



Texto para Discussão 013 | 2020

Discussion Paper 013 | 2020

Os aspectos financeiros da crise do coronavírus no Brasil: uma análise minskyana

The financial aspects of the coronavirus crisis in Brazil: a Minskyian analysis

Norberto Montani Martins

Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro

E-mail: norberto.martins@ie.ufrj.br

Ernani Teixeira Torres Filho

Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro

E-mail: ernanit@hotmail.com

Luiz Macahyba

Mestrando do Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro

E-mail: luizmacahyba@uol.com.br

This paper can be downloaded without charge from

<http://www.ie.ufrj.br/index.php/index-publicacoes/textos-para-discussao>

Os aspectos financeiros da crise do coronavírus no Brasil: uma análise minskyana¹

Agosto, 2020

Norberto Montani Martins

Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro

E-mail: norberto.martins@ie.ufrj.br

Ernani Teixeira Torres Filho

Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro

E-mail: ernanit@hotmail.com

Luiz Macahyba

Mestrando do Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro

E-mail: luizmacahyba@uol.com.br

¹ O trabalho é parte do projeto de pesquisa Observatório do Sistema Financeiro. Mais informações em: <https://sites.google.com/view/osfufRJ>.

Resumo

O arcabouço teórico desenvolvido por Hyman Minsky fornece um conjunto de ferramentas analíticas extremamente poderosas para entender os aspectos financeiros da crise da Covid-19 no Brasil. Tomando como ponto de partida a hipótese de instabilidade financeira e o conceito de restrição de sobrevivência, analisamos a crise atual e as respostas apresentadas pelo governo brasileiro a partir de três processos distintos, porém umbilicalmente conectados. O primeiro é caracterizado pela contração da liquidez dos mercados financeiros e seus efeitos sobre os preços e a negociabilidade dos ativos. O segundo processo, que persistirá enquanto a pandemia durar, evidencia-se pela interrupção das entradas de caixas das empresas e das famílias e nos consequentes desequilíbrios resultantes da manutenção de obrigações firmes (dívidas) ou despesas essenciais. Por fim, um terceiro processo está associado ao agravamento da situação patrimonial das unidades econômicas, que pode provocar a falência dos negócios ao longo de um período que pode transcender a duração da emergência sanitária. A partir desse arcabouço, analisamos como a crise se desenrolou no Brasil e as medidas adotadas pelo governo para combatê-la entre março e julho de 2020. Ao final conclui-se que as medidas de expansão de liquidez anunciadas pelo Banco Central do Brasil conseguiram evitar que a contração da liquidez se transformasse em uma situação de instabilidade financeira. Contudo, o apoio às empresas foi tardio e só não fracassou totalmente pela ação dos bancos públicos no manejo das linhas e programas especiais que foram criados a partir de abril.

Palavras-chave: Coronavírus; Crise; Fragilidade financeira; Liquidez; Minsky.

Classificação JEL: E44; E58; E63; G01.

Abstract

The theoretical framework developed by Hyman Minsky provides a powerful analytical toolbox to understand the financial aspects of the Covid-19 crisis in Brazil. Taking the financial instability hypothesis and the concept of survival constraint as starting points, we analyze the current crisis and the responses of the Brazilian government from the perspective of three distinct, though interconnected, processes. The first process is characterized by the liquidity squeeze in financial markets and its consequences on prices and tradability of assets. The second one, which will last as long the pandemic is not overcome, refers to the interruption of cash inflows to firms and households and the resulting disequilibria from the persistence of financial obligations and essential expenditures. Finally, a third process is associated with the deterioration of economic units' balance sheets, which can lead to failures even after the health emergency is resolved. Based on this framework, we analyze how the crisis unfolded in Brazil and the measures adopted by the government to prevent its effects between March and July

2020. We conclude that liquidity measures adopted by the Central Bank of Brazil contributed to avoid the liquidity squeeze morphing into financial instability. However, the support to business was delayed and did not fail entirely only because of the management of special credit lines and programs by public banks from April on.

Keywords: Coronavirus; Crisis; Financial fragility; Liquidity; Minsky.

JEL Codes: E44; E58; E63; G01.

1 Introdução

A crise da Covid-19 tem características únicas (GEORGIEVA, 2020). Trata-se de um choque provocado por uma doença letal, sobre a qual ainda pouco se conhece. Diante da ausência de um remédio eficaz, como uma vacina ou um medicamento, a saída encontrada pelas autoridades sanitárias se concentrou em evitar o contágio pessoa a pessoa por meio da introdução de medidas de isolamento social. O resultado foi uma forte recessão que se seguiu ao fechamento de fábricas e de estabelecimentos comerciais, acompanhada por elevado desemprego e de medidas compensatórias por parte dos governos nacionais (TOOZE, 2020).

Trata-se, portanto, de um choque que teve uma origem exógena ao sistema econômico. Essa é uma especificidade importante, que diferencia a crise atual da que ocorreu em 2008 (TORRES FILHO; BORÇA JÚNIOR, 2009). Naquele ano, o problema das hipotecas *subprime* nos EUA e a fragilidade dos bancos americanos e europeus gerou um choque endógeno ao sistema financeiro, que culminou na falência mal conduzida do Lehman Brothers e no resgate da seguradora AIG pelas autoridades americanas. Entretanto, a despeito dessa diferença de origem, a propagação do choque do coronavírus ocorreu através meio de processos de fragilização financeira que guardam semelhanças entre si.

Para dar conta do desenrolar da crise atual no Brasil, adotamos nesse trabalho uma visão analítica inovadora, baseada nas teorias e nos *insights* do economista americano Hyman P. Minsky. De acordo com esse autor, o capitalismo é, essencialmente, um sistema financeiro. O funcionamento das economias capitalistas está diretamente relacionado ao impacto das finanças sobre o comportamento dos atores econômicos e das variáveis macroeconômicas (MINSKY, 1967, p. 33). Nossa abordagem, tem como objetivo compreender a evolução da crise do coronavírus na economia brasileira a partir de seus impactos sobre as relações financeiras entre os atores econômicos, tanto nos mercados financeiros quanto no setor “real”.

O ponto de partida minskyano é o fato de todos os agentes econômicos – à exceção do governo – precisarem sempre obedecer a um mesmo princípio básico: a restrição de sobrevivência (TORRES FILHO, 2019; NEILSON, 2019). Eles têm ampla liberdade para comprar, vender e firmar contratos financeiros, mas, em contrapartida, precisam observar,

a todo momento, uma limitação: comandar uma soma de dinheiro igual ou superior ao valor de suas despesas correntes. Caso contrário, terão, no caso das empresas, sua sobrevivência ameaçada pelos credores ou pela justiça. No caso das famílias, poderão ficar sujeitos a privações de suas necessidades básicas. Há, assim, uma penalidade muito forte que está associada à urgência em que medidas compensatórias precisarão ser tomadas.

A estratégia de administração da restrição de sobrevivência adotada por cada agente econômico irá determinar seu grau de fragilidade financeira. Esse conceito minskyano é muito semelhante ao de risco de crédito e pode ser objetivamente mensurado com relação à capacidade das empresas e das famílias continuarem pagando suas dívidas caso venham a se defrontar com uma redução inesperada e prolongada em suas entradas de caixa. Uma unidade robusta (*hedge*) muito provavelmente conseguirá absorver esse tipo de choque, fazendo uso da elevada margem líquida de entradas de caixa que dispõe. Se, no entanto, o volume de obrigações de dívida que a unidade econômica carrega já for muito elevado, provavelmente ela precisará renegociar seus passivos com seus credores, mesmo que em condições adversas. Minsky denominou de especulativas as unidades que são frágeis em menor grau e de Ponzi os casos mais extremos.

Se a economia estiver muito povoada por unidades especulativas e Ponzi, um choque que promova uma perda relevante e generalizada de entradas de caixa pode se disseminar para além das famílias, empresas e até dos bancos diretamente afetados. Isso porque, tendo em vista a interdependência da cadeia de pagamentos, os inadimplementos de uns se transformam automaticamente em perdas de receitas de outros. Nesse caso, em vez do choque inicial ser absorvido pelas unidades diretamente afetadas, ele é amplificado para o restante do sistema econômico. Com isso, a crise toma uma dimensão mais sistêmica, contagiando um número maior de agentes². Outro efeito amplificador decorre dos efeitos desse processo de suspensão de pagamentos sobre os mercados de liquidez e de precificação de ativos: diante da incapacidade de identificarem o risco de crédito dos

² Sobre o conceito de crise e risco sistêmico seguindo esta tradição, ver Montani Martins (2020a).

tomadores de recursos, os investidores e os bancos tendem a adotar posturas muito conservadoras, o que agrava o problema inicial.

Quanto maiores forem as margens de segurança mantidas pelos agentes – e, portanto, mais brandas as suas respectivas restrições de sobrevivência – mais protegidas estarão as unidades de um choque e, conseqüentemente, maior a robustez financeira da economia. Quanto menores forem as margens de segurança, menos protegidas estarão as unidades e maior a fragilidade sistêmica. Assim, *a composição do risco carregado pelas unidades econômicas no momento de um choque irá condicionar sua propagação e seu impacto sobre o sistema econômico como um todo*. Essa é a racionalidade por trás da hipótese de instabilidade financeira de Minsky. A essa racionalidade o autor agrega a constatação de que a economia capitalista, na busca incessante de lucro, leva inexoravelmente bancos e empresas a adotarem posturas financeiras cada vez mais frágeis, na medida em que um ciclo de estabilidade se prolonga no tempo.

A partir desse referencial analítico minskyano, analisaremos o choque associado à pandemia do novo coronavírus sobre a economia brasileira (até julho de 2020) a partir da ótica da fragilidade financeira. Há semelhanças e, até mesmo, interdependência entre o desenrolar que a crise teve nos Estados Unidos – o centro monetário principal do mundo – e no Brasil. Por exemplo, o travamento dos mercados de liquidez nos EUA em março de 2020 foi imediatamente transmitido para o Brasil. Do mesmo modo, as medidas de expansão monetária adotadas pelo Fed tiveram impacto direto na nossa economia, inclusive com a reativação da linha de liquidez automática entre os bancos centrais americanos e brasileiros (*swap* de moedas).

Diante desse cenário, esse artigo tem dois objetivos centrais. O primeiro é apresentar as bases de um arcabouço analítico de filiação minskyana, com o propósito de fornecer as lentes pelas quais se deve compreender a atual crise. O segundo é discutir os impactos financeiros da crise no Brasil e as respostas oferecidas pelo governo aos processos de fragilização financeira aos quais a nossa economia continua a estar sujeita.

O trabalho se divide em mais quatro seções, além dessa introdução. A seção 2 apresenta o arcabouço analítico com base em Minsky. A seção 3 analisa os impactos iniciais – o “choque” – e organiza e descreve as respostas do governo brasileiro em termos de

políticas financeiras e creditícias. A seção 4 discute os primeiros resultados dessas medidas. Por fim, as considerações finais avaliam criticamente a resposta brasileira à luz do corpo analítico apresentado.

2 Uma anatomia minskyana dos processos de fragilização financeira

O esquema analítico utilizado nesse trabalho foi originalmente desenvolvido em Burlamaqui e Torres Filho (2020). De acordo com esses autores, para melhor se entender a evolução da crise do coronavírus, as ideias propostas por Minsky precisam ser aprofundadas e ampliadas em duas áreas importantes. A primeira seria distinguir de forma mais clara os conceitos minskyanos de fragilidade financeira e instabilidade financeira. A segunda seria investigar mais detidamente os processos de fragilização financeira que ocorrem uma vez que a pandemia se instalou.

Ao longo da sua obra, Minsky utilizou os termos fragilidade financeira e instabilidade financeira sem se preocupar em precisar claramente os limites e as diferenças entre os dois conceitos. Mesmo assim, há alguns trechos de suas obras, em que deixou pistas importantes, como na seguinte passagem: “capitalist financial processes mean that the economy has endogenous destabilizing forces. Financial fragility, which is a prerequisite for financial instability, is, fundamentally, a result of internal market processes” (MINSKY, 1986, p. 280).

Nessa passagem, Minsky ilumina dois aspectos importantes que servirão de base a nossa reflexão. O primeiro é que a fragilidade financeira é composta por diferentes processos, que contribuem para aumentar o nível da restrição de sobrevivência enfrentado pelas unidades econômicas. O segundo ponto importante é que a fragilidade financeira antecede e é um pré-requisito da instabilidade, que, por sua vez, deveria ser entendida como um estado particular do sistema capitalista.

Como base em Minsky (1975) e em Burlamaqui e Torres Filho (2020), definiremos fragilidade financeira como um conjunto de processos que, se não interrompidos, geram continuamente uma redução na relação esperada entre o fluxo de entradas líquidas de caixa e o de saídas referentes a juros e amortização de dívida. Essa deterioração pode alternativamente ser também observada na deterioração nas margens de segurança mantidas pelas empresas e pelos bancos (WRAY, 2017, p. 99-100; TORRES FILHO; MARTINS, 2020, p. 17-18).

Instabilidade financeira, diferentemente, diz respeito a uma situação em que os mercados financeiros, por força de um choque exógeno ou endógeno, tornam-se disfuncionais. Nessa situação, há o comprometimento da capacidade de os agentes provedores de liquidez continuarem a oferecer seus serviços para os investidores ávidos a converterem seus ativos em dinheiro. Com isso, essas operações tornam-se demasiadamente caras ou simplesmente cessam de existir e a precificação de títulos de dívida e de ações – ou seja, a valoração do capital financeiro – já não consegue mais ser rotineiramente efetivada. Essa interrupção compromete a operação dos gestores financeiros e a avaliação do valor corrente dos ativos e passivos de empresas e bancos. Diante dessas dificuldades, os mercados imediatamente provocam uma redução substancial no valor da riqueza financeira e, conseqüentemente, das garantias que foram ou que poderiam vir a ser oferecidas nas operações de empréstimos, de derivativos etc.

Para que uma situação de instabilidade – e, portanto, de disfuncionalidade dos mercados financeiros – se instale, é necessário que antes os processos de fragilização já tenham dado origem a uma grande população de agentes econômicos em posição especulativa ou Ponzi. Isso significa dizer que o tecido econômico – antes de um choque – já teria se deteriorado bastante por causa da profusão de unidades que já não seriam mais capazes de no tempo servir toda sua dívida apenas com o resultado líquido de sua geração de caixa (TORRES FILHO, 2019). Outra possibilidade é que o choque seja tão intenso que mova, numa só tacada, toda estrutura financeira da economia para uma situação de maior fragilidade.

Como afirmam Burlamaqui e Torres Filho (2020, p. 6):

The ‘music stops’ when the expected levels of ‘Ponzification,’ in the sense of growing indebtedness against shrinking or vanishing collateral, is suddenly deemed as toxic and not tolerated anymore. If not quickly contained, by Central Bank’s intervention, this process is bound to engender a sudden financial market freeze followed by a cluster of banking crashes – a financial crisis – and a deep economic recession or, likely, a depression.

A partir desse marco geral, é possível identificar que a crise do coronavírus desencadeou a um só tempo, três processos de fragilização diferentes, apesar de muito interconectados. Cada um deles, afetou mais diretamente algum grupo de empresas, instituições financeiras e mercados. Entretanto, todos apresentam em comum um potencial para, se mal geridos pelos governos, evoluírem na direção de um quadro de instabilidade.

O primeiro dos processos a se tornar agudo envolveu os mercados de liquidez. O problema ocorreu de forma mais intensa no final do primeiro trimestre de 2020, no centro do sistema financeiro internacional: o mercado de títulos do Tesouro dos EUA em Nova Iorque. Em poucos dias, houve uma enxurrada de ordens de venda que rapidamente comprometeu a capacidade de as instituições operadoras de mercado (*dealers*) conseguirem absorver em suas carteiras o excesso de títulos oferecidos em troca dinheiro.

Como resultado, o custo desse serviço de liquidez – o que reflete o uso elevado da capacidade de estocar títulos existente no balanço dessas instituições – explodiu, tornando disfuncional o principal mercado de liquidez do mundo. A diferença entre o preço de compra e o preço de venda desses papéis (*bid-ask spread*) no mercado cresceu de 0,1% para 0,48% no espaço de alguns dias. Esse congestionamento ameaçou a precificação desses papéis, que determinam a estrutura a termo da taxa de juros da moeda básica do sistema global. O impacto sobre os mercados de títulos e ações privados e de títulos dos governos do resto do mundo era iminente (DUFFIE, 2020).

A fragilização imposta pelo processo de comprometimento dos mercados de liquidez só não chegou a desencadear uma situação de instabilidade por que o Fed promoveu rapidamente uma intervenção de grande porte (PAULA; SARAIVA, 2020). Nas três semanas que se seguiram ao dia 16 de março de 2020, o banco central americano comprou quase US\$ 1 trilhão em títulos do governo, um volume semelhante ao total desses papéis que os *dealers* tinham em carteira ao final do mês de fevereiro. Só então o *bid-ask spread* voltou a níveis normais. Nesse mesmo período, o mercado de capitais brasileiro também foi afetado e com isso o preço dos ativos financeiro e das ações nacionais despencaram. Como mostraremos adiante, esse episódio levou o Banco Central do Brasil, à semelhança do norte-americano, a realizar uma forte intervenção para conter o processo de ruptura da liquidez de mercado.

O segundo processo de fragilização está relacionado a uma queda substancial, inesperada e sincronizada nas entradas de caixa de um amplo número de famílias, empresas e setores. Essas unidades, em pouco tempo, se viram desprovidas de meios para continuarem pagando suas obrigações correntes. Essa situação se acentuou na medida em que os governos adotaram o isolamento e a paralização das atividades como remédio para conter o avanço da epidemia. A frustração nas entradas de caixa é um processo que ainda está em curso e que precisará de tempo para ser inteiramente apropriado e sanado. A expansão do crédito e dos mecanismos fiscais de assistências foram as principais medidas adotadas para minimizar os efeitos desse segundo processo.

Nesse cenário, o aumento do crédito, principalmente para as famílias e as empresas de menor porte, é a medida mais importante do sucesso alcançado pelas iniciativas governamentais. Apesar de contração na liquidez de mercado ter sido contida em todo mundo com algum sucesso, essa ação, por si só, é insuficiente para mover bancos e investidores a aceitar o risco dos demais agentes econômicos, principalmente os mais vulneráveis. Uma das dificuldades centrais para mitigar esse segundo processo é encontrar medidas que permitam que os emprestadores se sintam confortáveis em aceitar o risco de crédito dos seus novos tomadores. A retomada da demanda agregada a partir de estímulos governamentais também será fundamental para restabelecer os fluxos de renda dos agentes.

O sucesso das medidas adotadas para mitigar tanto os efeitos da fragilização provocada pelo comprometimento da liquidez de mercado – passageiros no caso do coronavírus – quanto o acúmulo de descompassos de caixa implicará a maior ou menor dimensão que terá o terceiro processo de fragilização: a insolvência, principalmente de grandes corporações. Esse cenário diz respeito à reparação dos balanços patrimoniais dos agentes, principalmente de empresas e, eventualmente, dos bancos.

Alguns desses casos, decorrerão do volume excessivo de dívidas necessárias para amenizar os efeitos negativos da crise sobre os fluxos de caixa. Na medida em que os ativos sejam de boa qualidade e recomponham seus retornos, é possível se operar um processo de reestruturação financeira: judicial, em mercado ou com assistência estatal. No entanto, em outros casos, o problema da insolvência poderá não se resumir a uma simples reestruturação de balanço, uma vez que o valor dos ativos detidos pela unidade

econômica poderá, no pós-crise, ter sido definitivamente desvalorizado. Nesses casos, haverá a necessidade de se operar a dissolução dos empreendimentos afetados, a venda dos ativos remanescentes e a administração das perdas entre credores e acionistas.

O processo de insolvência se instalou junto com a crise do coronavírus, mas se desenvolve de forma mais lenta e menos transparente que os outros dois. É também o que normalmente envolve questões políticas mais sensíveis, principalmente quando houver participação de recursos públicos e de empresas de grande porte. A escolha de campeões sempre envolve critérios subjetivos de prioridade. A duração desse terceiro processo certamente transcenderá a duração da pandemia e da retomada das atividades correntes da economia. Entretanto, se for mal conduzido pode ter um efeito bumerangue, a exemplo do que vimos acontecer na quebra do banco Lehman Brothers em 2008, e arrastar consigo outras empresas e bancos sistemicamente importantes.

3 A crise do coronavírus no Brasil: o choque financeiro e as medidas econômicas adotadas

O choque financeiro causado pela pandemia da Covid-19 no Brasil pode ser sintetizado em dois movimentos principais, um externo e outro interno. Na frente externa, houve uma forte saída de capitais, acompanhada de grande desvalorização da moeda brasileira. No âmbito interno, houve uma realocação dos portfólios na direção de ativos financeiros com maior liquidez, especialmente nos mercados de renda fixa: a riqueza saiu de ativos de crédito privado e da parte longa da dívida pública para títulos públicos com vencimentos mais curtos ou operações compromissadas.

O resultado de ambos os movimentos foi uma grande depreciação dos ativos financeiros e a diminuição pronunciada da liquidez de mercado, o que ocorreu majoritariamente nos meses de março e abril. Para manter o texto principal enxuto, decidimos por apresentar a análise detalhada desses acontecimentos no Anexo I. Todos os processos descritos na Seção 2 se desenrolaram também no Brasil, como reflexo dos movimentos internacionais (BURLAMAQUI; TORRES FILHO, 2020; PAULA; SARAIVA, 2020), mas também respondendo à dinâmica interna da pandemia.

Diferentes medidas foram adotadas para mitigar os efeitos econômicos gerados pela crise no país. Assim como lá fora, as ações das autoridades podem ser classificadas e analisadas a partir no modelo analítico desenvolvido na Seção 2, ou seja, divididas em medidas voltadas para: a ampliação da liquidez de mercado; a mitigação do risco de crédito e suporte ao crédito; e, por fim, a reestruturação patrimonial (ainda incipiente).

Dessa tríade emerge uma arquitetura de intervenção governamental peculiar, com diferenças marcantes entre as respostas dadas à crise atual e as ações que foram adotadas em situações semelhantes ocorridas no passado recente – em especial, durante a crise financeira internacional de 2008. Este ponto, contudo, só será desenvolvido após apresentarmos o conjunto de medidas nas próximas três subseções.

3.1 Iliquidez dos mercados financeiros e os fluxos de caixa das instituições financeiras

O comprometimento dos mercados de liquidez pode engendrar situações que, se agravadas, permitiriam a instalação de um quadro de disfuncionalidade financeira. O aumento nos custos dos serviços de negociação entre ativos e dinheiro limita muito a capacidade de reestruturação das carteiras de ativos, principalmente de fundos de investimento e carteiras administradas que têm uma obrigação – ou quase obrigação – de atender saques de cotistas em prazos exíguos, muitas vezes no mesmo dia ou no dia seguinte (D+1). Se essa situação se torna mais aguda, a capacidade de o mercado precificar ativos também fica em xeque. Essa disfunção poderia levar os agentes a uma situação de pânico e de disfuncionalidade financeira.

Para evitar esse cenário, as autoridades monetárias adotaram de imediato no Brasil duas medidas importantes: a redução da taxa de juros básica (a taxa Selic) e o relaxamento das limitações e dos requerimentos regulatórios associados à liquidez dos bancos. O Comitê de Política Monetária (Copom), do Banco Central do Brasil (BCB), cortou a taxa básica de juros em três ocasiões desde o início de março, trazendo-a do patamar de 4,25% em fevereiro para seu piso nominal histórico de 2,25% a.a., conforme decisão de 18 de junho³. Com isso, a autoridade monetária reduziu o custo dos passivos indexados às taxas de juros de curto prazo, tanto de instituições financeiras, quanto de empresas.

Do ponto de vista dos requerimentos regulatórios, o Conselho Monetário Nacional (CMN) e o BCB realizaram uma série de ações. Um primeiro esforço consistiu em garantir às instituições financeiras uma maior folga de caixa, a partir da liberação dos recursos relativos aos recolhimentos compulsórios sobre depósitos a prazo (redução da alíquota de 31% para 17%)⁴ e da flexibilização dos requerimentos de liquidez incidentes

³ Comunicados nº 35.364, 35.642 e 35.818, do BCB, de 2020.

⁴ Circulares nº 3.987 e 3.993, do BCB, de 2020.

sobre as disponibilidades de curto prazo⁵, ⁶. Esses recursos que, até então, eram obrigatoriamente aplicados no BCB ou mantidos em títulos públicos passaram a poder ter outra destinação, a critério das instituições.

É importante ter em mente que essas duas medidas não promovem a injeção de novos recursos no sistema financeiro, mas apenas a liberação de ativos que as instituições financeiras já possuem, porém sob forma especificada pela autoridade monetária. Essas flexibilizações somadas promoveram a liberação de R\$ 205 bilhões para o caixa das instituições financeiras (Tabela 1).

Um segundo conjunto de ações diz respeito à provisão de linhas de recursos e à flexibilização dos instrumentos de captação para as instituições financeiras. Essas medidas serviram para facilitar a rolagem dos passivos dos bancos e de outras instituições do sistema financeiro brasileiro. Foram criadas duas modalidades de Linhas Temporárias Especiais de Liquidez (LTEL), uma lastreada em letras financeiras garantidas⁷ e outra em debêntures⁸. Segundo as estimativas do BCB, esses instrumentos teriam o potencial de originar R\$ 761 bilhões, aí sim, em injeção de liquidez no sistema financeiro (Tabela 1).

⁵ Circular nº 3.986, do BCB, de 2020.

⁶ Os recolhimentos compulsórios são uma exigência imposta sobre os bancos que captam depósitos do público para – em teoria – assegurar que, se as pessoas decidirem sacar seu dinheiro, eles serão capazes de honrar suas obrigações. Já os requerimentos de liquidez de curto prazo obedecem à lógica similar, entretanto, dizem respeito não só às obrigações oriundas dos depósitos do público, mas também a outros tipos de obrigações de curto prazo com outros credores (e.g. operações compromissadas com outros bancos). Em ambos os casos, o CMN exige que os bancos destinem uma parte das suas aplicações a ativos de alta liquidez, facilmente conversíveis em dinheiro. No caso dos recolhimentos compulsórios, a obrigação é que os bancos mantenham em suas contas no BCB determinado montante de dinheiro, proporcional aos depósitos que recebem. No caso dos requerimentos de liquidez, os bancos podem manter não só depósitos do BCB, mas também outros ativos, investindo, por exemplo, em títulos públicos federais ou operações compromissadas com outros bancos.

⁷ Resolução nº 4.795, do CMN, Circular nº 3.996 e Carta-Circular nº 4.024, do BCB, de 2020, com diversas alterações posteriores.

⁸ Resolução nº 4.786, do CMN, e Circular nº 3.994, do BCB, de 2020.

Tabela 1: Impactos potenciais das medidas

Liberação de liquidez	Potencial em 2020	Potencial em 2008
Compulsório + Liquidez de curto-prazo (LCR)	R\$ 135 bi	-
Liberação adicional de compulsório	R\$ 70 bi	R\$ 82 bi
LTEL - Letras Financeiras Garantidas	R\$ 670 bi	-
LTEL – Debêntures	R\$ 91 bi	-
Novo DPGE	R\$ 200 bi	R\$ 10 bi
Flexibilização da LCA	R\$ 2,2 bi	-

Fonte: Campos Neto (2020).

No primeiro caso, as letras financeiras convencionais, instrumentos de captação de longo prazo dos bancos, foram adaptadas para contar com garantias em créditos de bons pagadores e ativos imobiliários das carteiras dos bancos. No segundo caso, o lastro consistia em debêntures adquiridas pela instituição financeira a partir de 24 de março. Essas duas medidas tinham em vista a recomposição de liquidez dos bancos, mas, no segundo caso, a ação também mirava as carteiras fundos de investimento⁹.

O CMN reeditou também os chamados depósitos a prazo com garantia especial (DPGE)¹⁰. No Brasil, os bancos se financiam principalmente por meio da captação de depósitos a prazo. Cotidianamente, os investidores que aplicam nesses ativos contam com um seguro do Fundo Garantidor de Crédito (FGC) de até R\$ 250 mil. O novo DPGE estendeu essa cobertura do FGC para R\$ 20 milhões, visando atrair investidores institucionais e viabilizar captações mais vultosas¹¹. Trata-se de um mecanismo importante para facilitar

⁹ A duração da LTEL-LFG está prevista até 31/12/20, com prazo de emissão das obrigações mínimo de 30 dias e máximo de 359 dias. A LTEL-Debêntures se esgotou em 30/04/20.

¹⁰ Resoluções nº 4.785, 4.799 e 4.805, do CMN, de 2020.

¹¹ Inclusive instituições financeiras associadas, desde que observada a regulamentação aplicável a depósitos interfinanceiros, conforme estabelecido na Resolução nº 4.805, do CMN, de 2020. Mais recentemente, o BCB reduziu também o fator de ponderação pelo risco do DPGE de 50% para 35%, diminuindo o “custo de capital” de adquirir esses ativos com o propósito de estimular sua demanda. Ver Circular nº 4.030, do BCB, de 2020.

o financiamento de bancos de menor porte, cujo volume potencial de emissões foi estimado em R\$ 200 bilhões (Tabela 1 acima).

Outras ações abarcaram a flexibilização nas regras de emissão de Letras de Crédito do Agronegócio (LCA), ampliando o rol de instituições que podem usar o instrumento e flexibilizando a aplicação dos recursos captados¹². Adicionalmente, houve autorização para que os bancos possam adquirir, no mercado secundário, um percentual maior de letras financeiras de emissão própria (até 20% ante 5% previamente), utilizando recursos mantidos junto ao BCB pelas instituições¹³. Por fim, o CMN também permitiu que as sociedades de crédito, financiamento e investimento, popularmente chamadas de financeiras, emitissem certificados de depósito bancário¹⁴ e que as cooperativas de crédito oferecessem Letras de Crédito Imobiliário (LCI)¹⁵.

Como contrapartida, bem como visando a manutenção dos níveis de capitalização e solidez das instituições financeiras, as autoridades brasileiras vedaram temporariamente, até o 3º trimestre de 2020: a distribuição de lucros acima dos mínimos obrigatórios (estabelecidos no estatuto social); a realização de operações de recompras de ações em mercado ou redução de capital social; e, por fim, o aumento da remuneração dos diretores ou administradores dessas instituições¹⁶. Outras medidas previstas, como a compra de ativos privados, não chegaram a ser implementadas e serão apresentadas no Anexo II.

3.2 Medidas de mitigação do risco de crédito e suporte a crédito

O segundo processo de fragilização financeira diz respeito ao impacto da crise do coronavírus sobre os fluxos de caixas esperados das empresas e das famílias. Esses agentes econômicos súbita e inesperadamente sofreram uma frustração maciça de suas

¹² Resolução nº 4.787, do CMN, de 2020.

¹³ Resolução nº 4.788, do CMN, e Circular nº 4.001, do BCB, de 2020.

¹⁴ Resolução nº 4.812, do CMN, de 2020.

¹⁵ Circular nº 4.000, do BCB, de 2020.

¹⁶ Resolução nº 4.797, do CMN, de 2020.

entradas de recursos. Mesmo que tenham conseguido eventualmente renegociar contratos e passivos, o tamanho da crise não permitiu que essas repactuações evitassem o comprometimento da capacidade desses atores de arcarem com suas obrigações e, portanto, de manterem em dia seus pagamentos.

A atual crise requer que as unidades econômicas consigam financiar seus os débitos gerados pela pandemia e, para isso, é necessário que o volume de crédito, principalmente o bancário, se expanda de modo a acomodar esse aumento na demanda. Entretanto, durante uma crise, a operação do mercado de crédito encontra obstáculos, materializados na elevada incerteza e na dificuldade de os bancos calcularem o risco de inadimplemento dos tomadores. Em muitos casos, a possibilidade de inadimplemento pode se tornar tão elevada que inviabiliza a concessão do empréstimo. Assim, as operações não fluem: não porque não há demanda¹⁷, mas porque as próprias instituições financeiras relutam em ofertá-las.

O “preço” do crédito é composto por três elementos básicos: um primeiro relativo ao custo de oportunidade de recursos, um segundo referente ao “custo” de capital e um terceiro referente ao risco de crédito. As medidas de flexibilização de liquidez analisadas na seção anterior, afetam basicamente o primeiro desses componentes. Por esse motivo, discutiremos a seguir as ações que influenciaram os dois outros componentes.

Diferentemente de experiências passadas, a maior parte das medidas de suporte ao crédito adotadas pelo governo brasileiro na atual crise foram mediadas pelos critérios e pelas decisões alocativas do “mercado”, especialmente, dos grandes bancos. A crise do coronavírus encontrou um mercado de crédito muito diferente do existente em 2008. Houve, desde então, um aumento das operações de mercados de capital e o encolhimento dos bancos públicos (TORRES FILHO, MACAHYBA; MARTINS, 2020). Assim, a própria estratégia de ação das autoridades foi concebida de forma a contemplar essa nova configuração.

¹⁷ É até possível que a demanda por algumas linhas de crédito caia durante a crise, em especial, no caso das pessoas físicas. Um exemplo, seria a linha de crédito para aquisição de bens duráveis.

Podemos identificar três frentes principais de atuação: (i) o relaxamento dos requerimentos de capital; (ii) a flexibilização de outros requisitos regulatórios dos empréstimos; e (iii) a criação e implementação de novas linhas ou mecanismos de direcionamento de crédito¹⁸. As duas primeiras frentes atuaram essencialmente sobre as normas da regulação financeira, adotadas em conformidade com o Acordo de Basileia III. Já a terceira traz importantes novidades com relação à institucionalidade do crédito no país.

Os requerimentos de capital existem para assegurar que os bancos sejam capazes de absorver eventuais perdas com os ativos nos quais investem: constituem a linha de frente para evitar a insolvência das instituições financeiras. Em linha com Basileia III, o CMN exige que os bancos mantenham uma proporção dos seus ativos, ponderados pelos riscos, como capital próprio, constituído principalmente pelo capital dos acionistas e por lucros acumulados. Busca-se, assim, assegurar que os bancos estão “arriscando” não só o dinheiro dos depositantes e de terceiros, mas seus próprios recursos ao realizar seus investimentos.

Para lidar com a crise, o CMN reduziu os requerimentos de capital do sistema financeiro como um todo e também das instituições financeiras de menor porte e perfil de risco simplificado¹⁹. Buscou, com isso, abrir espaço no balanço das instituições para novas operações e reduzir o “custo” de capital. O adicional de conservação de capital principal (ACCP), um colchão extra de recursos que as instituições devem manter, foi reduzido²⁰ e o CMN isentou os bancos de certas deduções que deveriam realizar de sua base de capital (*overhedge* de investimentos em participações no exterior)²¹. Além disso, o fator

¹⁸ Além dessas frentes, o CMN também concedeu autorização para fintechs emitirem cartões de crédito e se financiarem junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

¹⁹ Resolução nº 4.814, do CMN, de 2020.

²⁰ Resolução nº 4.783, do CMN, de 2020.

²¹ Resolução nº 4.784, do CMN, de 2020. Segundo o BCB (2020b): “Os bancos deixam de ser obrigados a deduzir do seu capital os efeitos tributários das operações de hedge de moeda estrangeira para sua participação em investimentos no exterior, um dos mecanismos usados pelos bancos para se protegerem das variações cambiais”. Ver também Medida Provisória nº 930, de 2020, sobre os aspectos tributários do *overhedge*.

de ponderação pelo risco das operações de crédito a pequenas e médias empresas foi diminuído de 100% para 85%²².

Essas decisões tinham como intenção estimular que os bancos expandissem suas posições ativas, dentre elas os empréstimos. Não há, nessas iniciativas, nenhuma “injeção” de recursos do governo nos bancos, mas uma redução no custo de capital e a criação de uma folga nos balanços para que os bancos emprestem. O BCB estima que a diminuição dos requerimentos de capital abre espaço para uma expansão dos empréstimos (e dos ativos em geral) da ordem de R\$ 1,2 trilhões²³ – o que correspondia a um terço do saldo total de operações de crédito do sistema financeiro em fevereiro de 2020. É a frente de atuação com o maior impacto potencial sobre a economia, porém esbarra, para se transformar efetivamente em crédito, na falta de apetite das instituições financeiras em aceitar o risco de crédito dos tomadores²⁴.

A segunda frente de atuação abarcou medidas voltadas para facilitar a renegociação de operações de crédito, atuando assim sobre o “custo” de capital dos bancos. As autoridades dispensaram as instituições de elevarem o provisionamento para os empréstimos repactuados²⁵ e permitiram a classificação das operações de crédito renegociadas segundo parâmetros anteriores à crise, vigentes em fevereiro²⁶.

O provisionamento para créditos de liquidação duvidosa diz respeito ao reconhecimento contábil da possibilidade de perda com um empréstimo, quando o tomador não honra suas obrigações com o banco. Se o perfil do tomador piorar, como ocorre em crises como a atual, essa provisão aumenta e reduz o patrimônio de referência (capital) necessário para fazer frente aos riscos das operações. Isso impede que os bancos assumam novos riscos,

²² Circular nº 3.998, do BCB, de 2020.

²³ Conforme Campos Neto (2020), o potencial de alavancagem das operações (R\$ 1,2 trilhões) se distribui da seguinte forma: R\$ 520 bilhões devido ao overhedge, R\$ 637 bilhões devido ao ACCP e R\$ 35 bilhões referentes à redução da ponderação de risco dos empréstimos a PMEs.

²⁴ Ver, por exemplo, Paula e Alves Júnior (2003) e Alves Júnior, Dymski e Paula (2007).

²⁵ Resolução nº 4.782, do CMN, de 2020.

²⁶ Resolução nº 4.803, do CMN, de 2020.

funcionando como um “custo de capital” para a instituição que concedeu o empréstimo. As ações do CMN têm como objetivo, então, atenuar esse “custo”.

No primeiro caso, o provisionamento para créditos com empresas e famílias consideradas boas pagadoras que sejam reestruturados até o final de setembro foi dispensado, gerando uma economia de capital relevante. No segundo caso, a autoridade permitiu que as operações de crédito renegociadas entre março e setembro sejam classificadas em níveis de risco equivalentes aos vigentes em fevereiro, antes da crise do coronavírus ganhar corpo. O BCB estima que essas medidas possam atingir de uniformemente todo o estoque de empréstimos carregados pelo sistema financeiro brasileiro – R\$ 3,6 trilhões em março de 2020 – e ajudar a afrouxar o estrangulamento dos fluxos de caixa dos tomadores.

De forma complementar, o CMN e o BCB flexibilizaram as regras dos financiamentos imobiliários²⁷ e as formas pelas quais as instituições financeiras podem cumprir com as exigências de recolhimentos compulsórios sobre depósitos de poupança²⁸. Neste segundo caso, as instituições vão poder rentabilizar os recursos do compulsório (até 30%) emprestando a empresas com faturamento anual de até R\$ 50 milhões ou aplicando em DPGEs de instituições financeiras menores.

Por fim, mas não menos importante, a terceira frente consistiu na combinação entre a criação de mecanismos de direcionamento de crédito e a constituição de fundos garantidores com recursos públicos, visando a mitigação do risco de crédito e expansão dos empréstimos pelos bancos brasileiros. Ações com essas características foram adotadas intensamente em diversas outras jurisdições. Pela relevância que ganharam, analisamos essas medidas separadamente.

²⁷ Resoluções nº 4.819 e 4.837, do CMN, de 2020.

²⁸ Circular nº 4.033, do BCB, de 2020.

3.3 Programas de crédito e fundos garantidores

O atendimento às necessidades decorrentes da frustração nas entradas de caixa de empresas e famílias pautou-se, além das medidas já descritas, em instrumentos de crédito baseados em garantias públicas. Parte-se do princípio que operações que contam com garantias do governo podem reduzir drasticamente as incertezas quanto à capacidade de as empresas beneficiárias honrarem seus compromissos creditícios.

Do ponto de vista das instituições financeiras, a utilização de garantias (instrumentos mitigadores do risco de crédito) também gera descontos na exigibilidade de capital regulatório. No cálculo desses requerimentos, os empréstimos que possuem garantias do governo são equiparados à compra de títulos públicos (risco soberano), demandando um volume de capital muito mais baixo. Além disso, há a possibilidade de contabilização de níveis de provisão menores, em especial quando a garantia cobre 100% do valor emprestado.

Do ponto de vista das contas públicas, os programas de garantia demandam menos recursos que outros mecanismos de direcionamento de crédito, como os subsídios e a provisão de *funding*. Isso ocorre, pois, de um lado, as garantias públicas são capazes de mobilizar (alavancar) um volume de recursos de mercado várias vezes superior ao aporte do Estado. De outro lado, existe a possibilidade de serem cobrados prêmios dos segurados, compensando parte das perdas que eventualmente venham a ocorrer caso o tomador do empréstimo não honre sua obrigação.

Nesse contexto, esses programas ganharam importante impulso em âmbito internacional, especialmente para atender a pequenas e médias empresas, que dispõem de condições mais favoráveis de elegibilidade – ver Anexo III para uma síntese. No caso brasileiro, foram três os programas de aporte de garantias para os créditos para pequenas e médias empresas. O primeiro foi o Programa Emergencial de Suporte a Empregos (Pese) e os outros dois se basearam em mecanismos já existentes, criados durante a crise de 2008, que foram retomados: o Fundo Garantidor de Operações (FGO) e o Fundo Garantidor de

Investimentos (FGI), administrados, respectivamente, pelo Banco do Brasil e pelo Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)²⁹.

O Pese foi constituído como uma linha de crédito emergencial direcionada ao pagamento da folha de pessoal das empresas beneficiadas por dois meses. O programa, operacionalizado pelo BNDES e monitorado pelo BCB, iria contar com recursos da ordem de R\$ 40 bilhões, sendo R\$ 34 bilhões aportados pelo Tesouro e o restante pelas instituições financeiras originadoras. Como condições o programa previa operações com carência de 6 meses e até 30 meses de vencimento, tendo como referência a taxa de juros de 3,75% a.a. – alinhada com a taxa Selic de quando foi estruturado. As empresas beneficiadas, com faturamento entre R\$ 360 mil e R\$ 10 milhões por ano, deveriam preservar os empregos até dois meses após o recebimento do crédito.

Adiantando parte da análise crítica, o Pese não logrou sucesso e teve uma baixíssima adesão. Diversos fatores foram elencados para tal, como o comprometimento à manutenção dos empregos, dificuldades operacionais vinculadas à administração das folhas de pagamento, o que limitava a oferta às instituições nas quais as empresas mantinham sua folha, bem como a uma falta de apetite dos bancos associada à parcela de risco que deveriam internalizar (15%). Face a esse insucesso, o governo então buscou desenhar instrumentos alternativos, que resultaram na reformulação do FGO e do FGI sob o guarda-chuva de novos programas.

O novo FGO foi criado no âmbito do Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Pronampe)³⁰. O Fundo original, criado em 2009, operou até o final de 2018, quando interrompeu as concessões de novas outorgas, devido ao limite máximo de cobertura de perdas (*stop loss*). As operações eram integralmente honradas até o limite de 7% do valor total da carteira de cada agente e os principais cotistas do FGO eram o BB, a Caixa Econômica Federal e o Banco do Nordeste.

²⁹ Ver também IEDI (2020a).

³⁰ Lei nº 13.999, de 2020.

A versão remodelada do FGO recebeu um aporte do Tesouro de R\$ 15,9 bilhões. Esses recursos, que ficarão apartados do patrimônio remanescente, poderão atender a um volume de crédito próximo a R\$ 18,3 bilhões – uma alavancagem de 15% –, exclusivamente destinados a garantir operações originadas no âmbito do Pronampe. O FGO poderá garantir, individualmente, até 100% de cada operação e até 85% do total da carteira de cada agente financeiro³¹. As primeiras perdas serão de responsabilidade do Fundo e os originadores das operações não precisarão realizar nenhum aporte para se tornarem elegíveis³².

Apenas as microempresas e as de pequeno porte³³ podem se candidatar às garantias do FGO. Os empréstimos terão que ser feitos com recursos mobilizados pelos próprios agentes financeiros e as operações de crédito terão prazo máximo de 36 meses, sendo 8 de carência. A taxa de juros não poderá exceder a taxa Selic acumulada anualmente, acrescida de 1,25%. Para que sejam elegíveis, as empresas terão de manter o vínculo empregatício de todos os trabalhadores por 60 dias após o recebimento do crédito³⁴. Os recursos poderão ser utilizados para todos os fins, menos o pagamento de lucros e dividendos aos sócios.

³¹ Todas as instituições autorizadas a funcionar e que sejam supervisionadas pelo BCB poderão acessar os recursos do FGO. Incluem-se neste universo as *fintechs* e as instituições de pagamento, o que é uma inovação regulatória destinada a ampliar o alcance desta iniciativa. Serão fixados limites operacionais absolutos para cada agente financeiro, a serem definidos com base no histórico de crédito de cada agente. Os bancos públicos que já operavam a carteira do FGO terão um custo menor de adaptação operacional a nova linha e, portanto, serão possivelmente as principais operadoras desse programa.

³² O FGO não deve ser visto como um fundo garantidor clássico em que o administrador tem a obrigação de garantir a preservação do capital aportado. As condições de cobrança de prêmio sobre os valores garantidos em comparação com o nível de cobertura indicam que sua concepção admite uma perda provável de capital, que seria assim uma forma de subsídio.

³³ Respectivamente, com faturamento até R\$ 360 mil e entre R\$ 360 mil e R\$ 4,8 milhões.

³⁴ Além disso, o proponente deverá apresentar garantias apenas pessoais, em montante que cubra 100% dos valores emprestados acrescido dos encargos. Essa determinação abre espaço para uma ampla renegociação de dívidas já existentes.

Já o FGI Emergencial³⁵ foi criado no âmbito do Programa Emergencial de Acesso ao Crédito (Peac). O FGI foi criado também em 2009 e é administrado pelo BNDES. O governo previu um aporte de até R\$ 20 bilhões, que ficará apartado do patrimônio do FGI original. O primeiro aporte será de R\$ 5 bilhões e os demais só acontecerão caso o limite de cobertura das inadimplências alcance 85% do patrimônio já integralizado. Os bancos poderão se habilitar ao novo FGI sem ter de capitalizar o fundo.

O novo FGI garantirá até 30% do valor da carteira originada por cada agente financeiro, limite que foi desmembrado por faixa de faturamento das empresas. As de menor porte poderão ocupar até 30% da carteira. As operações com empresas de médio porte só poderão alcançar 20%. O esquema de primeiras perdas será *pari passu*, ou seja, o Fundo honrará a cada momento 70% ou 80% do valor de cada operação inadimplente e os originadores o restante (30% ou 20%). Isto significa que o administrador tem a possibilidade de alavancar a carteira em pelo menos 4 vezes, ou seja, até cerca de R\$ 80 bilhões.

Cada agente financeiro terá limites absolutos proporcionais às suas carteiras de crédito atuais sendo que o montante máximo de estruturação das maiores instituições habilitadas a operarem esta linha será de R\$ 12,5 bilhões. De outro lado, nenhum tomador de crédito poderá individualmente ultrapassar R\$ 10 milhões em operações garantidas por cada agente financeiro.

Serão cobertas as operações de crédito que sejam protocoladas até o final de 2020, que deverão ter entre 6 e 12 meses de carência. Seus prazos totais não poderão ser inferiores a 12 meses, nem ultrapassar 5 anos. A taxa média de juros máxima da carteira de cada agente será de 1,25% a.m., mas as taxas poderão ser pré-fixadas, pós-fixadas ou flutuantes (CDI, Selic ou TLP). São elegíveis todas as modalidades de operações – à exceção de crédito rotativo e arrendamento mercantil – e todas empresas passíveis de apoio do BNDES. A empresa que se beneficiar do novo FGI não terá compromisso de manutenção do nível de emprego.

³⁵ Medida Provisória nº 977, de 2020.

Quadro 1: Quadro Resumo dos Fundos Garantidores Brasileiros

Fundos Garantidores	Aparato Legal	Limites de Perdas	Empresas Elegíveis	Volume de Recursos	Condições
Novo FGO Fundo Garantidor de Operações (Banco do Brasil)	MP nº 944/2020 Lei nº 12.087/2009	Até 100% do valor de cada operação limitada a 85% da carteira	Faturamento até R\$ 4,8 milhões	R\$ 15,9 bilhões aportados pelo Tesouro	Custo: Selic + 1,25% Carência: até 8 meses Prazo: 36 meses Vigência: até 18/11/2020
FGI Emergencial Fundo Garantidor para Investimentos (BNDES)	MP nº 975/2020 Lei nº 12.087/2009	Até 80% do valor de cada operação limitada a 30% da carteira	Faturamento de R\$ 360 mil até R\$ 300 milhões	R\$ 20 bilhões aportados pelo Tesouro	Custo: Taxa média da carteira não pode exceder 1,25% a.m Prazo: de 1 a 5 anos Carência: 36 meses Vigência: até 31/12/2020

Fonte: Elaboração Própria.

Por fim, além dos três mecanismos descritos acima, o BCB estabeleceu um programa voltado a reduzir o comprometimento do capital dos bancos para novos créditos que tenham pequenas e médias empresas como beneficiárias, intitulado Capital de Giro para Preservação de Empresas (CGPE)³⁶. O CGPE é um reforço de capital para as operações que venham a ser contratadas até o final de 2020 e tenham um prazo mínimo de 3 anos e carência de 6 meses. O desconto regulatório será concedido caso as operações de crédito obedeçam ao seguinte direcionamento: no mínimo 50% para empresas com faturamento anual de até R\$ 100 milhões; até 20% para empresas com faturamento anual entre R\$ 100 e 300 milhões; e até 30% para programas com risco compartilhado com o Governo (Pese, Pronampe e Peac).

Os eventuais sucessos e limites dessas medidas deverão ser avaliados também em relação às formas de atuação do governo brasileiro em outras crises, proporcionando um debate sobre a melhor arquitetura institucional de atuação do Estado. A expectativa é que todas essas medidas ajudem a evitar que um problema temporário de iliquidez e fragilidade financeira se desdobre em um quadro definitivo de insolvência para diversas empresas, o que teria impactos negativos sobre os níveis de renda e emprego.

³⁶ Medida Provisória nº 992, de 2020, e Resolução nº 4.838, do CMN, de 2020.

3.4 Descasamentos de balanço e insolvência

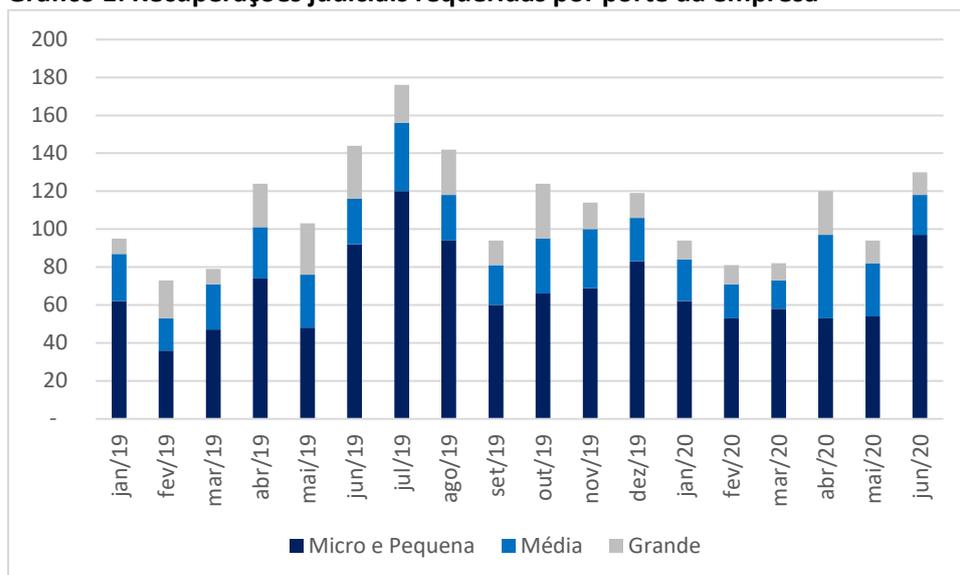
O terceiro processo de fragilização financeira gerado pela crise do coronavírus diz respeito a um comprometimento permanente e, eventualmente, irremediável no balanço das unidades econômicas. Esse desequilíbrio pode ter origem na exacerbação do problema de fluxo de caixa que a crise gerou sobre a estrutura patrimonial das empresas e famílias. Isto é, o problema de liquidez pode virar um problema de solvência.

No entanto, pode também advir de uma redução permanente de preços relativos que afete o valor dos ativos de cada unidade – como, por exemplo, no caso de negócios de aluguel de imóveis comerciais. Circunstâncias como estas reduzem a capacidade, ou mesmo impedem, que essas empresas continuem a honrar seus passivos creditícios com o novo fluxo de caixa que ocorrerá após a pandemia. Esse descasamento, por sua vez, pode, numa hipótese de agravamento desse processo, vir a repercutir no balanço das instituições financiadoras, apesar de, até o momento, não haver indicações de que isso esteja acontecendo de forma relevante no Brasil ou no exterior.

Segundo a pesquisa Pulso Empresa do IBGE, divulgada em meados de julho, 1,3 milhões de empresas brasileiras tinham encerrado as atividades em definitivo ou estavam paralisadas na primeira quinzena de junho. Segundo a pesquisa, 522,7 mil empresas atribuíram esse resultado à pandemia do coronavírus, com 99,2% desse grupo representado por pequenas empresas – e apenas 110 grandes (Saraiwa, 2020).

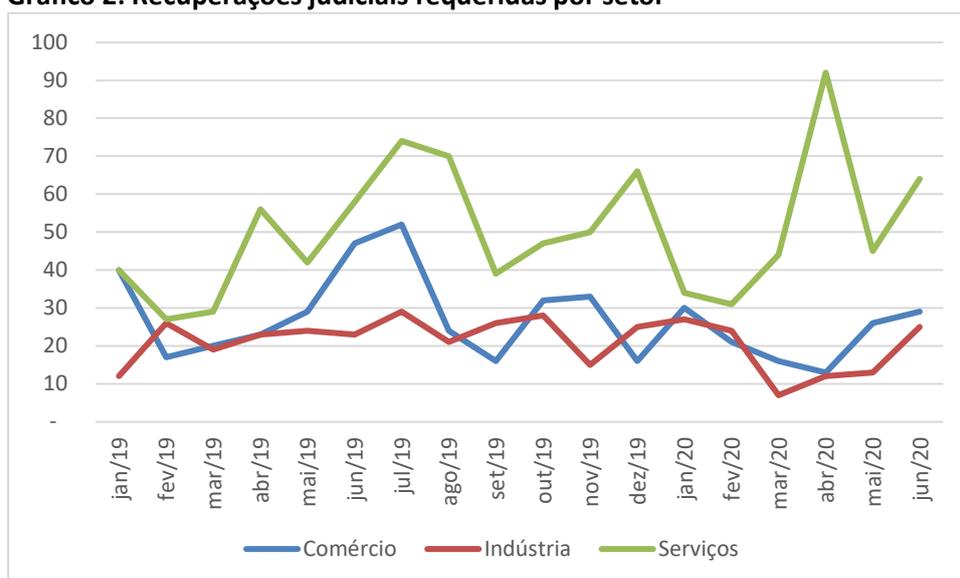
Os Gráficos 1 e 2 registram o número de pedidos de recuperações judiciais (RJs), respectivamente, conforme o porte e o setor das empresas – os dados são consolidados pelo Serasa Experian. Embora os requerimentos de RJs tenham se acelerado desde abril de 2020, o número está compatível com o verificado em 2019, sem grande anomalia. A expectativa é que, nos próximos meses, esse indicador apresente um crescimento mais expressivo.

Gráfico 1: Recuperações judiciais requeridas por porte da empresa



Fonte: Serasa Experian.

Gráfico 2: Recuperações judiciais requeridas por setor



Fonte: Serasa Experian.

Ao observar a composição setorial desses requerimentos, é possível observar um descolamento do setor de serviços dos demais em 2020. As RJs neste segmento tiveram um comportamento anômalo em abril e apresentam tendência de aceleração, ao passo que no comércio e na indústria o comportamento dos números está em linha com o verificado em 2019 – e até um pouco mais brando que no ano anterior.

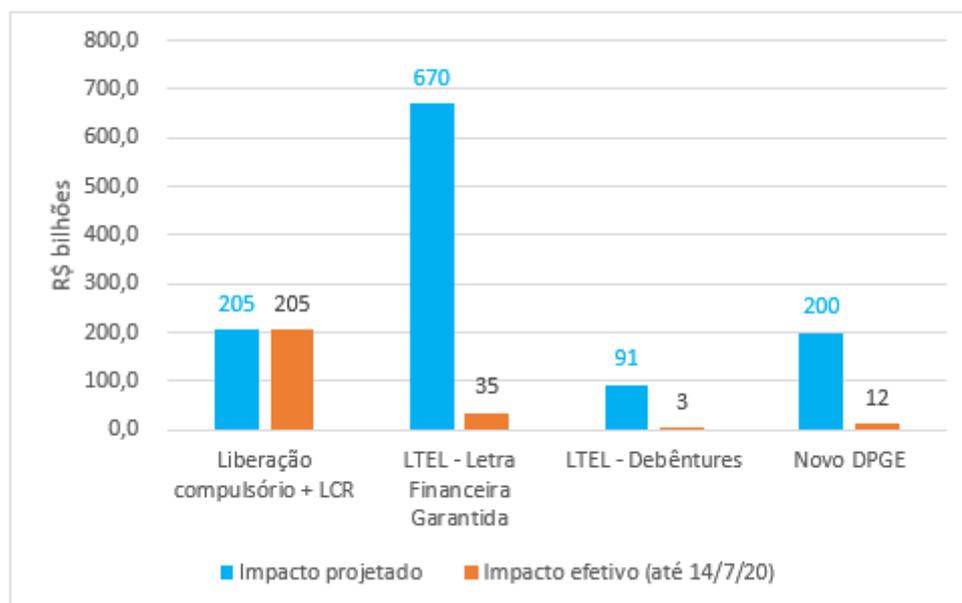
Assim, por ora, há indícios que a insolvência vem sendo operada privadamente e as informações disponíveis na imprensa mostram que o tratamento público dessas situações está restrito a situações específicas, como a da Embraer e das empresas aéreas.

4 Uma avaliação crítica das medidas e de seus efeitos³⁷

As medidas de liquidez adotadas pelo governo tiveram um papel relevante em evitar que o choque de liquidez, verificado em março nos Estados Unidos, aliado ao aumento da preferência pela liquidez no mercado interno promovessem qualquer tipo de disfuncionalidade mais relevante no sistema financeiro brasileiro.

Os efeitos potenciais e realizados das medidas de liquidez até o presente momento estão sintetizados no Gráfico 3. Os impactos projetados foram indicados pelo BCB (2020). Para os recolhimentos compulsórios e as operações de captação das instituições financeiras via LTEL, o impacto efetivo foi calculado a partir dos volumes financeiros informados pelo BCB. No caso do DPGE, somamos todas as emissões desses instrumentos na Brasil, Bolsa, Balcão [B]³ a partir da data de edição do normativo do CMN. A última atualizada dos dados foi realizada na segunda quinzena de julho.

Gráfico 3: Síntese das Medidas Adotadas pelo BCB (R\$ bilhões)



Fonte: BCB.

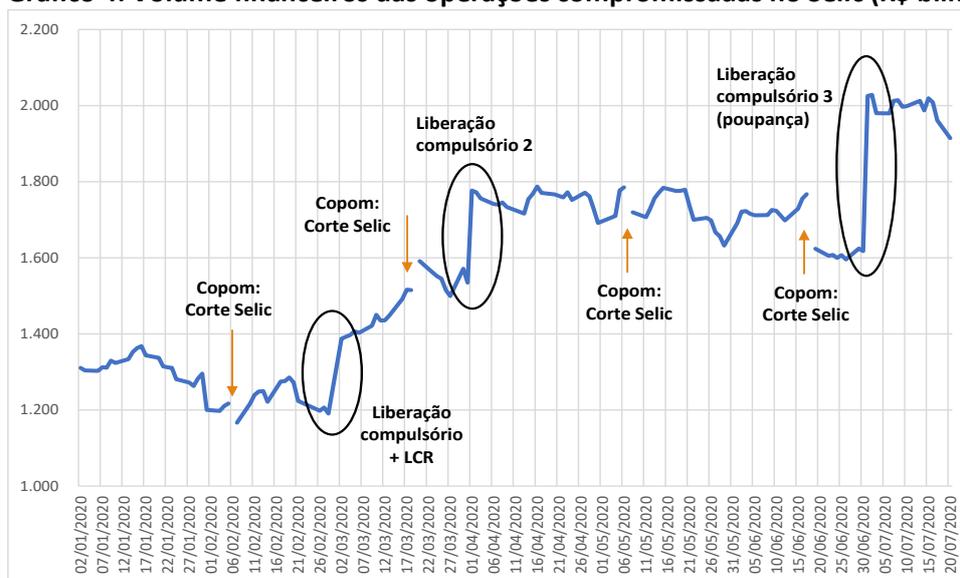
³⁷ Uma versão modificada e mais enxuta do texto desta seção foi publicada na Carta IEDI nº 1016. Ver IEDI (2020b).

É possível observar uma discrepância relevante entre os resultados previstos e efetivados. Nas medidas de liquidez esse fato pode até ser interpretado como um sinal de que o sistema financeiro estava em uma posição confortável antes da crise, portanto, não precisou recorrer às linhas da autoridade monetária. Ressalta-se que muitas análises – inclusive a do próprio BCB – associam a liberação dos recolhimentos compulsórios à concessão de crédito. Entretanto, essa relação, na prática, não se processa mecanicamente. Ao conceder um empréstimo o banco tem a capacidade de criar moeda. Não precisa para tanto, como outros provedores de crédito, acumular previamente uma soma de dinheiro em seu ativo para tal finalidade: basta ter uma avaliação de crédito que lhe indique boas condições de reaver o dinheiro investido. Da mesma forma, a “injeção” de liquidez não implica que os bancos irão às compras nos mercados financeiros, adquirindo ativos públicos menos líquidos e ativos privados.

É importante sublinhar que a flexibilização promovida pelas autoridades brasileiras garante que as instituições financeiras terão mais caixa e poderão alocar esses recursos mais livremente. Entretanto, se os bancos avaliarem que os riscos permanecem sendo inaceitáveis dada a incerteza que marca a crise atual, poderiam remunerar esses recursos por meio de operações compromissadas com o banco central. Alternativamente, poderiam mantê-los como depósitos nas suas contas correntes junto ao BCB, sem receber rendimentos, mas, ao mesmo tempo, sem perder com a eventual deflação de ativos.

Porém, como ressaltado pelo economista americano Jan Kregel (2008, p. 25), os bancos não são nem ingênuos, nem irracionais. Não há motivo para não buscar rentabilizar esses recursos, investindo em ativos que proporcionem uma taxa de retorno positiva e alimentem os lucros das instituições, mas que sejam ao mesmo tempo seguros e facilmente conversíveis em dinheiro. De fato, é possível mostrar que boa parte dos recursos liberados migrou para o mercado de operações compromissadas, exatamente uma semana após a adoção da flexibilização do compulsório e dos requerimentos de liquidez (Gráfico 4).

Gráfico 4: Volume financeiros das operações compromissadas no Selic (R\$ bilhões)

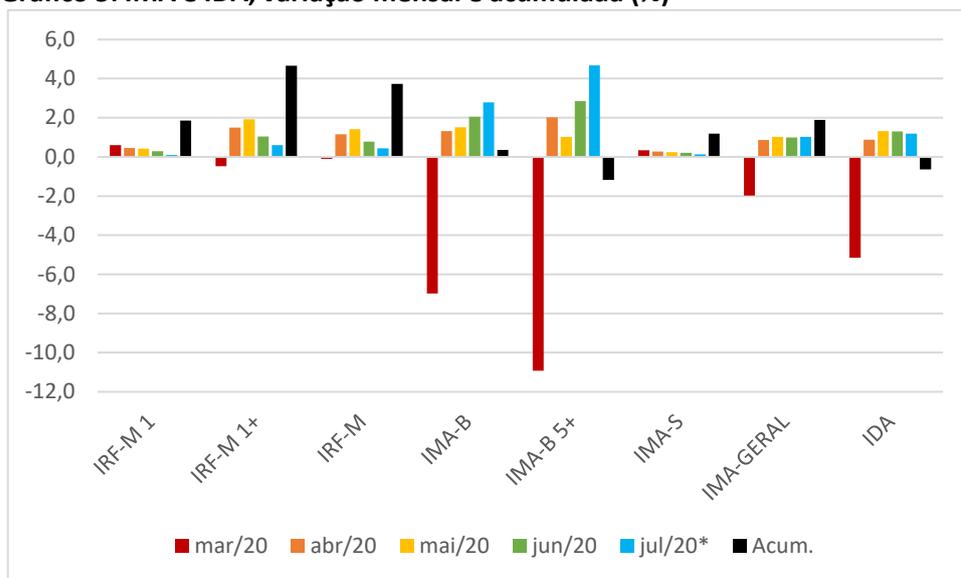


Fonte: BCB/Selic. Exclui as datas do Copom para fins de visualização.

Os volumes financeiros no mercado de compromissadas de março e início de abril cederam ao longo de maio e junho, até que a nova rodada de liberação dos recolhimentos de poupança ocorresse. Em meio a esse processo, a ampliação da liquidez e as reduções na taxa Selic passaram a ser “transmitidas” e ter reflexo nos preços e nas taxas dos demais ativos, ainda que não de maneira uniforme.

Abril, maio e junho foram meses de recuperação. Todos os indicadores de preço dos ativos financeiros, descritos com mais detalhe no Anexo I, reverteram o processo de queda e apresentaram variações positivas (Gráfico 5).

Gráfico 5: IMA e IDA, variação mensal e acumulada (%)³⁸



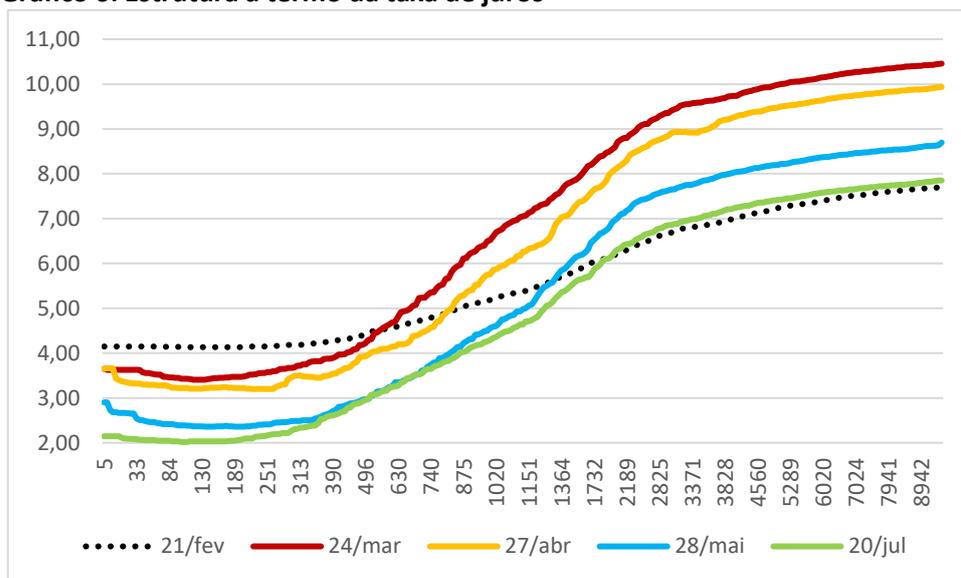
Fonte: Anbima. *Até 20 de julho de 2020.

Os títulos públicos federais recuperaram o valor anterior à crise do coronavírus, mas o portfólio se reconfigurou: os títulos indexados à inflação e com vencimento mais longo se recuperaram, mas ainda registram uma importante depreciação. De outro lado, com a queda da taxa Selic, os títulos pré-fixados e curtos registraram uma valorização que foi suficiente para levar a carteira total a recuperar seu valor pré-crise. No caso das debêntures, o trimestre indica também uma recuperação dos preços, mas ainda insuficiente para devolver o patamar vigente antes da crise.

O ajuste da curva de rendimentos foi significativo se compararmos com o momento de maior turbulência, em 24 de março (Gráfico 6). As taxas mais curtas responderam ao ajuste da política monetária, mas a resposta não foi uniforme ao longo da curva. Após o período mais agudo da crise, a curva empinou e assim se manteve (linha verde).

³⁸ O Índice de Mercado Anbima (IMA) representa a valorização de uma carteira representativa dos títulos públicos federais. Cada uma das subcategorias do IMA está associada a uma classe de títulos: pré-fixados (IRF-M); indexados à inflação medida pelo IPCA (IMA-B); e pós-fixados atrelados à taxa Selic (IMA-S). Os números indicativos ao lado dos subíndices indica o prazo de vencimento dos títulos na carteira: até um ano (1), superior a 1 ano (1+), superior a 5 anos (5+). O IDA é o Índice de Debêntures Anbima (IDA).

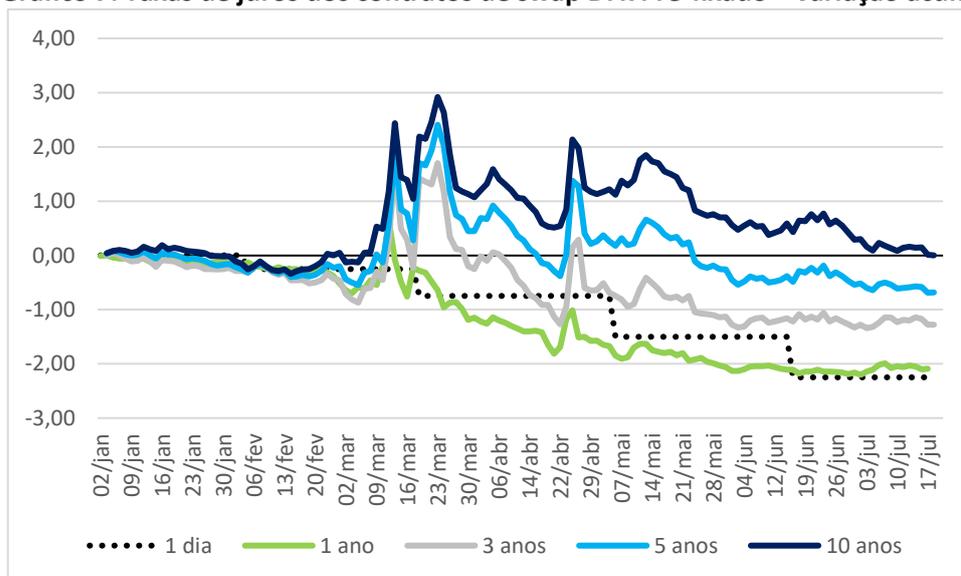
Gráfico 6: Estrutura a termo da taxa de juros



Fonte: Anbima.

Se considerarmos a evolução ao longo do tempo das taxas para diferentes vencimentos, é possível observar que as taxas de contratos de 1 ano e 3 anos estão menores em relação ao início da crise (Gráfico 7). As taxas para 5 anos subiram na fase mais crítica, mas se mantiveram em patamar similar, não reagindo aos cortes na taxa Selic. As taxas de 10 anos também subiram bastante, refletindo a realocação das carteiras em favor de ativos de curto prazo, mas já recuperaram os níveis anteriores à crise.

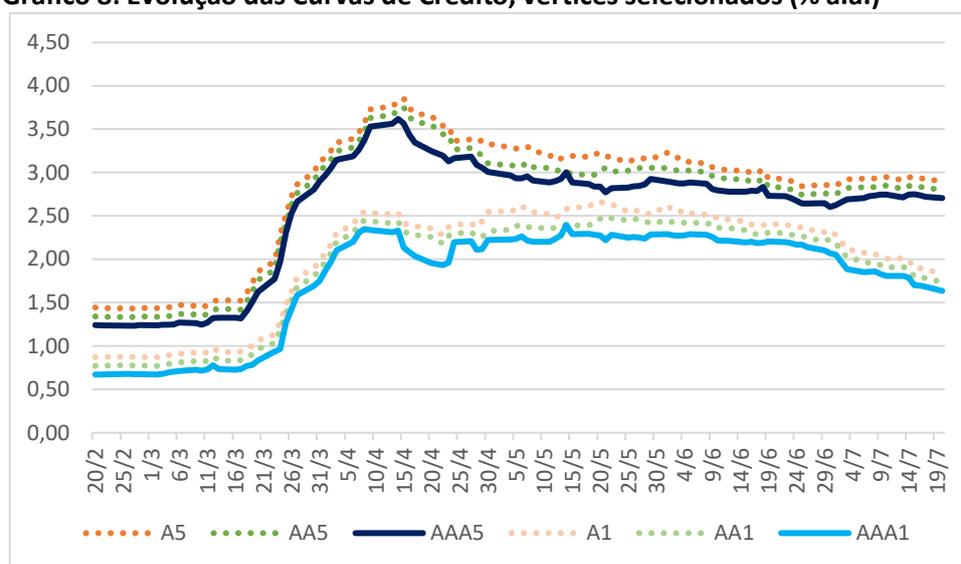
Gráfico 7: Taxas de juros dos contratos de swap DI x Pré-fixado – variação acumulada (p.p.)



Fonte: [B]³.

No caso das curvas de crédito privado, a melhora no preço dos ativos não se refletiu integralmente em uma diminuição significativa dos *spreads* (Gráfico 8). A turbulência de mercado teve efeitos permanentes em todas as categorias de risco. Contudo, os impactos parecem começar a ceder, ainda que timidamente, nos ativos com vencimentos mais curtos, no vértice de 1 ano. Em particular, no caso das debêntures de risco de crédito AAA, o *spread* caiu para 1,9 p.p. para o vértice de 1 ano, mas manteve-se na casa de 2,9 p.p. para o vértice de 5 anos, conforme dados de 20 de julho de 2020.

Gráfico 8: Evolução das Curvas de Crédito, vértices selecionados (% a.a.)

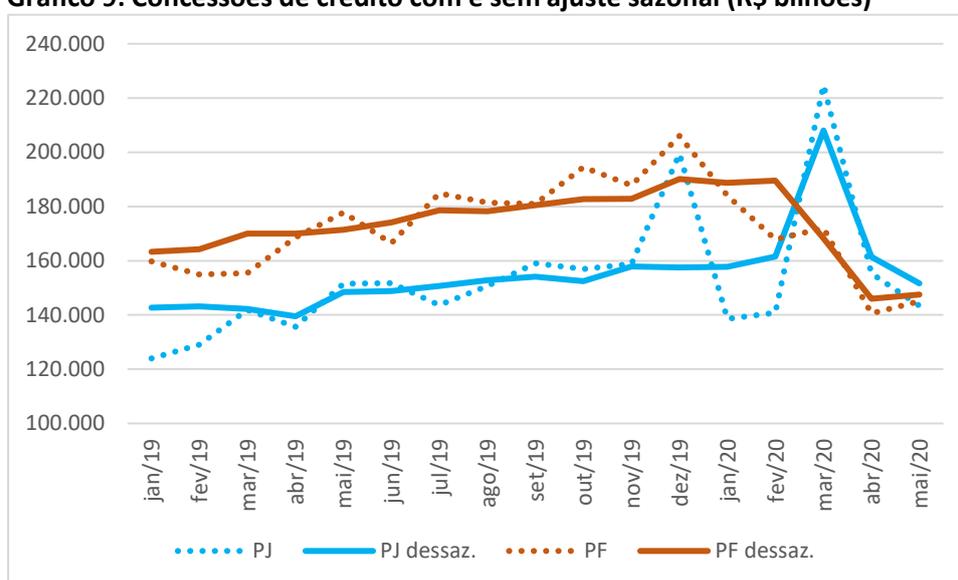


Fonte: Anbima.

Além das medidas de liquidez, concorrem para explicar o resultado do mercado de renda fixa outros elementos. Parte pode ser explicada pelo comportamento dos resgates no segmento dos fundos de investimento. Em abril e maio, houve um aprofundamento dos resgates líquidos de fundos de renda fixa, com saídas líquidas de mais R\$ 69,2 bilhões. Já em junho e julho, houve entrada líquida de R\$ 82,9 bilhões, justificando a revalorização dos ativos de renda fixa. Outra explicação pode estar associada à preferência dos investidores por títulos públicos, de curto prazo, nesse momento de maior incerteza, o que segura uma revalorização mais aguda dos ativos de crédito privado. Por fim, parte dos recursos também pode ter migrado para ativos de renda variável, o que estaria por trás da recuperação do Ibovespa (Anexo II, Gráfico A.5), puxada essencialmente por investidores domésticos (Silva Júnior, 2020).

Do ponto de vista do crédito, até o momento, os bancos não retomaram as operações na escala necessária para fazer frente ao desequilíbrio de caixa enfrentado pelas famílias e pelas empresas. Contudo, as medidas adotadas pelo governo parecem ter evitado uma retração abrupta desse mercado. O que se pode observar nos dados do mercado de crédito até o final do mês de maio(?) é que o segmento das pessoas jurídicas não vivenciou uma retração abrupta, porém o crédito às pessoas físicas encolheu significativamente (Gráfico 9).

Gráfico 9: Concessões de crédito com e sem ajuste sazonal (R\$ bilhões)



Fonte: BCB.

No caso dos empréstimos a pessoas jurídicas, o mês de março foi marcado por um aumento expressivo das concessões, o que pode ter refletido algum efeito das medidas de facilitação de renegociação de empréstimos e liberação de capital. Esses efeitos, porém, não devem ser superestimados, uma vez que o comportamento de março não se sustentou em abril e maio.

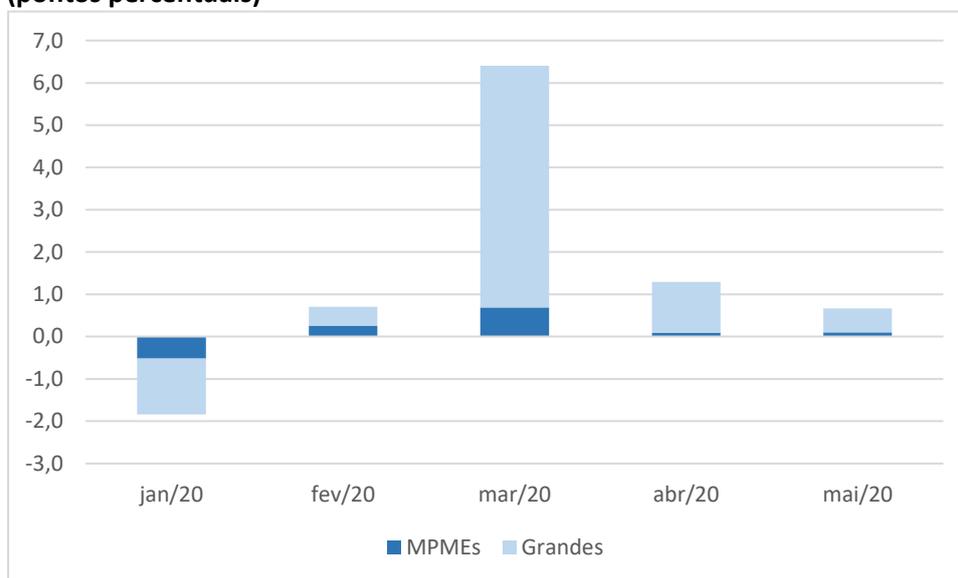
Os dados de fluxo não permitem a segmentação por porte, mas os saldos de crédito a pessoas jurídicas ilustram que a expansão das operações se deu basicamente no segmento de grandes empresas (Gráfico 10). Outro possível reflexo da ineficácia das medidas é que o volume liberado pela linha de suporte a empregos destinadas a empresas menores (Pese)

foi muito baixo. Até 30 de junho, o volume contratado no Pese havia sido de apenas R\$ 4,5 bilhões, ante uma previsão inicial de liberação de R\$ 40 bilhões (pouco mais de 10%).

Cabe lembrar que, diferentemente das medidas adotadas em 2008, que lançaram mão principalmente das instituições financeiras públicas para reativar o mercado de crédito, a estratégia atual tem no “mercado” sua espinha dorsal. Em outros países, como Alemanha e China, os bancos públicos e de desenvolvimento estão no centro das respostas à atual crise, mas no Brasil a opção principal parece ser a de deixar o mercado alocar o crédito à sua maneira.

A própria estratégia de utilização de fundos garantidores públicos – FGO e FGI – para estimular o crédito é também uma aposta na alocação de recursos via mercado. O estoque de operações de capital de disponível em maio era de cerca de R\$ 360 bilhões, segundo dados do BCB. Estima-se que os aportes nos dois Fundos, da ordem de R\$ 35,9 bilhões, permitirão a outorga de até R\$ 102 bilhões em garantias, o que equivale a 27% do total de estoque de crédito dessa modalidade.

Gráfico 10: Contribuição ao crescimento do estoque de crédito de pessoas jurídicas por porte (pontos percentuais)



Fonte: BCB.

Contudo, há que se sublinhar que os fundos garantidores foram adotados tardiamente, num momento em que vários desequilíbrios importantes nos balanços das empresas e

famílias já haviam se materializado. Espera-se que essas iniciativas, alinhadas com a experiência internacional, possam obter algum sucesso em estimular as instituições financeiras a (re)financiar as empresas brasileiras, particularmente, as de menor porte³⁹. A centralidade de bancos públicos, como o Banco do Brasil, a Caixa Econômica Federal e o BNDES na operação desses fundos certamente irá auxiliar nesse processo, deslocando dos padrões convencionais do mercado privado as concessões de novos recursos e renegociações.

Do contrário, os descasamentos nos balanços das empresas e famílias irão se acumular ainda mais, com um aumento de unidades insolventes que exigirá uma atuação ainda mais intensa do governo brasileiro em termos de reestruturação patrimonial. Esse processo, que ainda terá desdobramentos importantes nos próximos meses, será um condicionante importante da retomada da economia brasileira, por mais longe que ela possa parecer estar.

³⁹ Para uma análise mais aprofundada desse tema, ver IEDI (2020b).

5 Considerações finais

O objetivo deste trabalho foi apresentar uma interpretação minskyana sobre a crise financeira associada à pandemia do coronavírus no Brasil. A nossos olhos, são duas as contribuições principais. A primeira foi fornecer um arcabouço analítico por meio do qual esta crise pode ser compreendida. A segunda foi registrar os impactos da crise no Brasil, as medidas adotadas e suas consequências. Para fins de exposição ao leitor, adotamos a estratégia de deixar o texto principal o mais enxuto possível, recorrendo aos anexos para apresentar discussões mais detalhadas que, acreditamos, merecem ser registradas.

O arcabouço analítico apresentado neste trabalho, inspirado no artigo de Burlamaqui e Torres Filho (2020), concebe uma moldura explanatória assentada na diferenciação entre fragilidade financeira e instabilidade financeira. Esses conceitos foram originalmente propostos por Minsky, mas não foram tratados de forma rigorosa pelo autor. A fragilidade expressa o descasamento nos fluxos de caixa das unidades econômicas que intensifica sua restrição de sobrevivência. Ao passo que a instabilidade se refere exclusivamente ao sistema financeiro e expressa a eventual disfuncionalidade que esse sistema pode apresentar após choques de origem endógena ou exógena – este último o caso da crise atual.

Segundo esses autores, é possível pensar o desdobramento da crise do coronavírus a partir de três processos de fragilização financeira. Eles ocorrem simultaneamente, mas tem uma temporalidade própria. O primeiro processo é representado pelo comprometimento da liquidez de mercado no sistema financeiro. O segundo compreende a evaporação das entradas e de caixa das unidades econômicas. O terceiro engloba o aprofundamento dos descasamentos de balanço das unidades, levando a uma situação de insolvência de muitas delas. Diferentemente da descrição minskyana usual de uma crise típica, a crise do coronavírus consistiu em um choque exógeno que desencadeou direta e simultaneamente os dois primeiros processos mencionados; o terceiro ainda se desenrola e sua gravidade depende fundamentalmente do sucesso da atuação do governo para lidar com os efeitos crise.

A partir dessa moldura, buscamos compreender o ocorrido no Brasil. A economia brasileira sofreu um forte contágio no âmbito da liquidez dos mercados financeiros, com

uma saída massiva de capitais do país e um processo de depreciação agudo em diversas classes de ativos financeiros. Ela também sofreu impactos relevantes da incerteza e do choque negativo de demanda engendrados, respectivamente, pela pandemia e pelas medidas de isolamento social adotadas para lidar com o vírus. Uma análise detalhada do “choque” inicial pode ser encontrada no Anexo I.

É possível observar claramente os dois primeiros processos de fragilização no caso brasileiro, especialmente nos meses de março e abril, em movimento síncrono com as principais economias do mundo. Tendo esses processos colocados desafios relevantes, o governo brasileiro estruturou uma resposta pautada em três elementos: liberação de liquidez para o sistema financeiro, adoção de medidas de suporte ao crédito e criação de programas de direcionamento de crédito e fundos garantidores.

O primeiro conjunto de medidas teve como objetivo criar uma folga de caixa para as instituições financeiras e assegurar, assim, o bom funcionamento dos mercados financeiros, atuando sobre o primeiro processo de fragilização. Ainda que tenha havido uma importante realocação dos portfólios, os esforços parecem ter logrado sucesso em evitar que a instabilidade financeira se instalasse e tomasse contornos de uma crise financeira de grandes proporções. Após um primeiro momento de turbulência, as operações e a liquidez nos mercados financeiros tomaram o rumo da normalidade, ainda que sob uma configuração de portfólio distinta do período imediatamente anterior ao choque. Assim, os preços dos ativos se recuperaram e, à exceção de um conjunto muito pequeno de fundos de investimento em renda fixa, não houve notícias de problemas graves dentro do sistema financeiro.

O segundo conjunto de medidas visou induzir os bancos a manterem o fluxo de crédito inalterado, criando espaço de balanço e reduzindo os custos e riscos das operações pela via regulatória. Elas foram estruturadas tendo a atuação voluntária dos bancos comerciais como espinha dorsal da resposta e da alocação dos recursos, o que deixou espaço para que as incertezas e dificuldades de avaliação do risco de crédito influenciassem o resultado. Ainda que março tenha sido um mês atípico, com um aumento no volume de concessões de empréstimos, concentrado em grandes empresas, os meses de abril e maio apontaram para uma desaceleração e retração das operações. Em particular, as medidas

não tiveram sucesso em reativar o crédito a pessoas físicas e a empresas de menor porte, justamente, as mais vulneráveis nesse momento.

É importante frisar que esse segundo conjunto de ações é central para atacar o segundo processo de fragilização, mas dialoga diretamente com o primeiro. Numa crise, os bancos não têm, a priori, incentivos para abrir mão de suas posições de liquidez para resolver um problema das outras unidades econômicas – já bastam as próprias dificuldades. Assim, a resposta para o problema de caixa passa por uma atuação mais direta do Estado, o que, no caso brasileiro, levou à estruturação de diversos programas de crédito direcionado ou de fundos garantidores. Isso, contudo, só ganhou força num segundo momento, ocorrendo tardiamente: esses instrumentos foram colocados de pé quando a estratégia inicial via mecanismos de incentivo ao mercado não entregou bons resultados e diversos desequilíbrios já haviam se constituído nos balanços das unidades econômicas.

O governo poderia ter também lançado mão dos bancos públicos, em particular, do BNDES, para operar diretamente o problema de caixa das unidades econômicas, assim como fez em crises anteriores. Porém houve uma opção deliberada por não adotar essa estratégia. A adoção da Taxa de Longo Prazo (TLP) funcionou como um inibidor das operações do BNDES, haja vista a pró-ciclicidade e o elevado custo imposto por ela aos financiamentos do banco (TORRES FILHO; MACAHYBA; MARTINS, 2020), e o governo não foi adiante na utilização de outros bancos públicos sob a alegação de um “risco fiscal”, a nosso entender, mal posicionado – na prática, a estratégia respondeu também a questões ideológicas, vide a afirmação do presidente do BNDES de que o banco não deveria cumprir papel anticíclico.

Essa estratégia teve um custo visível. Um grande número de empresas fechou as portas definitivamente ou está com atividades suspensas devido à pandemia do coronavírus: 555,2 mil, conforme pesquisa do IBGE. Quando constatado que a estratégia original não funcionara, os fundos garantidores surgiram como solução. Entretanto, há que se destacar o papel dos bancos públicos na sua operacionalização: enquanto os bancos privados ainda não haviam realizado uma operação sequer, Banco do Brasil e Caixa já haviam esgotado seus limites (TEMÓTEO, 2020).

Nesse contexto, é de se esperar que os desequilíbrios patrimoniais aprofundados pela demora na estruturação de uma solução eficaz no mercado de crédito possam se tornar ainda mais acentuados nos próximos meses, trazendo à tona os efeitos mais graves do terceiro processo de fragilização analisado. Por ora, salvo escassas informações sobre situações específicas, como o socorro às empresas aéreas, a insolvência vem sendo operada no âmbito privado, mas poderá impor novos desafios que exigirão uma resposta estruturada do governo brasileiro. Nessa área, há sinalizações de que o BNDES será o ator mais relevante nas reestruturações patrimoniais de empresas de grande porte.

Por fim, cabe sinalizar que outras políticas não tratadas nesse trabalho podem ter importantes efeitos nas variáveis aqui analisadas, em particular, nas condições de fluxo de caixa das unidades econômicas. A política fiscal será essencial para ditar os rumos da demanda agregada e da atividade econômica, podendo facilitar substancialmente a resolução dos desequilíbrios enfrentados pelos agentes – para além da sua centralidade no combate à pandemia. Há indicações que as ações fiscais do governo brasileiro ainda são tímidas diante das necessidades (VILELLA; VAZ; BUSTAMANTE, 2020) e que existe o risco de adoção de uma agenda de austeridade sem que a crise tenha sido superada.

Caso esse cenário se materialize, o segundo e terceiro processos de fragilização poderão ganhar força novamente, comprometendo uma eventual retomada da economia brasileira e realimentando, endogenamente, a fragilidade financeira das unidades econômicas no país. Nesse caso, acreditamos que a economia brasileira terá um futuro marcado por um número ainda maior de empresas fechando as portas, pela desestruturação de cadeias produtivas relevantes, por uma deterioração ainda mais grave das condições materiais da população e por um longo e penoso processo de retomada, caracterizado por uma depressão. Simultaneamente, parte dos ativos continuará valorizada, estimulada pela liquidez irrigada pelo BCB, agravando as desigualdades já marcantes em nossa economia.

É necessário, portanto, pensar em saídas de política econômica que levem o Estado a cumprir integralmente o papel vislumbrado pela teoria minskyana. Uma noção genérica dessa agenda aparece em Burlamaqui e Torres Filho (2020, p. 21-2), mas deve ser adaptada às particularidades do Brasil, envolvendo:

- i. a ativação dos bancos públicos para o direcionamento de crédito, atuando diretamente sobre o segundo e terceiro processos de fragilização analisados, o que envolve também mudanças nas regras de financiamento dessas instituições (TORRES FILHO; MACAHYBA; MARTINS, 2020);
- ii. a rejeição completa de uma agenda de austeridade fiscal, substituindo-a por uma redefinição das regras fiscais que seja compatível com a implementação de transferências e investimentos públicos necessários para alinhar a economia brasileira a uma rota de crescimento (PAULA; MARTINS, 2020);
- iii. a manutenção de condições de liquidez mais frouxas por um longo período de tempo, inclusive com novos rounds de redução da taxa Selic – defendidos por economistas de matizes teóricas diversas (BARBOZA, 2020; TERRA, 2020) –, de modo a evitar um efeito bumerangue dos segundo e terceiro processos para o primeiro no futuro.

Ao fim e ao cabo, a crise do coronavírus ainda trará novos capítulos e desafios e será necessário apresentar novas respostas e medidas. Se a estabilidade é desestabilizadora, a instabilidade é mais desestabilizadora ainda.

Bibliografia

ALVES JÚNIOR, A. J.; DYMSKI, G. A.; PAULA, L. F. Banking strategy and credit expansion: a post-Keynesian approach. *Cambridge Journal of Economics* 32, p. 395-420, dez. 2007.

ARAMONTE, S.; AVALOS, F. The recent distress in corporate bond markets: cues from ETFs. *BIS Bulletin*, nº 6, 14 abr. 2020.

ARSLAN, Y.; DREHMANN, M.; HOFMANN, B. Central bank bond purchases in emerging market Economies. *BIS Bulletin*, nº 20, 2 jun. 2020.

BARBOZA, R. Copom das artes. *Blog do IBRE*, Fundação Getúlio Vargas, jun. 2020.

BAUDINO, P. Public guarantees for banking lending in response to the Covid-19 pandemic. *FSI Briefs* no. 5, abr. 2020.

BBC. Coronavirus: Stock markets suffer worst quarter since 1987. BBC, 31 mar. 2020. Disponível em: <https://www.bbc.com/news/business-52113841> (acesso em: 25 jun. 2020).

BCB. Medidas de combate aos efeitos da COVID-19. Hotsite do BCB, 2020. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/medidasdecombate_covid19 (acesso em: 25 jun. 2020).

BORÇA JÚNIOR, G. R. B.; TORRES FILHO, E. T. Origens e desdobramentos da crise do subprime. In: FERREIRA, F. M. R.; MEIRELLES, B. B. *Ensaio sobre economia financeira*. Rio de Janeiro: BNDES, 2009. p. 287-318.

BURLAMAQUI, L.; TORRES FILHO, E. T. The Corona Crisis: Mapping and Managing the (Western?) Financial Turmoil – A Minskyan Approach. Texto para Discussão IE-UFRJ nº 010, jul. 2020.

CAMPOS NETO, R. Novas medidas de combate aos efeitos da Covid-19. Apresentação em 23 jun. 2020.

DUFFIE, D. Still the World's Safe Haven? Redesigning the U.S. Treasury Market After the COVID-19 Crisis. Hutchins Center Working Paper, n° 62, mai. 2020.

ECB. ECB announces details of the corporate sector purchase programme (CSPP). Disponível em: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160421_1.en.html (acesso em: 25 jun. 2020).

IEDI. Fundos garantidores e o crédito para pequenas e médias empresas. *Carta IEDI* n° 1018, 20 jul. 2020a.

IEDI. As medidas monetárias e creditícias de combate à crise do coronavírus no caso brasileiro. *Carta IEDI* n° 1016, 16 jul. 2020b.

IMF. *Unconventional Monetary Policies - Recent Experiences and Prospects*. IMF: Washington, 2013.

IMF. Global Financial Stability Overview: Markets in the Time of COVID-19. In: *Global Financial Stability Report*, Chapter 1, abr. 2020.

GEORGIEVA, K. A Global Crisis Like No Other Needs a Global Response Like No Other. *IMF Blog*, 20 abr. 2020.

KREGEL, J. A. Minsky's 'cushion of safety,' systemic risk and the crisis in the US subprime mortgage market. The Levy Economics Institute Public Policy Brief, n. 93. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College, 2008.

MINSKY, H. P. Financial intermediation in the money and capital markets. In: PONTECORVO, G.; SHAY, R. P.; HART, A. G. (Eds.) *Issues in banking and monetary analysis*. New York: Holt, Rinehart and Winston, p. 33-56, 1967.

MINSKY, H. P. *Stabilizing an Unstable Economy*. New York: McGraw Hill, 1986.

MINSKY, H. P. Financial resources in a fragile financial environment. *Challenge* 18(3), p. 6-13, 1975.

MONTANI MARTINS, N. M. Risco sistêmico, fragilidade financeira e crise: uma análise pós-keynesiana a partir da contribuição de Fernando Cardim de Carvalho. *Revista de Economia Contemporânea* 24(2), no prelo, p. 1-25, 2020a.

MONTANI MARTINS, N. Quais os reais objetivos do BC na compra de ativos privados? *Valor Econômico*, Opinião, 21 mai. 2020b.

NEILSON, D. H. *Minsky*. Cambridge: Polity Press (Key Contemporary Thinkers), 2019.

PAULA, L. F.; ALVES JÚNIOR, A. J. Comportamento dos bancos, percepção de risco e margem de segurança no ciclo minskiano. *Análise Econômica* 21 (39), p. 137-162, mar. 2003.

PAULA, L. F.; MARTINS, N. M. Devemos voltar à austeridade fiscal no pós-pandemia de coronavírus? *Brasil Debate*, 20 mai. 2020.

PAULA, L. F.; SARAIVA, P. Pandemia do coronavírus e a retomada das políticas monetárias não convencionais nos EUA: algumas considerações à luz da crise financeira de 2007/08. *Mimeo*, 2020.

RAGAZZI, A.P. Fundo de crédito privado Select Light, da Quatá, fecha para resgates. **Valor Econômico**, 23 mar. 2020a. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/03/23/fundo-de-credito-privado-select-light-da-quat-fecha-para-resgates.ghtml> (acesso em: 25 jun. 2020).

RAGAZZI, A.P. Guedes chama atenção para ‘barbearagem’ em fundos de crédito em live da XP. **Valor Econômico**, 30 mar. 2020b. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/03/30/guedes-chama-ateno-para-barbearagem-em-fundos-de-credito-em-live-da-xp.ghtml> (acesso em: 25 jun. 2020).

SCHPRIMF, A.; SHIN, H.S.; SUSHKO, V. Leverage and margin spirals in fixed income markets during the Covid-19 crisis. *BIS Bulletin*, nº 2, 2 abr. 2020.

SILVA JÚNIOR, A. Investidor externo busca ativos em mercados emergentes, mas ainda vê Brasil com cautela. *O Estado de São Paulo*, 20 jun. 2020.

TEMÓTEO, A. Banco do Brasil e Caixa esgotam créditos para microempresas pelo Pronampe. UOL, 9 jul. 2020. Disponível em: <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2020/07/09/acaba-credito-para-microempresa-no-bb-e-na-caixa-bancos-vaio-pedir-mais.htm> (acesso em: 27 jul. 2020).

TERRA, F. O Banco Central tem condições de colocar o juro a zero? Tem. *A Terceira Margem*, 6 mai. 2020.

TORRES FILHO, E. T. A Moeda em Minsky e o Atual Sistema Monetário Globalizado Americano. Texto para Discussão IE-UFRJ nº 012, mai. 2019.

TORRES FILHO, E. T.; MACAHYBA, L.; MARTINS, N. M. BNDES: as debilidades da TLP. Observatório da Economia Contemporânea, *Le Monde Diplomatique*, 9 jul. 2020.

TORRES FILHO, E. T.; MARTINS, N. M. Regulação Financeira em Minsky: Restrição de Sobrevivência, Instabilidade Financeira e Regulação Dinâmica. Texto para Discussão IE-UFRJ nº 004, mai. 2020.

TOOZE, A. How coronavirus almost brought down the global financial system. *The Guardian*, 14 abr. 2020.

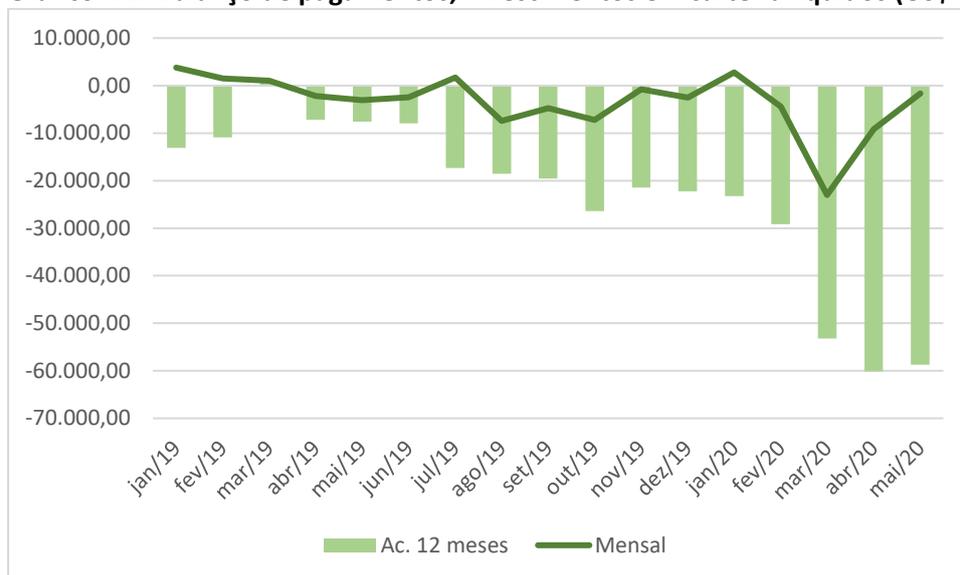
VILELLA, C.; VAZ, C.; BUSTAMANTE, J. Levantamento e análise de medidas econômicas adotadas durante a pandemia da Covid-19. Nota de Política Econômica, Grupo de Economia do Setor Público, IE-UFRJ, 2020.

WRAY, L. R. *Why Minsky matters: an introduction to the work of a maverick economist*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2017.

Anexo I Detalhamento do choque no Brasil

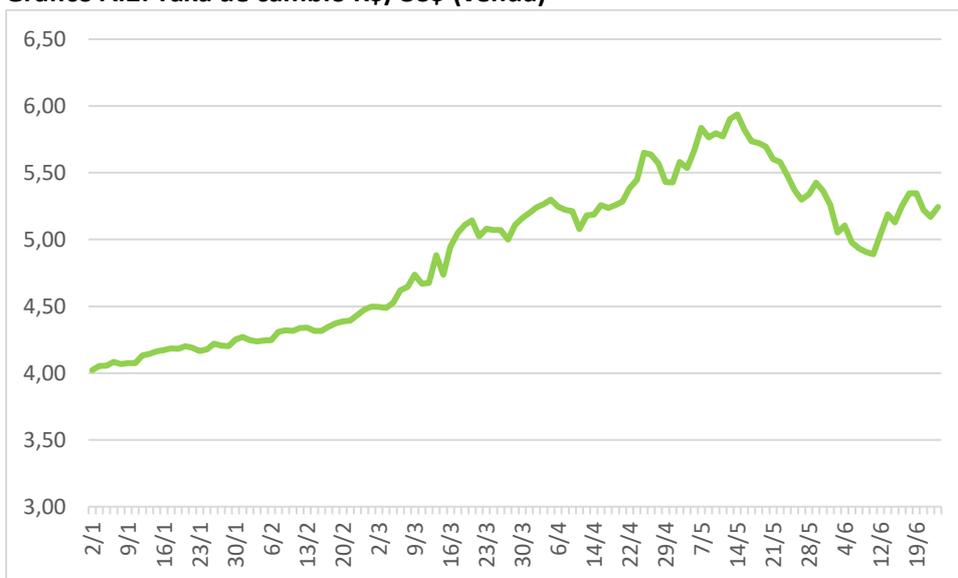
O choque em março movimentou placas tectônicas no sistema financeiro global. Os mercados financeiros chegaram perto de um colapso com a retração da liquidez dos mercados e a deflação significativa dos ativos (TOOZE, 2020). As bolsas ao redor do mundo despencaram (BBC, 2020). A fuga para ativos seguros em dólar gerou uma saída massiva de capitais das economias emergentes (IMF, 2020). As taxas de juros de ativos e emissores mais arriscados dispararam (ARAMONTE; AVALOS, 2020; DUFFIE, 2020; SCHRIMPF; SHIN; SUSHKO, 2020). No Brasil, a turbulência financeira ficou marcada pela forte saída de capitais, acompanhada de grande desvalorização da moeda e pela fuga em direção a ativos líquidos em reais (Gráficos A.1 e A.2).

Gráfico A.1: Balanço de pagamentos, investimentos em carteira líquidos (US\$ milhões)



Fonte: BCB.

Gráfico A.2: Taxa de câmbio R\$/US\$ (venda)

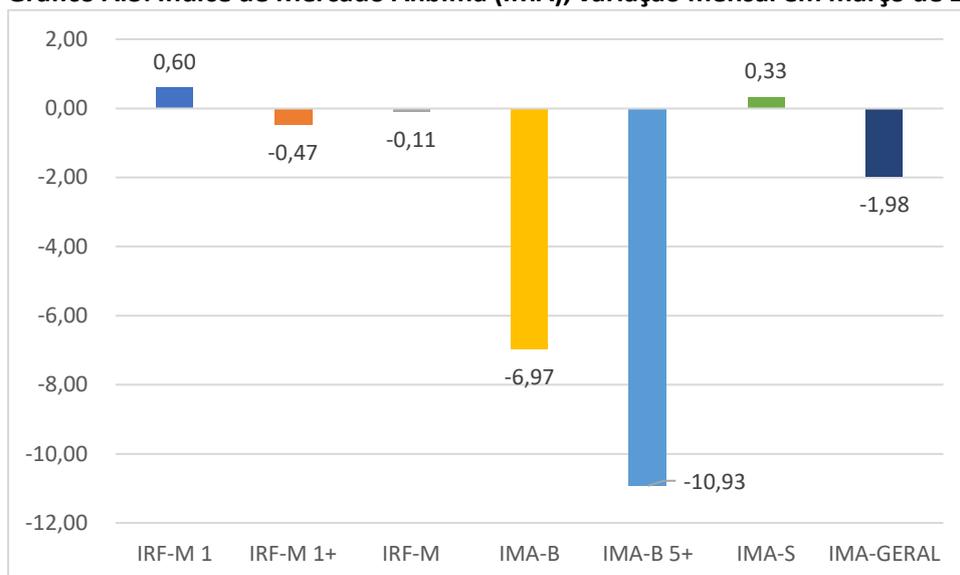


Fonte: BCB.

Essa maior busca por liquidez se manifestou através de grandes resgates líquidos dos fundos de investimento e na realocação dos recursos nos mercados de renda fixa, que saíram de ativos de crédito privado e da parte longa da dívida pública para títulos públicos com vencimentos mais curtos.

No caso dos papéis de governo, esse último movimento pode ser ilustrado pelos dados de variação mensal do Índice de Mercado Anbima (IMA) em suas diferentes subcategorias (Gráfico A.3). No mês de março foi registrada forte depreciação dos ativos vinculados à inflação, especialmente, com prazo de vencimento superior a 5 anos. Por outro lado, os subíndices de ativos pré-fixados curtos ou pós-fixados apresentaram variação positiva, referendando a leitura feita acima.

Gráfico A.3: Índice de Mercado Anbima (IMA), variação mensal em março de 2020

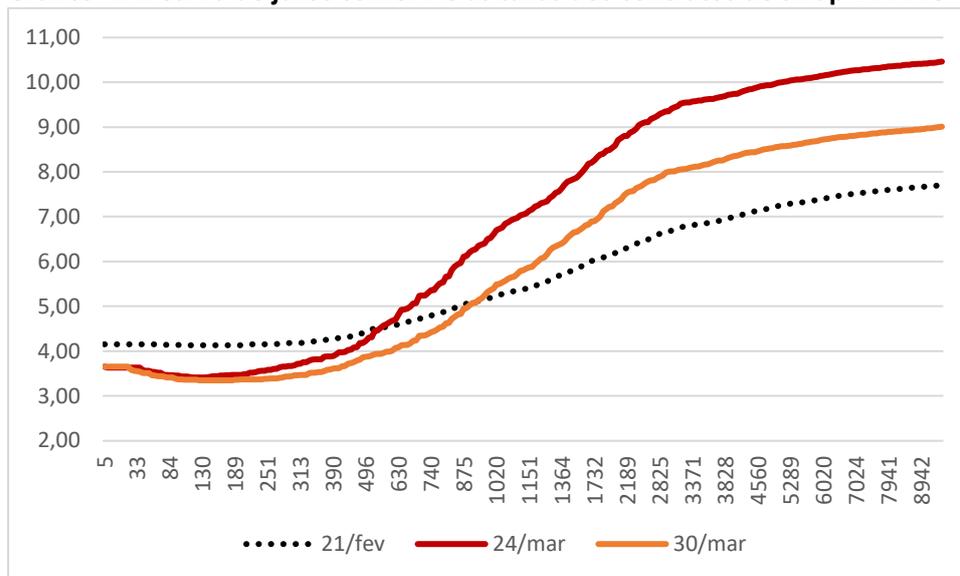


Fonte: Anbima.

Cada uma das subcategorias está associada a uma classe de títulos: pré-fixados (IRF-M); indexados à inflação medida pelo IPCA (IMA-B); e pós-fixados atrelados à taxa Selic (IMA-S). Na prática, o IMA mede o valor de mercado das carteiras dos títulos públicos, marcadas a mercado (conforme preços indicativos) e segregadas pelos diversos tipos de indexação e prazos dos títulos. Assim, quando a curva de juros sofre uma inflexão positiva, as carteiras pré-fixadas se desvalorizam, fenômeno que é mais intenso quanto maior for o prazo dos títulos. Essa é a razão pela qual os portfólios que sofreram maior desvalorização são os compostos pelas LTNs com vencimento acima de 1 ano e NTN-Bs (IPCA + taxa pré-fixada).

Já o Gráfico A.4 ilustra a curva de rendimentos, expressa a partir das taxas de juros dos contratos de *swap* DI x pré-fixado em diferentes vencimentos, conforme dados da [B]³. É possível observar que a curva registrou uma grande abertura nas taxas dos contratos mais longos em relação ao período anterior à crise. Isso ocorreu a despeito do corte de juros promovido pelo Comitê de Política Monetária (Copom) do BCB em março.

Gráfico A.4: Curva de juros conforme as taxas dos contratos de swap DI x Pré-fixado



Fonte: [B]³.

Os gráficos A.3 e A.4 podem ser compreendidos como os dois lados de uma mesma moeda. Uma vez que os títulos públicos mais longos apresentaram uma forte depreciação, como eles dispõem de uma parcela pré-fixada, as taxas de juros correspondentes subiram significativamente. Isso indica que os agentes estão cobrando mais “caro” para abrir mão da liquidez dos contratos curtos, um movimento que seria esperado durante uma crise.

Os impactos foram semelhantes no caso dos ativos privados. O Ibovespa sofreu uma forte desvalorização, caindo de um patamar de 120 mil pontos para casa dos 60 mil pontos no momento mais agudo da crise (Gráfico A.5). Esse movimento refletiu em grande medida a liquidação de posições de investidores estrangeiros no processo de *flight to quality* para ativos mais seguros em dólar americano.

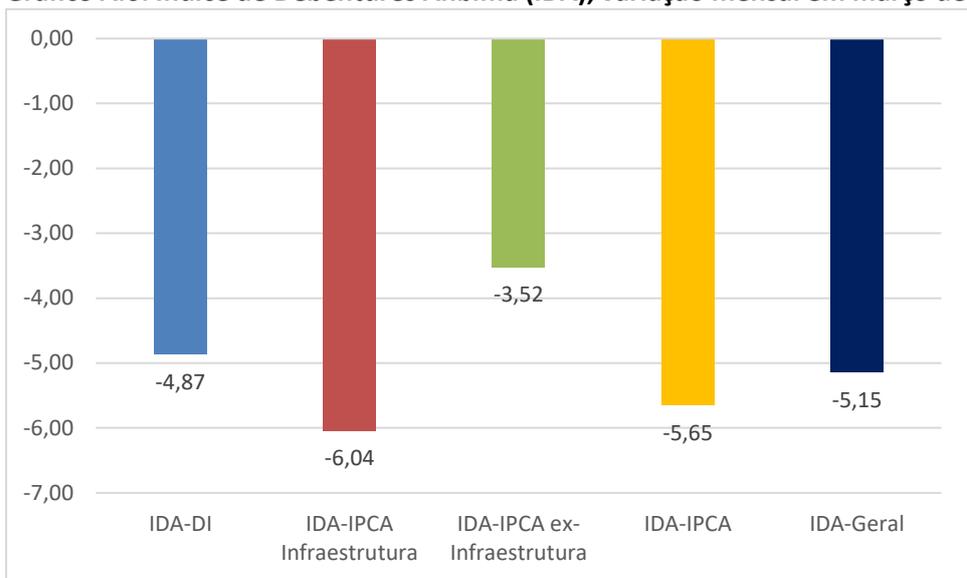
Já o Índice de Debêntures Anbima (IDA) registrou uma retração de 5,15% em março, em comparação com o final de fevereiro, apresentando variação negativa em todas as subcategorias listadas pela Anbima (Gráfico A.6). A principal queda ocorreu nos preços das debêntures de infraestrutura com remuneração atrelada à inflação, cujo índice registrou queda de 6,04%.

Gráfico A.5: Ibovespa (pontos)



Fonte: [B]³.

Gráfico A.6: Índice de Debêntures Anbima (IDA), variação mensal em março de 2020



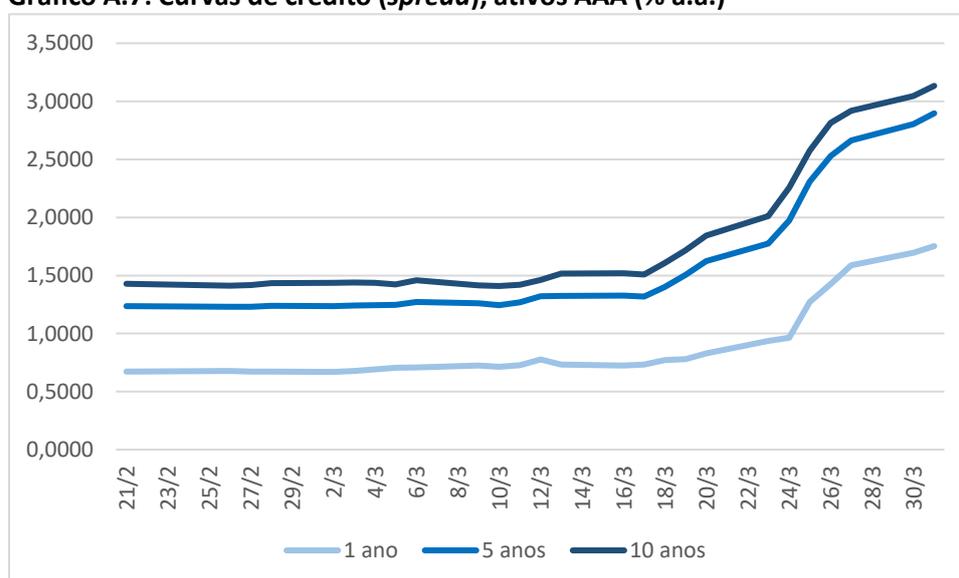
Fonte: Anbima.

Em seu turno, as curvas de créditos calculadas pela Anbima, que expressam o *spread* pago pelas debêntures acima da curva de juros dos títulos públicos, mostram que as taxas indicativas dos ativos privados também subiram significativamente (Gráfico A.7). Para os classificados na melhor faixa de risco de crédito (AAA), esse *spread* saiu de 0,67 em fevereiro para 1,75 no final de março em debêntures com vencimento de 1 ano; para o

vértice de 5 anos, o spread saiu de 1,24 para 2,90. Dito de outra forma, essas taxas mais que dobraram como resultado da turbulência de mercado.

Esse comportamento é explicado por dois fatores. O primeiro é a menor liquidez do mercado de debêntures, o que faz com que, para acontecer, os negócios exijam um desconto relevante nos preços indicativos; isso se transfigura em taxas de juros mais elevadas, que refletem um risco de mercado mais elevado. Segundo, as taxas mais altas, de fato, refletem a percepção de que os riscos de crédito aumentaram. É interessante notar que a abertura dos *spreads* não se reverteu em nenhuma das curvas, mesmo se levarmos em consideração as diferentes avaliações de *rating* tomadas como referência.

Gráfico A.7: Curvas de crédito (*spread*), ativos AAA (% a.a.)



Fonte: Anbima.

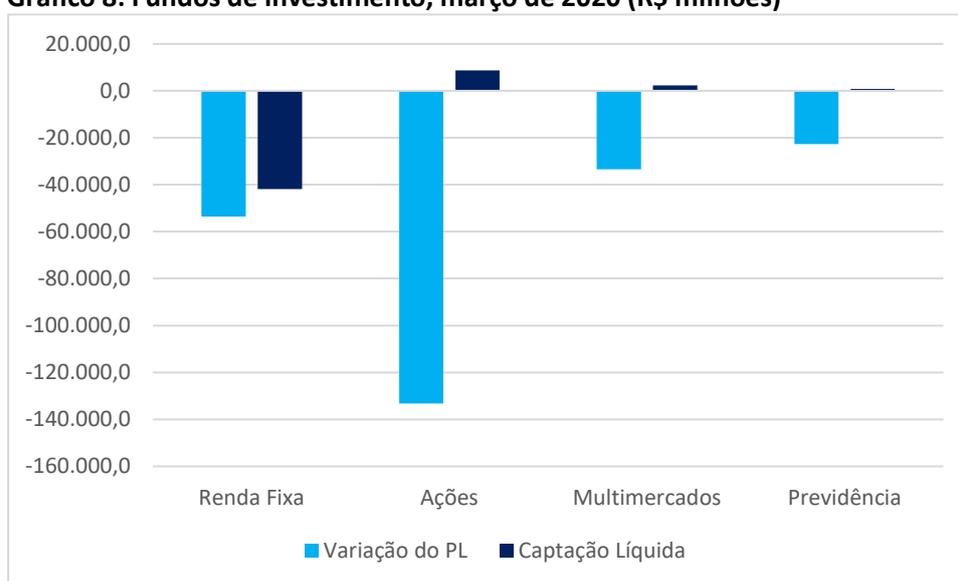
Os fundos de investimento, por sua vez, enfrentaram uma demanda muito elevada por resgates, que em termos líquidos, atingiu em março R\$ 31,2 bilhões, concentrado nos fundos de renda fixa, que apresentaram saída líquida de R\$ 42,8 bilhões (Gráfico A.8). Esse processo ajuda a explicar a pressão nos mercados de ativos de renda fixa, tanto públicos quanto privados, haja vista a necessidade de atender aos resgates liquidando ativos com grande deságio (*fire sales*).

Alguns fundos chegaram a ser fechados para resgate (e.g. Ragazzi, 2020a) e o próprio Ministro da Economia, Paulo Guedes, admitiu publicamente o problema em questão:

“Os bancos andaram fazendo barbearagem. Quer dizer, os bancos só não, as instituições em geral, e até a nossa XP, amiga e companheira. Você pega um fundo com liquidez em D+3 e compra uma debênture de cinco anos incentivada. Quando o cara quer sacar em D+3, você está com a debênture na mão. Aí começa a cair, aí tem que dar liquidez. OK, vamos abrir aí uma janela de liquidez. Todo mundo perde um pouquinho, para aprender a desenhar o produto um pouquinho melhor. Mas vamos ter liquidez. Não podemos deixar uma indústria acabar por esse tipo de problema”, afirmou Guedes. (Ragazzi, 2020b).

O problema, porém, não teria acometido uniformemente o segmento de fundos de, mas somente uma parcela restrita desses veículos, como se pode perceber no Gráfico A.8. As carteiras de Ações e Multimercados registraram em março captações líquidas positivas, a despeito do início da crise.

Gráfico 8: Fundos de investimento, março de 2020 (R\$ milhões)

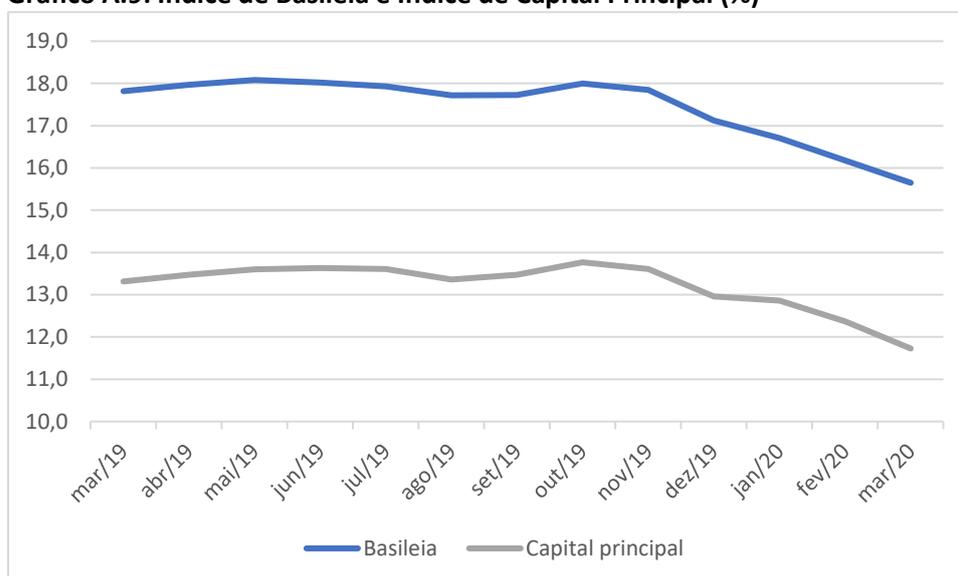


Fonte: Anbima.

Do ponto de vista da solidez do sistema financeiro, os principais indicadores de capitalização e liquidez se deterioraram com a crise, mas nada que se mostrasse preocupante. O índice de capitalização geral do sistema se reduziu para 15,7% em março

de 2020, ao passo que o índice de capital principal, que considera apenas o núcleo de capital das instituições, caiu para 11,7% na mesma data (Gráfico A.9).

Gráfico A.9: Índice de Basileia e Índice de Capital Principal (%)



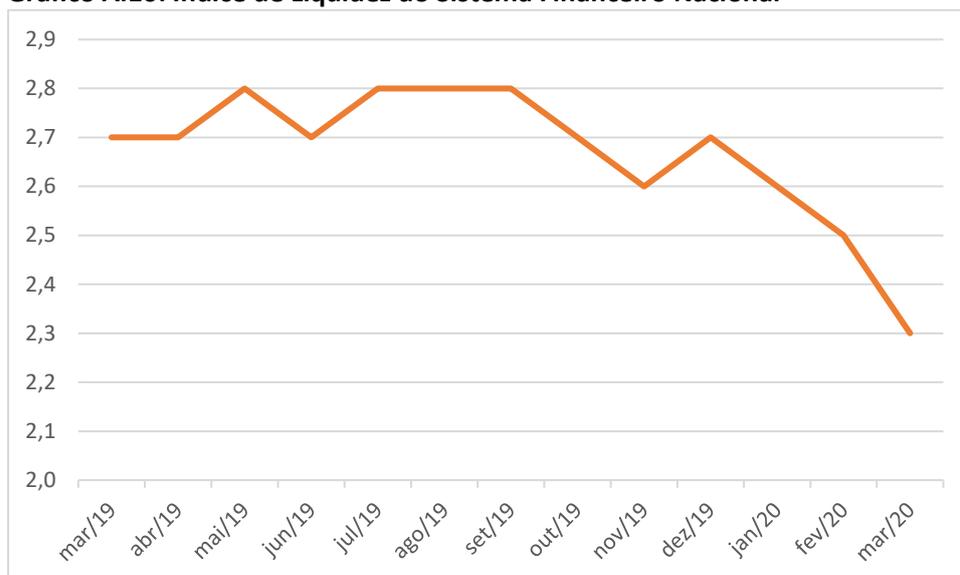
Fonte: BCB.

Já o índice de liquidez⁴⁰ caiu de um patamar de 2,8 no final do ano passado para 2,3 em março de 2020 (Gráfico A.10). Entretanto, o sistema partia de uma folga de capital e liquidez significativa. Os indicadores de capital superam largamente os mínimos regulatórios de 9,75% e 5,75%, respectivamente – uma folga de 6 pontos percentuais –, ao passo que os indicadores de liquidez registram mais que o dobro do considerado ideal⁴¹.

⁴⁰ Razão entre o volume de ativos líquidos detidos pela instituição financeira com o fluxo de caixa estressado (estimativa de desembolsos nos 21 dias úteis subsequentes em cenário de estresse).

⁴¹ Na regulação brasileira, somente os bancos sistemicamente importantes são obrigados a observar requerimentos de liquidez, mas o BCB calcula os indicadores para o sistema como um todo.

Gráfico A.10: Índice de Liquidez do Sistema Financeiro Nacional



Fonte: BCB.

Por fim, é importante considerar alguns efeitos do coronavírus sobre o fluxo de caixa de empresas e famílias. Afinal, tais impactos serão fundamentais para determinar a evolução da fragilidade financeira do sistema, expressa, em particular, em termos do risco de inadimplência⁴². Nesse sentido, os efeitos da crise associada ao coronavírus não têm a mesma temporalidade que observamos nos mercados financeiros. A Tabela A.1 reúne indicadores macroeconômicos selecionados que ajudam a ter um panorama do choque vivenciado pela economia brasileira.

Os indicadores de atividade econômica, vendas e produção mostraram uma forte redução nos meses de março e abril. A frustração das receitas nesse ambiente de demanda deprimida poderá engendrar um aumento relevante da fragilidade das empresas. Movimento similar é esperado nos fluxos financeiros das famílias, resultante do aumento do desemprego e da diminuição dos rendimentos. Nesses dois conjuntos de agentes econômicos, o estrangulamento dos fluxos de caixa pode ser identificado como o principal aspecto financeiro associado à crise do coronavírus.

⁴² Estimativas divulgadas no último Relatório de Estabilidade Financeira do BCB consideram que num cenário de estresse extremo, materializado em um único choque sobre a base de capital do sistema, os bancos talvez precisassem se recapitalizar em até R\$ 70 bilhões (ou 7,2% do total do patrimônio de referência do sistema). Este cenário desconsidera, porém, o acúmulo de novos lucros líquidos, o que é uma premissa irreal. Levando em conta a alta lucratividade dos bancos no Brasil, é pouco provável que esse cenário se materialize.

Tabela A.1: Indicadores Macroeconômicos Seleccionados – variação mensal (%)

	IBC- Br	Comércio varejista	Comércio varejista ampliado	Produção industrial	Serviços	Desem- prego*	Taxa de ocupação*	Massa de rendimen- tos
jan/20	0,1	-1,3	0,6	1,3	0,4	0,2	-0,3	0,5
fev/20	0,3	0,5	0,5	0,6	-1,0	0,4	-0,3	0,1
mar/20	-6,2	-2,1	-13,7	-9,0	-7,0	0,6	-1,2	-0,6
abr/20	-9,7	-16,8	-17,5	-18,8	-11,7	0,4	-1,7	-2,2

Fonte: BCB (IBC-Br) e IBGE (demais). Índices de volume e dados dessazonalizados.

*Variação em pontos percentuais (trimestre findo no mês corrente).

Anexo II Compra de ativos pelo Banco Central do Brasil

Um outro grupo de ações que originalmente estaria associado à questão da liquidez de mercado diz respeito às operações de compra direta de ativos públicos e privados pelo BCB. A autoridade monetária brasileira buscou seguir não só os bancos centrais de países desenvolvidos, mas outros pares emergentes, que lançaram mão dessas políticas pela primeira vez nesta crise (ARSLAN; DREHMANN; HOFMANN, 2020). Contudo, como até o momento nenhuma operação foi efetivamente realizada, optamos por tratar esse tópico separadamente.

Em síntese, no início de maio, o Congresso brasileiro aprovou o arcabouço legal que sustenta a atuação do BCB nos mercados secundários de ativos públicos e privados enquanto vigorar o estado de emergência ligado ao coronavírus⁴³. Entre todas as medidas anunciadas durante esta crise, esta talvez seja a mais inovadora, embora os reais objetivos do BCB com a compra de ativos ainda sejam pouco claros (MONTANI MARTINS, 2020b).

A tirar pela experiência internacional, políticas de compra de ativos são associadas a dois objetivos principais (IMF, 2013). O primeiro é restaurar o funcionamento adequado dos mercados e seus mecanismos de intermediação. O segundo é introduzir estímulos monetários adicionais, sempre que os instrumentos convencionais não são capazes de fazê-lo.

No desenho brasileiro, a norma permite que o BCB atue somente nos mercados secundários. No caso dos títulos públicos federais, permite a negociação irrestrita nos mercados doméstico e internacional. No caso dos ativos privados, cujas operações foram recentemente regulamentadas⁴⁴, centra-se no mercado local, impondo também algumas condições: no momento da compra os ativos devem ter *rating* equivalente ou superior à categoria BB- (*investment grade*), conferido por pelo menos uma dentre as agências

⁴³ Emenda Constitucional nº 106, de 7 de maio de 2020.

⁴⁴ Circular nº 4.028, do BCB, de 23 de junho de 2020.

internacionais Fitch, Standard & Poor's e Moody's, prazo para o vencimento superior a 1 ano e preços de referência publicados pela Anbima ou pela [B]³.

Com isso, o escopo de atuação do BCB ficou basicamente restrito às debêntures – em particular, aquelas que compõem o Índice de Debêntures Anbima (ver Anexo I). Outros ativos privados, como notas promissórias ou certificados de recebíveis, podem não dispor de avaliação de risco por agências internacionais, devido a uma questão de custo, ou ter seus preços registrados publicamente, ficando fora desse conjunto.

O BCB irá realizar leilões de compra de ativos privados por meio de um módulo de oferta pública já existente⁴⁵. As instituições financeiras que já têm acesso aos leilões de títulos públicos federais serão as mesmas que poderão participar dos leilões de títulos privados, sendo autorizada a participação de empresas não financeiras e até pessoas físicas por intermédio dessas instituições⁴⁶. Caso as instituições financeiras operem com ativos de suas próprias carteiras ficarão impedidas de pagarem dividendos além do mínimo obrigatório e aumentar a remuneração fixa ou variável de seus diretores.

Os preços utilizados nas operações terão como guia aqueles publicados pela Anbima ou pela [B]³ e o BCB irá observar um conjunto de limites de concentração de carteira, conforme o rating e o emissor, de modo a evitar a concentração excessiva de riscos de crédito específicos em suas operações.

A regulação não esclareceu ainda vários detalhes operacionais, mas o discurso do BCB indica que sua atuação será pautada pela neutralidade, isto é, a compra de uma carteira representativa (*benchmark*) do mercado⁴⁷. A ideia é que essas transações induzirão a um

⁴⁵ Módulo de oferta pública do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic).

⁴⁶ Os proprietários desses ativos deverão estar quites com suas obrigações perante o poder público, ainda que não seja vedada a compra de beneficiários pessoas jurídicas em débito com o sistema de seguridade social.

⁴⁷ Na prática, seria equivalente a “comprar” um benchmark, no caso, o IDA. A orientação segue a política de neutralidade adotada pelo Banco Central Europeu: “A benchmark will be defined at issuer group level. The benchmark will be neutral in the sense that it will reflect proportionally all outstanding issues qualifying for the benchmark. This also implies that market capitalisation provides a weighting for each of the jurisdictions of issuance within the benchmark. Issuer group limits will be based on the benchmark to ensure

aumento da liquidez do mercado como um todo, propiciando uma apreciação dos ativos e a correspondente redução das taxas de risco privado, por meio de um efeito cascata que se inicia com as empresas privadas de melhor risco e, em seguida, se transmite para o resto do mercado por meio de um efeito “contaminação”. Esse processo se daria através de uma valorização do IDA e redução dos *spreads* das curvas de crédito (Anexo I e Seção 4, Gráfico 8). Assim, o BCB espera que haja um efeito demonstração sobre as taxas de ativos não *investment grade* – uma espécie de *trickle-down*. Esse resultado, no entanto, não pode ser garantido de antemão. Há também outro efeito “colateral” importante: a apreciação dos ativos de crédito nas carteiras de investidores e fundos de investimento.

Além disso, o BCB considera que o aumento da liquidez e dos preços e a redução dos *spreads* seriam fatores relevantes para que houvesse uma retomada das emissões primárias de debêntures, compreendidas como uma importante fonte de recursos para as empresas. Até o fechamento desse texto, nenhuma operação havia sido realizada.

a diverse portfolio, while at the same time they will offer sufficient leeway to build up the portfolio” (ECB, 2016).

Anexo III A experiência internacional com fundos garantidores

Quadro A.1 – Quadro Resumo dos Fundos Garantidores no Exterior

Jurisdições	Beneficiários	Cobertura	Prazo de vigência	Prazo
Austrália	SME's	50%	set/20	até 3 anos
Canadá Canadá	Todos os tamanhos SME's	80%, até CAD 5m (1) 100% [CAD 20 mil/CAD 1,5m]	dez/21 -	1 ano até 5 anos
França	Todos os tamanhos	[70%/90%] (2) e (5)	dez/20	até 5 anos
Alemanha Alemanha	SME's Todos os tamanhos	100% até EUR 500 mil (3) EUR 800 mil (demais) 90% > SME's; 80% > demais	dez/20 dez/20	- até 5 anos
Hong Kong	SME's	100% (4)	disponível por 1 ano	até 3 anos
Itália Itália	SME's Todos os tamanhos	[80%/100%] [70%/90%](2)	dez/20 dez/20	- 6 anos
Espanha	Todos os tamanhos	[60%/80%] (5)	set/20	até 5 anos
Suíça	Faturamento < SFR 500 mil	<u>100% até SFR 500 mil</u> <u>80% até SFR 2m</u>	<u>jul/20</u>	<u>até 5 anos</u>
Reino Unido	SME's	100% até GBP 250 mil 80% [250 mil/5m} GBP	-	até 6 anos
EUA	SME's	100% até o limite de US\$ 10m	jun/20	2 anos
Observações:	(1) Empresas exportadoras de qualquer segmento econômico			
	(2) Limitado a 25% do faturamento em 2019 ou dois anos de folha de pagamentos			
	(3) Empresas com até 50 empregados			
	(4) Limitado ao valor total de salários e aluguéis devidos pela empresa por seis meses			
	(5) Percentuais maiores para as SME's			

Fonte: Baudino (2020).