².

⁷² A falta de disponibilidade de dados sobre os balanços e fluxos de caixas de empresas de menor porte é um limitador para avaliar efetivamente como evoluiu o grau de fragilidade financeiras dessas firmas. Essa análise empírica transcende o escopo deste trabalho, mas figura como uma temática importante para a agenda de pesquisa sobre estabilidade financeira no Brasil contemporâneo.

Conclui-se que, no Brasil, o Estado atuou de forma importante no mercado de crédito, utilizando-o como ferramenta de preservação de pessoas jurídicas de menor porte. A política monetária conseguiu evitar um choque negativo de liquidez, com a redução sem precedentes da taxa de juros atuando para estimular a demanda por recursos pelas firmas e as instituições financeiras a atuarem na oferta de recursos. Os impactos dos programas de garantia se mostraram cruciais para a sustentação do segmento das MPMEs, uma vez que foram desenhados, principalmente, como ferramenta de auxílio a essas empresas, que não acessam o mercado de capitais.

Deve-se considerar, por fim, que as medidas do governo optaram por dar continuidade ao modelo de intervenção estatal indireta, adotado desde 2016, que privilegiou a atuação via garantias e incentivos às instituições financeiras privadas, além de possuir um alcance limitado no tempo. Cabe destacar, também, que esse modelo é diferente daquele adotado durante a crise de 2008, a recessão em escala global anterior, no qual as políticas anticíclicas postas em prática contaram com a participação, em peso, de bancos públicos. É nesse sentido que a retirada dos estímulos, a reversão da política monetária, com elevação das taxas de juros, e a estagnação econômica, podem acelerar um processo de fragilidade financeira – e, portanto, no risco de crédito – das MPMEs. À luz da teoria minskyana, a instabilidade do sistema econômico pode estar sendo fomentada, caso o Estado não decida por agir novamente.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como definido, o propósito geral deste trabalho era investigar como se comportou a dinâmica do mercado de crédito para as MPMEs no Brasil e durante a pandemia. Evidentemente, esta análise será incompleta, tendo em vista que o choque causado pela covid-19 ainda se propagará durante anos, dado sua severidade. No entanto, esse trabalho tem capacidade de contribuir de forma única, revelando um retrato deste período decisivo, no qual o caminho que a economia brasileira seguirá ainda está em aberto. A exposição sobre as medidas do governo, durante 2020, teve o objetivo de destacar o elemento que conteve uma recessão ainda mais grave, ajudando a preservar uma das bases do emprego no país, as MPMEs.

A fundamentação teórica foi uma ferramenta importante para entender o funcionamento normal dessa dinâmica estudada e como era de se esperar que se comportaria em momentos de recessão. Para esse mercado em particular, o entendimento dos elementos de oferta de crédito, em razão da soberania da vontade dos bancos, foi o principal para a análise. Em especial, a preferência pela liquidez de instituições financeiras, contrapostas com seu desejo de

rentabilidade, risco das operações e custo de oportunidade, dado pela segurança da taxa Selic, mostraram-se os elementos mais importantes a serem entendidos, tanto em momentos de normalidade econômica, quanto os de recessão. Por fim, o arcabouço minskyano esclarece a necessidade da manutenção dos fluxos de crédito, os efeitos de um estancamento destes, assim como justificar a sustentação desse mercado em meio à pandemia.

Expor as características das MPMEs foi outra tarefa, na qual o trabalho apoiou-se. De início, deve-se enfatizar o papel desse segmento na geração de emprego e crescimento para qualquer economia. Em seguida, tendo em vista suas restrições internas e sensibilidade às condições de mercado, deixa-se claro o papel do crédito em flexibilizar a gestão de caixa dessas empresas, criando mais espaço para compatibilizar seus fluxos presentes e futuros. Ainda assim, em razão de sua sobrevivência estar tão condicionada a sua capacidade de captação de recursos, torna-se explícita a importância da oferta abundante e barata de crédito a essas firmas, mesmo em face aos riscos maiores que envolvem.

A exposição teórica também permite avaliar quais as medidas do governo tiveram impacto relevante na manutenção do crédito. Dentre as medidas de liquidez geral, a redução da Selic configura-se como a principal para o mercado de crédito, uma vez que torna investimentos viáveis, mas, principalmente, leva recursos bancários no sentido de operações mais rentáveis. Para o segmento das MPMEs, é imprescindível entender os programas de garantias de crédito direcionado. Em nível federal, pode-se destacar o Pese, Pronampe, Peacs, CGPE e, posteriormente, o PEC. Todos contaram com objetivos explícitos de redistribuir crédito às MPMEs, oferecendo benefícios às instituições que os ofertavam e condições vantajosas para empresas que contratavam essas modalidades.

A pandemia da covid-19 criou expectativas extremamente negativas em torno do mercado de crédito, principalmente em relação aos fluxos de crédito para MPMEs. Em síntese, entende-se que bancos tentam proteger seu portfólio, atuando de forma defensiva e preferindo manter-se líquidos. Como resultado, a oferta de crédito seria restrita e agentes seriam incapazes de negociar financiamentos ou rolar suas dívidas passadas, criando uma onda de falência e destruição de empregos. Uma vez que as empresas menores possuem maiores graus de fragilidade, estas seriam as mais afetadas pela insuficiência da oferta de crédito. No entanto, como os dados apontam, em geral não foi isso que aconteceu.

A análise empírica destoou da teoria, de forma explicável somente após destaque das medidas do governo de liquidez e programas emergenciais de garantias. O comportamento anticíclico do crédito, durante 2020 e 2021, é um enigma inicial, mas que pode ter explicação na redução histórica da taxa Selic, para menos de 2% a.a, e na redução da percepção do risco.

Essa expansão de liquidez foi suficiente para garantir que o mercado de crédito bancário fosse protegido de um impacto maior, principalmente em relação às concessões livres, enquanto o crédito às MPMEs foi beneficiado pela redução do risco proporcionado pela atuação do governo.

Para as MPMEs, o crescimento das concessões direcionadas foi um elemento de importância fundamental para manutenção de sua compatibilização de caixa, tendo em vista que estas têm acesso restrito ao mercado de capitais, diferente das grandes empresas. É preciso destacar, no entanto, que mesmo em face da atuação mais ativa do governo na promoção do crédito, a forma de incentivo continuou sendo, principalmente, indireta. Verificou-se uma alteração na participação das carteiras de crédito, aumentando a participação do setor público, ainda que o privado manteve-se à frente. No entanto, especialmente para o ano de 2020, os programas de crédito foram os elementos principais para a evolução vista no segmento das MPMEs. O fim da vigência dos programas federais emergenciais pode ser visto nos dados, apesar das flexibilização de medidas de afastamento, manutenção, até o meio deste ano, de juros baixos, e continuidade de certos programas, como o Pronampe, possibilitaram uma tendência de crescimento, cada vez mais lenta.

Como esperado, a modalidade de mais concessões de crédito foi àquela destinada ao capital de giro, uma vez que a paralização comprometeu o fluxo de caixa das empresas e o risco de frustração de projetos de investimentos, durante a pandemia, seria maior que agentes, tanto empresários, quanto bancários, estariam dispostos a se comprometer. Surpreendentemente, as taxas de inadimplência permaneceram controladas até a metade do segundo ano de pandemia, provavelmente em razão dos prazos de carências de 6 a 8 meses obrigatórios dos programas.

Em síntese, pode-se concluir que a participação do governo foi de suma importância para a manutenção da dinâmica de crédito. Não só isso, mas a retirada dos estímulos e a volta de uma austeridade monetária, nesse momento e especialmente para MPMEs fragilizadas pela pandemia, seria um erro. De certa forma, a teoria minskyana, a anormalidade do comportamento do crédito durante o ano de 2020, e o seu lento retorno ao esperado em 2021, demonstra que a economia corre um grande risco de sofrer instabilidade futuras.

REFERÊNCIAS

Programa que financia salários de pequenas e médias empresas entra em operação. Disponível em: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/2020/04/06/governo-regulamenta-programa-para-financiar-salarios-de-pequenas-e-medias-empresas.ghtml>>. Globo.

Relatório de Estabilidade Financeira Publicação Completa Outubro/2021. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/ref/202110>>.

ALVES, A. J.; DYMSKI, G. A.; DE PAULA, L. F. Banking strategy and credit expansion. Cambridge Journal of Economics 32, 2008. 395-420.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Pesquisa Trimestral de Condições de Crédito no Brasil. Trabalhos para discussão 245, 2011.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Economia Bancária. Banco Central do Brasil. [S.l.]. 2017.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório da administração. Banco Central do Brasil. [S.l.], p. 8. 2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Economia Bancária. Banco Central do Brasil. [S.l.]. 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Fechamento de empresas na pandemia. Banco Central do Brasil. [S.l.]. 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Estabilidade Financeira. Relatório de Estabilidade Financeira v.19, nº2, Outubro 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Evolução Recente do Crédito no SFN. Banco Central do Brasil. [S.l.]. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Estabilidade Financeira. Relatório de Estabilidade Financeira v.20, nº2, Outubro 2021.

BANK, W. Small and Medium Enterprises (SMEs) Finance. <https://www.worldbank.org>. Disponível em: <<https://www.worldbank.org/en/topic/smefinance>>. Acesso em: Junho 2022.

BAUDINO, P. Public guarantees for bank lending in response to the Covid-19 pandemic. BIS. [S.l.]. 2020.

Porte de empresa. BNDES. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/porte-de-empresa>>.

CARVALHO, F. J. C. D. A Não-Neutralidade da Moeda em Economias Monetárias de Produção: A Moeda nos Modelos Pós-Keynesianos. Estudos Econômicos v. 21, nº 1, São Paulo, 1991. 11-40.

CARVALHO, F. J. C. D. Sorting out the issues: the two debates (1936/37; 1983-86) on Keynes's finance motive revisited. REVISTA BRASILEIRA DE ECONOMIA Vol 50 nº 3, Rio de Janeiro, 1996. 312-327.

DAVIDSON, P. Finance, Funding, Saving, and Investment. Journal of Post Keynesian Economics Vol 9 nº 1, 1986. 101-110.

DE MENDONÇA, A. R. R.; NAPPI, J. ; CUBERO, M.. MEDIDAS DE ENFRENTAMENTO DA CRISE ECONÔMICA GERADA PELA COVID-19 NO BRASIL: UMA ANÁLISE PRELIMINAR DOS EFEITOS SOBRE O CRÉDITO. XIII Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira. [S.l.]: [s.n.]. 2020.

DE PAULA, L. F. The coronavirus crisis and counter-cyclical policies in Brazil. European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention v.18, 2021. 177-197.

DE 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 v.24, 2019. 1-32.

DYMSKI, G. A. A “New View” of the Role of Banking Firms in Keynesian Monetary Theory. *Journal of Post Keynesian Economics* Vol 14 n° 3, 1992. 311-320.

GOVERNO FEDERAL. Nota Informativa PEAC-MAQUININHAS. [S.l.]. 2021.

JR., G. B. Investimento em alta no Brasil, mas nem tudo que reluz é ouro. Blog do IRBE, 2022. Disponível em: <<https://blogdoibre.fgv.br/posts/investimento-em-alta-no-brasil-mas-nem-tudo-que-reluz-e-ouro>>.

KEYNES, J. M. Alternative Theories of the Rate of Interest. *The Economic Journal* Vol 47, Junho 1937. 241-252.

KEYNES, J. M. The "Ex-Ante" Theory of the Rate of Interest. *The Economic Journal* Vol 47, Dezembro 1937. 668-669.

KEYNES, J. M. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Editora Atlas S.A, 1996.

MARTINS, N. ; TORRES, E. T.; MACAHYBA, L. Os aspectos financeiros da crise do coronavírus no Brasil: uma análise minskyana. *Texto para Discussão* 13, 2020a.

MARTINS, N. M. et al. Taxa de lucro dos bancos no Brasil: uma análise dos seus componentes e de sua evolução no período 2015-2020. *IE-UFRJ Texto para Discussão*, Setembro 2021.

MARTINS, N.; TORRES, E.; MACAHYBA, L. BNDES: as debilidades da TLP, 2020b. Disponível em: <<https://diplomatie.org.br/bndes-as-debilidades-da-tlp/>>.

MINSKY, H. P. The Financial Instability Hypothesis. *The Levy Economics Institute Working Paper Collection* n° 74, New York, Maio 1992. 1-10.

MINSKY, H. P. *Stabilizing an Unstable Economy*. [S.l.]: McGraw-Hill, 2008.

NETTO, M. et al. Apoio às MPMEs na crise da Covid-19: desafios do financiamento para resiliência e recuperação. *BID; ABDE*. [S.l.], p. 1-69. 2021.

NOGUEIRA, M. O.; ZUCOLOTO, G. F. UM PIRILAMPO NO PORÃO. 2. ed. Brasília: IPEA, 2019.

OECD. Strengthening SMEs and Entrepreneurship for Productivity and Inclusive Growth: OECD 2018 Ministerial Conference on SMEs. Paris: OECD Publishing. 2019.

OECD. Productivity in SMEs and large firms. OECD Compendium of Productivity Indicators. Paris. 2021.

OECD. Understanding Firm Growth: Helping SMEs Scale Up. OECD Studies on SMEs and Entrepreneurship. Paris: OECD Publishing. 2021.

PAULA, L. F. R. D. Sistema Financeiro, Bancos e Financiamento da Economia: Uma Abordagem Pós-Keynesiana. Rio de Janeiro: [s.n.], 2011.

SANTOS, T. T. O. High Lending Interest Rates in Brazil: cost or concentration?. Working Paper Series nº550, Maio 2021.

MPEs geram cerca de oito a cada dez novos empregos criados em 2021. SEBRAE. Disponível em: <<https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/ufs/ma/noticias/mpes-geram-cerca-de-oito-a-cada-dez-novos-empregos-criados-em-2021,1e1fc0f4415ce710VgnVCM100000d701210aRCRD>>.

SEBRAE. Anuário do trabalho na micro e pequena empresa. Anuário do trabalho na micro e pequena empresa, São Paulo, n. 6, 2013.

SEBRAE. Análise da crise e impactos para os pequenos negócios. 1. ed. [S.l.]: [s.n.], 2020.

SEBRAE, 2022. Disponível em: <<https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/artigos/entenda-as-diferencas-entre-microempresa-pequena-empresa-e-mei,03f5438af1c92410VgnVCM100000b272010aRCRD>>.

SICSU, J. Brasil: é uma depressão, não foi apenas uma recessão. Revista de economia contemporânea v.23, nº1, 2019. 1-41.

TORRES, E. T. Mecanismos de Direcionamento do Crédito, Bancos de Desenvolvimento e a Experiência Recente do BNDES. Ensaio Sobre Economia Financeira. Rio de Janeiro: BNDES, 2009. Cap. 1, p. 13-56.

TORRES, E. T. Minsky: moeda, restrição de sobrevivência e hierarquia do sistema monetário globalizado. Economia e Sociedade v. 29, nº. 3, Campinas, Dezembro 2020. 737-760.

WORLD BANK. What have we learned from the Enterprise Surveys regarding access to finance by SMEs?, 14 Fevereiro 2012. 1-33.

