



**Texto para Discussão 034 | 2022**

***Discussion Paper 034 | 2022***

## **A pandemia da covid-19 e o crédito às micro, pequenas e médias empresas no Brasil**

*The COVID-19 crisis and loans to micro, small, and medium-sized enterprises in Brazil*

***Luca Simmer Oliva Boligan***

*Bacharel em Ciências Econômicas pela Universidade Federal do Rio de Janeiro  
lsimmeroliva@gmail.com*

***Norberto Montani***

*Professor do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro  
norberto.martins@ie.ufrj.br*

This paper can be downloaded without charge from

<https://www.ie.ufrj.br/publicacoes-j/textos-para-discussao.html>

# A pandemia da covid-19 e o crédito às micro, pequenas e médias empresas no Brasil

*The COVID-19 crisis and loans to micro, small, and medium-sized enterprises in Brazil*

Dezembro, 2022

**Luca Simmer Oliva Boligan**

*Bacharel em Ciências Econômicas pela Universidade Federal do Rio de Janeiro  
lsimmeroliva@gmail.com*

**Norberto Montani**

*Professor do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro  
norberto.martins@ie.ufrj.br*

## Resumo

O objetivo deste trabalho é analisar a evolução do mercado de crédito às empresas no Brasil durante a pandemia de covid-19, com foco nas micro, pequenas e médias empresas (MPMEs). Constrói-se um arcabouço teórico de inspiração minskyana para analisar o comportamento do mercado de crédito e avaliar criticamente as medidas adotadas pelo governo para fazer frente aos efeitos da pandemia. Em especial, analisa-se a evolução do crédito a pessoas jurídicas e das diferentes linhas, características e condições do crédito a MPMEs a partir da base de dados do DataSebrae. O ineditismo do trabalho consiste no arcabouço teórico utilizado e nos dados utilizados. O *puzzle* referente à contraciclicidade do crédito às empresas durante a pandemia de covid-19 no Brasil – cresceu quando se esperava uma queda – é explicado pela heterogeneidade de tamanho dos tomadores e pelas medidas adotadas pelo governo. Conclui-se que o fluxo de crédito às MPMEs só foi viabilizado devido aos programas de garantia sob a lógica de direcionamento de crédito. Argumenta-se, por fim, que a desestruturação desses programas, em especial, no contexto de aumento das taxas de juros, implicará maior fragilidade financeira, impactando a capacidade de as MPMEs gerarem emprego e renda na economia brasileira. É necessário assegurar a perenidade desses programas de garantia e reativar os empréstimos de bancos públicos e de desenvolvimento para que as MPMEs concretizem seu potencial.

**Palavras-chave:** Fragilidade Financeira; Crédito; MPMEs; Covid-19; Brasil.

**Códigos JEL:** E44; E51; G30; H81.

## **Abstract**

This paper analyzes the evolution of the market for corporate loans in Brazil during the COVID-19 pandemic, focusing on loans for micro, small and medium enterprises (MSMEs). We build a Minskyian theoretical framework to analyze the behavior of the loan market and critically assess the government measures to tackle the COVID-19 crisis. More specifically, we analyze the evolution of corporate loans and different MSMEs credit lines and features using the DataSebrae database. The novelty of the present work is related to its theoretical framework and the database used in our analysis. We explain the credit rationing puzzle during the COVID-19 pandemics in Brazil – credit expanded when one would expect a contraction – due to the heterogeneity of borrowers' size and the countercyclical measures adopted by the government. We conclude that credit only flowed to MSMEs because of the government's loans guarantee programs, under the logic of directed credit. Finally, we argue that the shutdown of those programs, especially in a context of high interest rates, will cause an increase in financial fragility of MSMEs, jeopardizing their capacity to create jobs and incomes in the Brazilian economy. The government needs to assure the continuity of those programs and reactivate public and development banks direct loans so MSMEs can fulfill their role in the economy.

**Keywords:** Financial Fragility; Loans; MSMEs; COVID-19; Brazil.

**JEL Codes:** E44; E51; G30; H81.

## Introdução

A pandemia de covid-19 inaugurou um período de instabilidade econômica e financeira com múltiplos impactos sobre nossa sociedade. A dimensão humanitária se destaca, com diversos fatores socioeconômicos influenciando os difíceis tempos vivenciados durante este período. No presente trabalho, a dimensão econômica será protagonista e o objeto da pesquisa guarda importantes implicações para as condições de reprodução material das sociedades. O foco aqui é a evolução da situação das empresas de menor porte, importantes geradoras de emprego e renda em economias como a brasileira (NETTO et al., 2021).

No caso das empresas, os principais impactos da crise da covid-19 foram associados ao fechamento das portas e à desarticulação das cadeias produtivas devido às medidas de isolamento social necessárias para lidar com o vírus. A forte retração da demanda agregada e da atividade cobraram um alto preço do ponto de vista da fragilidade financeira das empresas: do dia para a noite as receitas evaporaram, os fluxos de caixa mudaram de sinal e grande parte das firmas se viu obrigada a ajustar suas operações ao novo cenário, uma vez que as despesas financeiras e operacionais não puderam ser modificadas com a mesma celeridade – a onda de demissões e os impactos no mercado de trabalho podem, inclusive, ser compreendidos sob essa perspectiva (PAULA, 2021).

O acesso a empréstimos e recursos de terceiros é uma importante ferramenta em situações como a descrita. Porém, o mercado de crédito tem uma dinâmica própria: empresta-se porque se espera que o dinheiro adiantado retornará – portanto, trata-se de bons tomadores – com um adicional que compense os riscos e a inconveniência de abrir mão de liquidez (CARVALHO, 2015). O comportamento do crédito é tipicamente procíclico, o que, num contexto de crise e elevação da incerteza, como o vivenciado durante a pandemia de

covid-19, dificulta que as empresas lancem mão do instrumento para ajustar seus fluxos de caixa e balanços.

Essa situação é ainda mais pronunciada no caso de micro, pequenas e médias empresas (MPMEs), que têm dificuldade em acessar crédito devido à falta de histórico financeiro, à burocracia envolvida nos empréstimos, ao elevado custo do instrumento e à falta de garantias, dentre outros fatores (DE NEGRI; CAVALCANTE, 2018; SEBRAE, 2020; NETTO et al., 2021). Esses obstáculos estruturais tornaram-se ainda mais pronunciados em função das mudanças no sistema financeiro brasileiro a partir de 2016 que reduziram o peso de bancos públicos e favoreceram o desenvolvimento do mercado de capitais, de acesso restrito a empresas de maior porte.

O forte impacto negativo sobre as MPMEs, contudo, fez o governo brasileiro lançar mão de diversos programas para tentar compensar a perda de receita e de empregos. Parte importante da resposta da política econômica envolveu a estruturação de fundos garantidores de crédito, que permitiram às MPMEs acessarem recursos para assegurar sua sobrevivência – e, principalmente, a sobrevivência dos empregos que geram. Mendonça, Cubero e Nappi (2021) e Machado et al. (2022) são alguns dos trabalhos que se dedicaram a analisar essas respostas e seu impacto sobre as empresas, referendando a importância das medidas adotadas.

O presente trabalho se insere nessa literatura, porém, tem como preocupação fornecer um quadro mais amplo acerca do mercado de crédito às empresas no Brasil durante a pandemia de covid-19, com o uso de uma nova base de dados, e construir um arcabouço conceitual específico, de inspiração minskyana, para o tratamento desse objeto. O foco nas MPMEs se justifica devido às especificidades dessas firmas em termos da sua inserção no mercado de crédito. Já o foco na pandemia se justifica pela peculiaridade do ocorrido no período: como será visto com mais detalhe adiante, a demanda por crédito não se reduziu durante o período de retração cíclica – pelo contrário.

O artigo tem como objetivo geral analisar a evolução do mercado de crédito às empresas no Brasil durante a pandemia de covid-19, com foco nas MPMEs. Constrói-se um arcabouço teórico minskyano para analisar o comportamento do mercado de crédito e avaliar criticamente as medidas adotadas pelo governo para fazer frente aos efeitos da

pandemia. O objetivo específico do trabalho é analisar a evolução das diferentes linhas, características e condições do crédito a MPMEs a partir da base de dados do DataSebrae, ainda não explorada em outros trabalhos.

Quanto à metodologia, o trabalho combina três esforços distintos. Em primeiro lugar, a partir de uma revisão da literatura, propõe-se um arcabouço conceitual para analisar a dinâmica do mercado de crédito e sua relação com a preferência pela liquidez e a fragilidade financeira, enfocando as peculiaridades das MPMEs. Em segundo lugar, usa-se fontes primárias e secundárias para mapear as principais medidas adotadas pelo governo brasileiro durante a pandemia de covid-19. Por fim, realiza-se uma análise de estatísticas descritivas dos dados do DataSebrae e do Banco Central do Brasil (BCB) para avaliar a evolução do mercado de crédito às MPMEs no Brasil no período 2019-2021.

## **1 A dinâmica do mercado de crédito e o financiamento às MPMEs**

### **1.1 Restrição de sobrevivência, preferência pela liquidez e a dinâmica do crédito**

Sob a perspectiva keynesiana, a dinâmica do mercado de crédito pode ser sintetizada a partir da interação entre dois grupos de agentes. De um lado, aqueles que demandam recursos para compatibilizar a necessidade de moeda no presente, devido a seus planos de gasto, com os fluxos futuros esperados de rendas e quase-rendas. De outro, aqueles que criam moeda (bancos<sup>1</sup>) ou que renunciam à liquidez de seus portfólios<sup>2</sup>, levando em conta uma análise do risco, do retorno e do prêmio de liquidez dos ativos.

---

<sup>1</sup> Nos sistemas financeiros modernos a prerrogativa de criação de moeda restringe-se ao banco central e aos bancos (TORRES FILHO, 2020). Como os bancos centrais não emprestam diretamente ao público, nossa análise restringe-se às instituições bancárias.

<sup>2</sup> Existe uma variedade maior de agentes que podem renunciar à liquidez de seu portfólio, como investidores não-financeiros que compram títulos de dívida corporativa. Neste caso, não há criação de moeda.

Neste trabalho, propõe-se que a demanda por crédito seja compreendida através de lentes minskyanas, o que traz o gerenciamento dos fluxos de caixa dos agentes econômicos para o centro do palco. Minsky (2008) foi um dos principais autores da tradição keynesiana a aprofundar a discussão do papel do crédito na economia e a relação de interdependência entre ele e as condições de mercado, atribuindo ao ciclo econômico e às configurações das instituições – inclusive a regulação financeira – as mudanças nas práticas e nas estruturas financeiras que condicionam a dinâmica econômica.

Os agentes econômicos<sup>3</sup> enfrentam uma “restrição de sobrevivência”, compreendida por Minsky (2004, p. 127) como a necessidade de compatibilizar os fluxos de entrada e saída de caixa, os direitos e as obrigações denominados em moeda, de modo que não haja desequilíbrios persistentes. A análise do autor originalmente tem como objeto as empresas, mas pode ser estendida a todas as unidades econômicas, que se deparam, no contexto do capitalismo contemporâneo, com a necessidade de gerenciar diuturnamente seus fluxos de caixa e balanços. É nas dívidas e obrigações financeiras que o sistema econômico encontra seus pilares de sustentação: “the most important mechanism of financial capitalism is the one that gives debt its force; the requirement to pay” (NEILSON, 2019, p. 44).

Essa formulação abre espaço para desassociar, em algum grau, a demanda por liquidez e a decisão de investir, o que, tipicamente, marca a tradição analítica keynesiana no tema (KEYNES, 1937; DAVIDSON, 1986; CARVALHO, 1996). Isso não significa dizer que os investimentos em bens de capital fixo não tenham um papel central na demanda por crédito – o têm e a incerteza envolvida nessas decisões é fundamental –, mas sim que o leque de gastos das unidades econômicas – e as necessidades a eles associadas – é ainda mais amplo<sup>4</sup>. Trata-se de reconhecer o crédito como um elemento essencial do

---

<sup>3</sup> Com exceção do governo central ou do banco central, na moeda em que emitem, a depender da configuração institucional em vigor (TORRES FILHO, 2020, p. 741).

<sup>4</sup> Stockhammer (2004), Davis (2016) e Erturk (2020) registram que a financeirização das empresas reduziu o peso dos investimentos nos gastos e na alocação de portfólio das firmas em prol de ativos financeiros, recompra de ações e distribuição de recursos aos acionistas.

gerenciamento da liquidez, dos pagamentos e dos fluxos de caixa dos agentes, o que se traduz também na estrutura de ativos e passivos das unidades econômicas:

In the logic of finance, the most basic element of the economy is cash flow and the most basic constraint on the behavior of every economic agent is the ‘survival constraint’ [...] which requires that cash outflow not exceed cash inflow. Since the exact coordination of payments is impossible, even this simple constraint typically involves finance in the form of cash balances or a line of credit. If, over time, the cash flowing in to a particular economic unit is expected to exceed the cash flowing out, then whoever owns that unit is said to own a capital asset. From a financial point of view, a capital asset is not a concrete thing but only a stream of future net cash flows. [...] The reason they are important is that possession of such assets gives the owner access to current purchasing power in excess of current cash flows, possibly far in excess. (MEHRLING, 1999, p. 139).

Os diferentes tipos de fluxos de caixa precisam ser compatibilizados não só no presente, mas no futuro. Minsky (2008, p. 223) define três principais tipos de fluxo de caixa: fluxos de renda, de balanço e de portfólio. O fluxo de renda advém do processo corrente de produção. Diz respeito não só às entradas de caixa, oriundas, por exemplo, das receitas de vendas ou de recursos captados, mas também às saídas, originadas, por exemplo, do pagamento dos salários e de insumos a fornecedores. Já os fluxos dos balanços incluem o recebimento de rendas e quase-rendas em cima de ativos financeiros (e.g. retorno sobre títulos da dívida pública) ou o pagamento de juros e principal dos passivos existentes – são fluxos “herdados” do passado. Por fim, os fluxos de portfólio se materializam no momento em que ativos, fixos ou financeiros, são transacionados, envolvendo também a emissão de novas obrigações.

O interesse de empresas em investir em bens de capital vem da capacidade desses bens em gerar fluxos de renda futura. O preço desses bens depende das expectativas acerca das receitas que eles proporcionarão. Ele será comparado aos custos impostos pelo investimento. Caso espere-se que o valor proporcionado pela aquisição do bem supere seu valor corrente de oferta, o investimento ocorre. Na prática, esse dispêndio será financiado por uma combinação de recursos próprios (moeda em caixa) e de terceiros, com especial destaque para as operações de crédito que criam obrigações no balanço das

firmas. O desafio do investidor, portanto, é balancear, compatibilizar, essas receitas e despesas monetárias, de modo a não comprometer os lucros e a sobrevivência das firmas<sup>5</sup>.

A dificuldade em compatibilizar esses fluxos é determinada, principalmente, pela diferença em sua temporalidade. Por exemplo, bens de capital demandam o dispêndio de uma larga soma de recursos e demoram a gerar retornos suficientes de modo a liquidar os passivos assumidos para viabilizar sua aquisição. Daí a necessidade de acessar constantemente as instituições financeiras, dotadas de uma capacidade ímpar de originar empréstimos, criando moeda na largada e, eventualmente, ao longo do processo de maturação dos investimentos. Em outro exemplo, a necessidade de recursos para pagar os salários dos empregados pode também ser satisfeita com empréstimos, mas com prazos mais curtos: tão logo as receitas de venda entrem em caixa, as dívidas podem ser honradas e o capital de giro restabelecido. Neste caso, o descasamento é menos pronunciado.

A abordagem minskyiana pode ser usada para analisar a decisão individual dos agentes, permitindo que gerenciam sua restrição de sobrevivência de maneiras distintas: com maior, menor ou nenhuma folga, ou com maiores ou menores margens de segurança<sup>6</sup>. O conceito de fragilidade financeira é usado para denominar como os agentes se colocam em relação à sua restrição de sobrevivência. A tipologia minskyana das posições financeiras das unidades econômicas, *hedge*, especulativa ou Ponzi<sup>7</sup> é na realidade uma

---

<sup>5</sup> É nesse sentido que Minsky (2008, p. 226) argumenta que “Financial instability is linked to the relative importance of income, balance-sheet, and portfolio cash flows in an economy. Income cash flows - the wages, salaries, and payments for final and intermediate products - are the foundation upon which the balance-sheet and portfolio cash flows rest”.

<sup>6</sup> Quanto maior a margem de segurança, menor a fragilidade financeira. Minsky (1977, p. 16) elenca três tipos de margem de segurança: (i) o excesso das receitas esperadas em relação às obrigações contratadas para todos os períodos de tempo; (ii) o excesso do valor presente dos ativos em relação aos passivos; e (iii) a proporção de ativos de altíssima liquidez no portfólio dos agentes (*cash kickers*).

<sup>7</sup> Como mostra Minsky (2008), as unidades *hedge* conseguem honrar todos seus compromissos, juros e principal, somente com as suas receitas ou recursos próprios acumulados. Unidades *especulativas* podem arcar com os custos dos juros dos empréstimos, mas não conseguem amortizá-los integralmente, dependendo das condições de mercado para rolar suas dívidas. Estas unidades fazem uma aposta em duas frentes: acreditam que sua situação financeira melhorará por conta de variações na demanda ou nos preços que a beneficiem e acreditam que os custos do crédito e de sua capacidade de renegociação serão suficientes para manter sua posição. Por fim, aquelas unidades mais especulativas, que não cumprem o necessário para

classificação à luz das margens com que gerenciam essa restrição. Caso o agente se encontre em uma posição financeira de maior fragilidade, o fluxo de receitas ou os recursos acumulados podem não ser suficientes para atender à restrição de sobrevivência em todos os períodos, de modo que ele pode precisar gerar fluxos de entrada a partir de seu balanço ou mesmo portfólio, vendendo ativos ou contraindo novas dívidas para honrar suas obrigações.

Keynes discutiu a questão do descasamento a partir do dístico *finance-funding*, em que diferencia os estágios de financiamento dos gastos em investimento em capital fixo. O *finance* seria um fundo rotativo de recursos de curto prazo destinado ao pagamento dos fatores de produção ou dos investimentos. Normalmente, seria fornecido pelos bancos por meio de crédito, com criação de depósitos. Essa colocação retira da poupança prévia a característica de condição necessária para a consecução dos empreendimentos, conferindo posição central ao crédito na viabilização dos investimentos e das operações das firmas (KEYNES, 1937, p. 668-669). O *funding* refere-se à criação de ativos financeiros de longo prazo que irão mobilizar e direcionar o estoque de riqueza futura, já impactado pelos gastos de investimento e seus efeitos multiplicadores, ao fluxo de portfólio do investidor.

Os dois estágios de financiamento, porém, não precisam obedecer à sequência proposta originalmente por Keynes. No mundo real é comum que parte dos investimentos seja financiada com recursos próprios, previamente acumulados, parte via empréstimos bancários e, no caso de firmas maiores, parte via mercado de capitais. Além disso, as atividades de boa parte das firmas em operação não implicam investimentos vultuosos, fazendo com que a questão do *funding* adquira importância secundária para as empresas de tamanho restrito<sup>8</sup>. O ponto central para o funcionamento do sistema econômico é

---

sua sobrevivência, são denominadas Ponzi: elas não geram, ou não possuem, recursos para o pagamento dos juros nem da amortização, tornando-se necessariamente cada vez mais endividadas.

<sup>8</sup> Isso não implica dizer que o *funding* não é importante para assegurar a robustez financeira do sistema econômico. Só que é um problema restrito a grandes *players* e ao sistema em nível macroeconômico.

garantir que as empresas terão acesso a crédito e não enfrentarão restrições financeiras para que conduzam suas operações do dia a dia.

Ofertar crédito é uma decisão de portfólio e alocação de balanço dos bancos, que contrapõe rendimentos associados a um risco calculado sobre as expectativas de quase-rendas e lucros futuros à segurança da aplicação em ativos de elevada liquidez, mas de baixo, ou nenhum, rendimento (DAVIDSON, 1978; DYMSKI, 1988; PAULA, 2011). Outros atores podem atuar na oferta de crédito, por exemplo, por meio de instrumentos de dívida do mercado de capitais ou indiretamente ao dar suporte à securitização de empréstimos, mas a possibilidade de criação de moeda nos sistemas financeiros contemporâneos se restringe à atividade bancária e sua relação única com os bancos centrais (DAVIDSON, 1986; CARVALHO, 2015).

Paula (2014, p. 19) resume a escolha básica dos bancos a “satisfazer os compromissos de empréstimo ou preservar a flexibilidade para maximizar a liquidez do seu ativo em um ambiente adverso”. Essa flexibilidade é importante, pois embora sejam capazes de criar moeda via depósitos, as obrigações firmadas pelos bancos se liquidam na moeda emitida pelo banco central (CARVALHO, 2015). Em momentos nos quais impera a incerteza, os bancos podem optar por manter seus ativos líquidos para fazer frente a necessidades inesperadas ou se aproveitar de oportunidades, traduzindo-se em margens de segurança mais amplas em relação à sua restrição de sobrevivência.

A conciliação entre a busca por lucro e preferência pela liquidez sinaliza o apetite pelo risco das instituições. Instituições bancárias não dispõem de meios exatos para saber se irão reaver integral e tempestivamente os recursos emprestados por conta da incerteza acerca do resultado do empreendimento e dos riscos inerentes aos empréstimos. Assim, utilizam, além de uma análise de risco de crédito criteriosa, margens de segurança para garantir um retorno agregado minimamente suficiente de suas operações e/ou criam provisões para as perdas esperadas, de modo a não comprometer seus fluxos de caixa.

Keynes (1996, p. 155) elencou três tipos de risco envolvidos nos empréstimos: (i) o *risco do tomador*, relativo à possibilidade de frustração do retorno esperado na aplicação dos recursos; (ii) o *risco do prestador*, associado ao risco moral ou à insuficiência das margens de segurança; e (iii) o *custo de oportunidade* relativo aos ativos reais. O primeiro

tipo de risco recai sobre o empresário, que nunca pode prever com absoluta certeza o resultado do seu investimento e dos retornos que ele irá gerar. O segundo deriva da assimetria de informação em favor do tomador, de forma que as instituições financeiras não conhecem a capacidade e intenções reais de pagamento deste. O terceiro tipo, por fim, advém de variações no valor do padrão monetário e dos ativos.

O ciclo econômico, em especial, também desempenha um importante papel na determinação da dinâmica do mercado de crédito: “Em período de expansão, a opinião correta sobre a magnitude de ambos os riscos, o do tomador do empréstimo e o do prestador, pode representar uma subestimativa anormal e perigosamente baixa” (KEYNES, 1996, p. 156). É essa a ideia que será desenvolvida posteriormente por Minsky (2008) em sua hipótese de instabilidade financeira, na qual o autor propõe que a estabilidade é desestabilizadora. Também Dymski (1992) discorre sobre a forma como os bancos se comportam em relação ao risco. Bancos atuam, em primeiro lugar, como firmas, buscando lucros, em vez de responder passivamente ao público. Seu papel é avaliar riscos de modo a serem capazes de absorver eventuais choques de liquidez, com sua sobrevivência ou expansão condicionadas à capacidade de gerenciar esses riscos. Quanto mais operações de crédito potencialmente lucrativas os bancos realizam, mais expostos se tornam e a estratégia para maximização de lucros depende de uma avaliação subjetiva de suas posições e das condições do mercado. Em momentos mais “calmos” da conjuntura econômica, os resultados das operações, ainda que incertos, se tornam mais previsíveis. O comportamento bancário adota uma postura relativamente mais passiva, na qual a demanda por crédito do público é, em geral, validada. Banqueiros sentem-se cada vez mais confiantes em seus julgamentos e aumentam a exposição em busca de crescimento. Em contraste, durante períodos de maior turbulência, os resultados tornam-se mais voláteis e incertos, capazes de divergirem muito das expectativas. Nesse caso os bancos preferem ativos mais líquidos, restringindo a oferta de crédito ou oferecendo-o a preços mais caros.

O custo do crédito pode variar com base em diversos fatores subjetivos e objetivos. Condições do mercado presentes ou esperadas, grau de confiança das previsões futuras, nível individual de agressividade das instituições, características dos demandantes, ou, majoritariamente, uma combinação desses elementos, podem contribuir para a efetivação

dos empréstimos. Cada banco tem sua própria forma de análise, que dependerá da relação do banco com o cliente, da disposição geral da governança acerca da tolerância ao risco e da posição de outros bancos no sistema (ALVES; DYMSKI; PAULA, 2008).

Nesse contexto, o funcionamento do mercado de crédito tem uma peculiaridade em relação ao mercado de bens e serviços: a oferta, determinada pelos bancos, é soberana. Em momentos de grande incerteza, os custos do crédito aumentam de forma que podem se tornar proibitivos aos demandantes e impossibilitar as operações. As instituições financeiras dispõem, ainda, da alternativa de renunciar à concessão de empréstimos, mantendo seus portfólios concentrados em ativos que garantem maior segurança e proteção contra perdas. É neste ponto que a atuação do governo se coloca como um ponto chave para assegurar a *funcionalidade* dos mercados de crédito em ambientes de elevada incerteza (STUDART, 1995; PAULA, 2014).

Torres Filho (2009, p. 13) argumenta que a intervenção do Estado pode tomar formas diversas. Uma delas é a regulação sobre esse mercado, afetando sua dinâmica na totalidade. Outra é através da política monetária, que possui efeitos diretos sobre o crédito, alterando a liquidez do sistema, preços dos ativos, entre outros, além de efeitos indiretos, por meio de alterações no nível de emprego, atividade e renda. A terceira e última forma de intervenção ocorre por meio do direcionamento de crédito, que tem o propósito distributivo de aumentar ou reduzir o fluxo de concessões para diferentes agentes a depender dos interesses do governo. Essa atuação será importante para determinar a volatilidade dos ciclos creditícios e ditar o ritmo da dinâmica do mercado, ou mesmo a atender segmentos comumente renegados pelos bancos.

## **1.2 O crédito e as Micro, Pequenas e Médias Empresas (MPMEs)**

A literatura sobre MPMEs é taxativa sobre o papel fundamental que essas firmas exercem sob uma perspectiva econômica e social, gerando renda e empregos, contribuindo para permitir maior mobilidade social para a população na base e reduzir desigualdades (OCDE, 2019). Kuntchev et al. (2013) estimam que, em geral, as MPMEs correspondem a 90% dos empreendimentos de uma economia. Ainda que cada país tenha suas

peculiaridades, essas firmas tendem a exibir algumas características em comum: (i) o segmento é altamente heterogêneo, com a existência de firmas com alto e baixo potencial de crescimento; (ii) há dificuldades na capacidade de obtenção de crédito junto ao sistema financeiro tradicional; e (iii) o setor é altamente sensível às políticas públicas.

Para os propósitos deste trabalho, enfocaremos o item (ii). Após análise com dados de diversos países, o Kuntchev et al. (2013, p. 3) concluem que a probabilidade de restrição de crédito é inversamente proporcional ao tamanho da firma e MPMEs tomam mais recursos de fontes informais em relação às formais. Com efeito, há certos atributos indissociáveis das MPMEs que impõem barreiras para a obtenção de crédito, como a inexistência de histórico operacional das novas empresas, a informalidade, o curto ciclo de vida de várias dessas empresas, a falta de ativos para utilizar de colateral e a maior sensibilidade aos choques econômicos.

As MPMEs dependem, portanto, de seus próprios recursos, de empréstimos dos proprietários ou de outras fontes informais. Isso ocorre, dentre outros motivos, pois a dificuldade de avaliação do *risco do empréstador* é exacerbada pela inexistência de um histórico de crédito da firma e de seus resultados. Além disso, está em xeque a capacidade do gestor, que não necessariamente dispõe de todo conhecimento necessário para liderar uma empresa – o que pode, inclusive, contribuir para escolhas inadequadas de financiamento e para a assunção de posições financeiras mais frágeis.

Esses fatores são compensados pelos bancos com a exigência de garantias e margens de segurança. No caso das MPMEs, essas margens são significativamente superiores àquelas cobradas para empresas maiores, justificando maiores *spreads* e taxas de juros, ou mesmo o racionamento de crédito. Assim, uma vez que as MPMEs, em geral, não dispõem de colateral adequado ou recursos para arcar com os custos dos empréstimos, muitos projetos são inviabilizados.

O prazo e modalidade do investimento de empresas menores também precisam ser conciliados às suas necessidades. A demora para a compatibilização entre os passivos dos empréstimos e a quase-renda dos ativos, além da maior dependência das MPMEs ao momento do ciclo econômico, justifica a necessidade de operações de prazos mais alargados, contudo, não tão extensos quanto os de grandes projetos de investimento. A

percepção de risco das instituições financeiras se altera conforme a flexibilidade das condições impostas, de modo que, quanto menos controle é imposto sobre o uso dos recursos do empréstimo e maiores os prazos para recebimento dos pagamentos, mais cara tende a se tornar esta operação. Dessa forma, não é surpreendente que, por conta dos custos de crédito, restrição de oferta, ou da inexperiência do gestor em coincidir suas necessidades e capacidades, o segmento possui um alto percentual de empréstimos tomados em modalidades inadequadas (NETTO *et al.*, 2021).

É nos empréstimos para MPMEs que os bancos conseguem realizar as operações de maior lucratividade do setor corporativo (BCB, 2019, p. 9). Espera-se a prevalência de pagadores de menor qualidade desse grupo quando comparado com empresas maiores. Junto a isso, a falta de informações acerca dessas empresas e o maior risco moral justificam a posição de instituições bancárias em exigir maiores margens de segurança para provisão. Uma vez que a análise de risco de bancos e o fluxo de caixa dessas firmas é altamente sensível ao ciclo econômico, espera-se que a dinâmica do crédito no segmento seja volátil.

## **2 As MPMEs e o crédito no Brasil: a década de 2010 e a pandemia**

### **2.1 Identificando as MPMEs no Brasil**

O conceito de MPMEs pode variar dependendo do critério utilizado, mas é comum que sejam empreendimentos privados segmentados por número de funcionários ou receita anual. Quando a definição é por número de empregados, como em alguns dados do IBGE, costuma-se desagregar por atividade econômica. Já o BCB e o BNDES, fontes dos dados usados neste trabalho, seguem o critério de receita operacional bruta consolidada anual: microempresas faturam até R\$ 360 mil; pequenas empresas entre R\$ 360 mil e R\$ 4,8 milhões e empresas médias de R\$ 4,8 até R\$ 300 milhões – com a restrição adicional do limiar de R\$ 240 milhões em ativos para classificação como MPME. O Sebrae alterna entre classificações dependendo da publicação e fonte de dados. Microempreendedores individuais (MEIs) não são considerados dentro do grupo das MPMEs.

**Tabela 1. Classificação das MPMEs no Brasil**

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

Fonte: IBGE e BNDES.

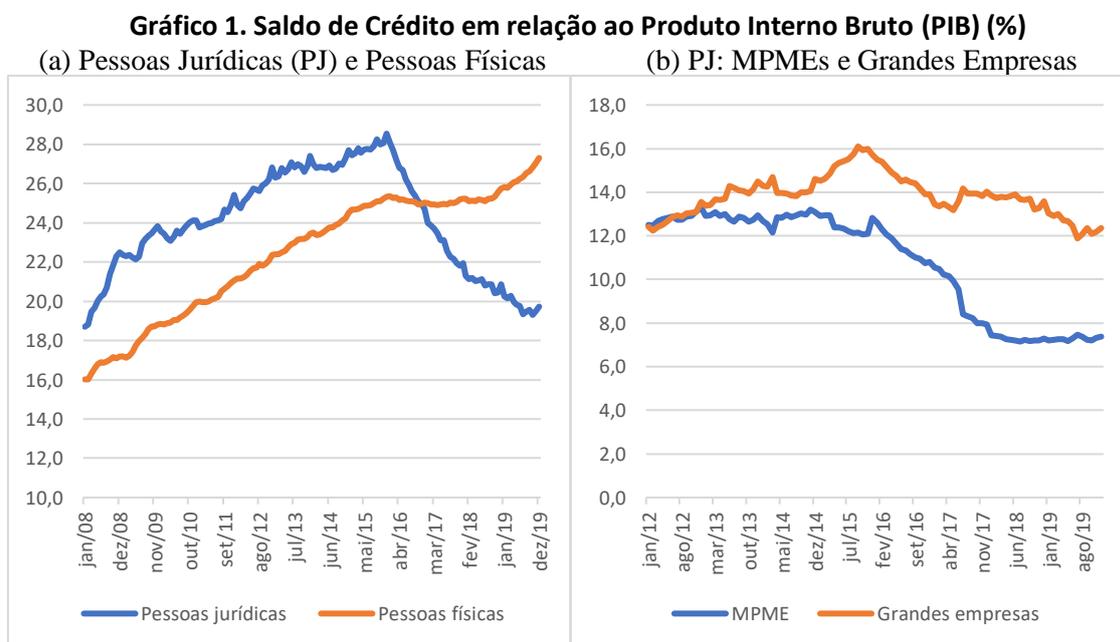
É evidente a existência de uma grande heterogeneidade entre as MPMEs. Utilizando como base o critério de receita, a diferença entre as empresas pequenas pode ser em torno de 13 vezes, enquanto dentro das médias esse valor pode chegar a 62,5. Netto et al. (2021) destacam que a heterogeneidade intrasetorial é um fator para as diferentes formas de classificação, tendo em vista que as MPMEs podem exercer das atividades mais complexas até as mais simples, com diferentes níveis de formalidade. Essa desigualdade, somada à dificuldade de coleta e obtenção de dados à medida que aumenta o grau de informalidade, pode gerar imprecisão nas análises. Feita essa ressalva, os dados disponíveis para a economia brasileira mostram que as MPMEs representavam 99,5% das empresas, 58% dos postos de trabalho e 44,3% da massa salarial em 2018 (NETTO et al., 2021). Há grandes desigualdades na distribuição regional e setorial no segmento, concentrado no Sul e Sudeste e principalmente no Comércio Varejista, mas esses pontos serão secundários na análise realizada no presente trabalho.

## **2.2 Um breve panorama do crédito no Brasil pré-pandemia**

O Brasil entrou na década de 2010 com os efeitos da crise financeira de 2008-2009 sendo superados e a economia mantendo certo ritmo de crescimento até 2014. A partir de então, uma série de fatores, internos e externos, colocam o Brasil em um quadro de recessão seguido por estagnação. Autores como Sicsú (2019) discutem, inclusive, se seria válido caracterizar este período como uma depressão. A partir do final de 2016, inicia-se um período de redução das taxas de juros pelo Banco Central do Brasil (BCB), o que engendra uma reconfiguração dos mercados de crédito, que em nesse mesmo ano enfrentaram uma forte restrição, após anos de expansão em sequência. Esse processo é marcado também pelo redimensionamento do Banco Nacional de Desenvolvimento

Econômico e Social (BNDES), o que implicou uma grande diminuição do crédito disponibilizado às empresas em geral.

A literatura identifica que os principais bancos brasileiros são adaptáveis e hábeis em compor sua carteira de ativos, permitindo-os sustentar taxas de lucros altas mesmo em momentos em que a taxa básica de juros cai. Durante o primeiro momento da fase recessiva, o crédito bancário se reorientou para pessoas físicas – cujas taxas de retorno são maiores –, enquanto houve um encolhimento do crédito às empresas (Gráfico 1a). O alto custo do crédito e as necessidades dos empresários durante a fase mais aguda da crise não parecem ter sido atendidas de forma adequada.



Fonte: BCB.

O Gráfico 1b ilustra como a dinâmica do crédito às MPMEs descola-se daquela relativa às grandes empresas ao longo de parte da década de 2010. Já em 2015 o saldo de crédito às MPMEs como proporção do PIB se reduz, caracterizando um “acionamento precoce”. A relação crédito/PIB das MPMEs reduz-se de cerca de 13% para 7% do PIB no período analisado – no caso das grandes empresas, o indicador termina em patamares muito próximos, por volta de 12% do PIB. Com essa análise, pode-se classificar os anos pré-

pandemia como um período de restrição da disponibilidade de empréstimos às empresas menores.

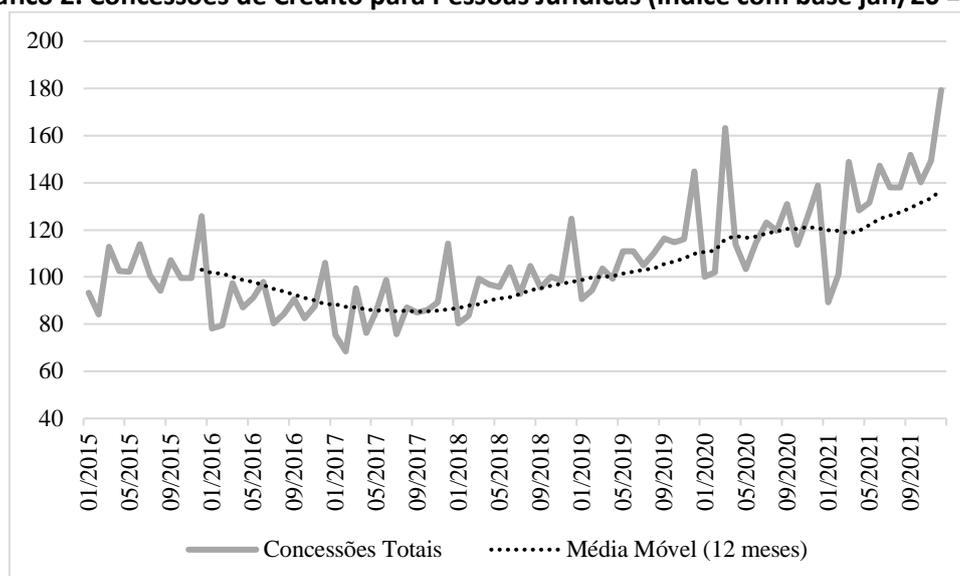
### **2.3 A crise da covid-19 e seus efeitos no crédito às empresas**

A crise da covid-19 foi algo diferente de todas as crises vivenciadas recentemente. Nunca havia se materializado uma crise sanitária dessas proporções no sistema econômico complexo que nos inserimos. Em geral, a formação das expectativas dos agentes tem base em acontecimentos prévios e as crises passadas, mesmo que diferentes umas das outras, tinham elementos em comum. Essa crise trouxe elementos novos, que criaram um ambiente de elevada incerteza e com implicações únicas. A luta contra a doença demandou medidas de paralisação econômica e restrição à mobilidade para evitar mortes e adequar os sistemas de saúde ao combate à covid-19.

No caso das empresas, a pandemia implicou uma redução inesperada e aguda de suas entradas de caixa, fruto das medidas de restrição sanitária e da incerteza. Mesmo aquelas com reservas de emergência precisaram readequar suas operações ou buscar recursos para financiar a manutenção do seu funcionamento face à incerteza em relação à intensidade e duração da pandemia. As características do segmento das MPMEs intensificaram esse movimento (BCB, 2021).

Essa incerteza elevou a percepção de risco dos agentes financeiros, em teoria, atuando contra a oferta de crédito. A paralisia econômica retirou qualquer perspectiva otimista sobre a capacidade de pagamento dos mutuários, com o risco de insucesso de projetos de empresas tornando-se cada vez maior, assim como uma fragilização crescente delas. A narrativa até esse ponto levaria a crer, com base nos preceitos teóricos, que o mercado de crédito sofreria com uma grande contração em 2020, tanto na oferta, quanto na demanda. Não obstante, o comportamento procíclico do crédito para pessoas jurídicas não foi verificado no período no caso da economia brasileira: o volume de concessões continuou a se expandir mesmo durante a pandemia, a despeito do comportamento errático em alguns meses específicos (Gráfico 2).

**Gráfico 2. Concessões de Crédito para Pessoas Jurídicas (Índice com base jan/20 = 100)**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB.

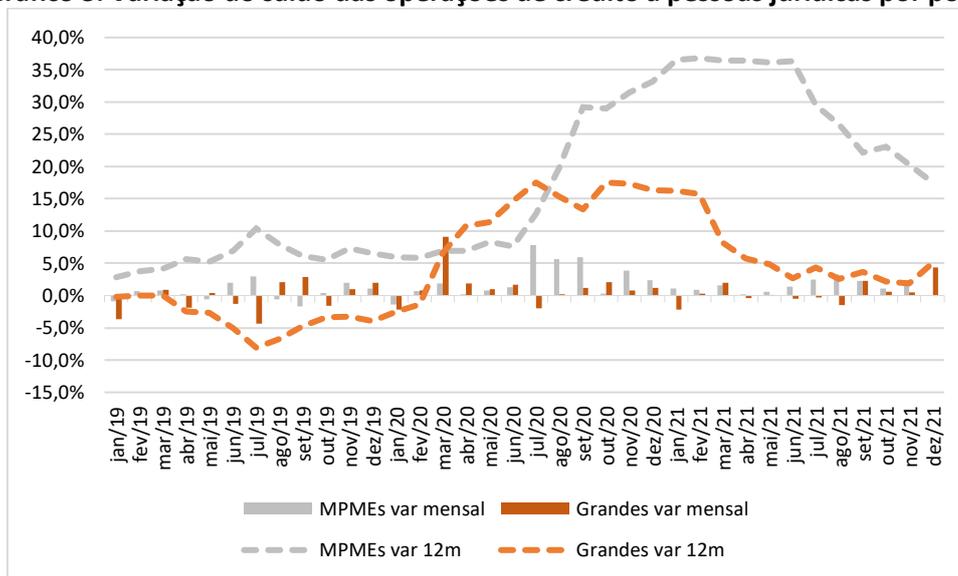
Em outras palavras, no agregado, a dinâmica dos empréstimos às empresas do país não sofreu um impacto tão grande quanto se esperava, dado o tamanho do choque da covid-19. Esse *puzzle* referente à contraciclicidade do crédito às empresas durante a pandemia de covid-19 no Brasil pode ser explicado pelas medidas adotadas pelo governo e pela heterogeneidade de tamanho dos tomadores, que será discutida mais adiante. A atuação do BCB para a manutenção da liquidez do sistema financeiro e a redução da taxa básica de juros para seus mínimos históricos contribuiu para direcionar os bancos a buscarem rentabilidade em ativos de liquidez variada. Contudo, esse movimento foi insuficiente para assegurar a oferta de crédito a MPMEs.

## 2.4 A pandemia e o crédito às MPMEs: primeiras impressões

A parte da demanda por liquidez das empresas que foi atendida pelas instituições financeiras, especialmente no mês de março de 2020, no qual o isolamento trouxe um choque de grandes proporções à economia, destinou-se às empresas de maior porte. Com a forte instabilidade nos mercados de capitais, refletidas na fuga de capitais estrangeiros e na desvalorização dos preços dos ativos em reais, as grandes empresas recorreram com sucesso aos empréstimos bancários para a gestão de seus fluxos de caixa. Por outro lado, num primeiro momento, esse mesmo comportamento não se verificou no caso das

MPMEs. A heterogeneidade nesse mercado foi notável: as grandes acessaram a liquidez diante dos melhores riscos que ofereciam aos bancos, enquanto as MPMEs viam secar os empréstimos, seus fluxos de caixa e suas condições de sobrevivência (Gráfico 3).

**Gráfico 3. Variação do saldo das operações de crédito a pessoas jurídicas por porte**



Fonte: BCB.

Somente num segundo momento, a perspectiva de que as MPMEs fechassem as portas gerou uma resposta do governo por meio dos programas de garantia que restabeleceram o fluxo de crédito a essas firmas. A Tabela 2 sintetiza as principais características dos diversos programas implantados. O primeiro foi o Programa Emergencial de Suporte a Empregos (Pese), com o objetivo de destinar recursos ao pagamento da folha salarial, ou pendências trabalhistas, de empresas pequenas e médias. O insucesso da vinculação de recursos foi posteriormente corrigido no Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Pronampe), financiado pelo Fundo Garantidor de Operações (FGO), sob responsabilidade do Banco do Brasil, e no Programa Emergencial de Acesso a Crédito (Peac), baseado no Fundo Garantidor de Investimentos (FGI) gerido pelo BNDES. Em todos esses casos, recursos do Tesouro Nacional foram aportados como garantias das operações, anulando boa parte do risco de crédito corrido pelos bancos e, em contrapartida, concedendo condições especiais de custo, carência e prazo para as MPMEs brasileiras.

Posteriormente, introduziu-se também a modalidade de Peac com garantia nos recebíveis de máquinas de pagamento digital (Peac-Maquinhas) – portanto, sem recursos públicos envolvidos – e criou-se o Programa de Capital de Giro para Preservação de Empresas (CGPE) com objetivo de direcionar recursos para a manutenção do capital de giro a partir de um complexo mecanismo de compensação em termos do capital regulatório exigido dos bancos – parte das potenciais perdas seriam passíveis de serem usadas como benefício no imposto de renda e na contribuição sobre o lucro líquido.

**Tabela 2. Programas de Garantia**

Programas	Pese	Pronampe 2020 <sup>9</sup>	Peac-FGI 2020 <sup>10</sup>	Peac-Maquinhas	CGPE 2020 <sup>11</sup>
Recursos aportado pelo Estado	R\$ 17 bilhões	R\$ 27,9 bilhões	R\$ 20 bilhões	R\$ 5 bilhões	Sem aporte
Crédito Gerado	R\$ 7,9 bilhões	R\$ 37,5 bilhões	R\$ 92,1 bilhões	R\$ 3,19 bilhões	R\$ 14,4 bilhões
Público	Micro até médias empresas, com faturamento até R\$ 50 milhões	Micro e pequenas empresas	MPMEs e certas grandes empresas, dependendo do setor	MEI, micro e pequenas empresas	MPMEs
Taxas de Juros finais	3,75% a.a	1,25% a.a. + Selic	Média de 1% a.m.	Até 6% a.a.	Definido pela IF
Prazos	36 meses (6 de carência)	36 meses (8 de carência)	12 a 60 meses (6 a 12 de carência)	36 meses (6 de carência)	36 meses (6 de carência)
Vigência	De abril a outubro de 2020	De maio a novembro de 2020	De junho ao fim de 2020	De agosto ao fim de 2020	De julho ao fim de 2020

Fonte: Governo Federal, nota informativa Peac-Maquinhas 2021.

O Gráfico 4 mostra como se deu a evolução da carteira de crédito às MPMEs após os programas de garantia entrarem em operação, separando o crescimento atribuído ao direcionamento emergencial e os recursos livres. Os empréstimos do Pronampe tiveram a restrição de integralização de cotas dos agentes privados removidas e a cobertura das operações foi ampliada até 100% do valor do empréstimo, desde que observasse o limite de 80% da carteira de crédito de um único agente. No segundo do Peac, os empréstimos

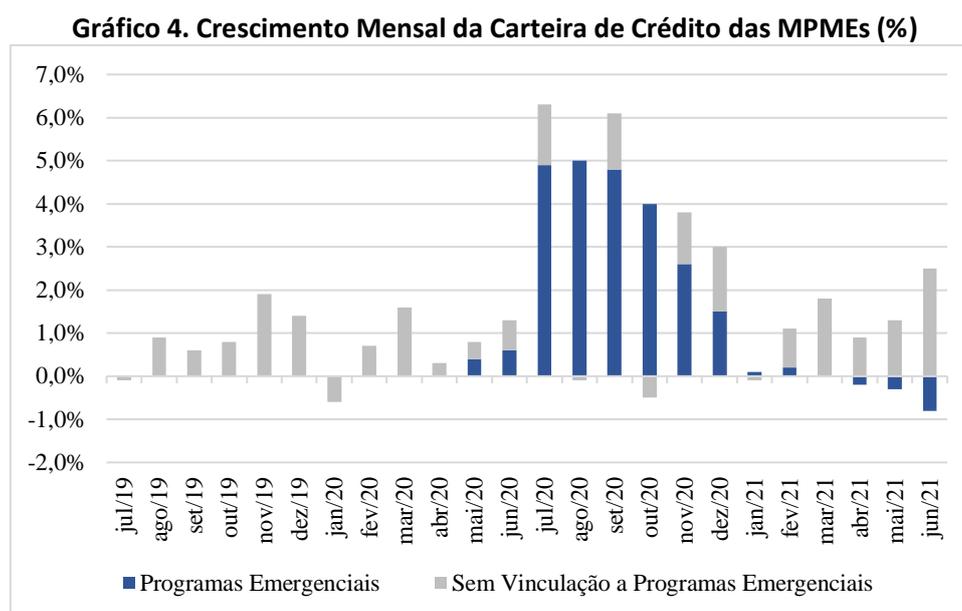
<sup>9</sup> O Pronampe foi transformado em uma política de crédito permanente, mas com várias mudanças em sua regulação, pela Lei nº 14.161, de 2021. Foi realizado um aporte de mais R\$ 5 bilhões pelo Tesouro.

<sup>10</sup> A Medida Provisória nº 1.114, de 2022, previu a reabertura do Peac-FGI até 31 de dezembro de 2023, com novas regulações.

<sup>11</sup> A Lei nº 14.257, de 2021, criou o Programa de Estímulo ao Crédito (PEC), que consistia em uma continuidade do CGPE para o ano de 2021, abarcando, porém, somente empresas de pequeno porte, produtores rurais e MEIs na nova versão.

poderiam ter até 80% do seu valor garantido com recursos do FGI, observando o limite de 30% da carteira. Esses recursos não dispunham de destinação específica, conferindo uma flexibilidade *de facto* para as MPMEs aplicarem os recursos obtidos da forma que achassem mais oportuna e viabilizando uma gestão flexível do caixa.

Estima-se que a União assumiu em torno de 41,8% de participação do risco na oferta de crédito a MPMEs sob os programas em 2020. Isso demonstra que a maior parte dos riscos ainda foi delegado às instituições que operam os empréstimos, fossem elas públicas ou privadas (com predomínio das primeiras), mas que se formou um importante colchão de segurança para as operações. Na próxima seção, a análise será complementada por uma discussão pormenorizada dos dados de crédito às MPMEs no Brasil no período analisado. Como referência, será utilizada a base de dados do DataSebrae.

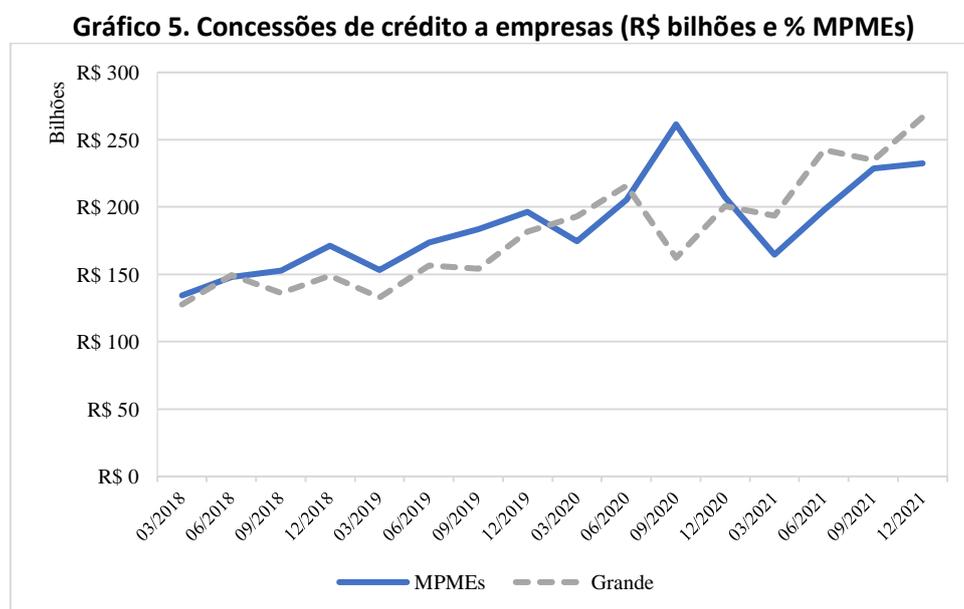


Fonte: BCB, Anexo Estatístico do Relatório de Estabilidade Financeira de out/2021.

### 3 Uma radiografia do crédito a MPMEs no Brasil entre 2019 e 2021

O DataSebrae apresenta informações trimestrais sobre o fluxo de operações de crédito destinadas a MPMEs, contrapondo-se às informações comumente divulgadas pelo BCB, que só desagregam por porte os saldos (estoques) de empréstimos. Serão apresentados dados sobre a evolução das linhas, modalidades, taxas de juros, entre outros, de modo a oferecer elementos para discutir como a intervenção estatal nesse segmento ocorreu no período e como poderá vir a ser estruturada no futuro.

Observa-se no Gráfico 5 a importância dos programas de garantia para as concessões de empréstimos a MPMEs, especialmente, no segundo e terceiro trimestres de 2020. O crédito direcionado fez com que as concessões a empresas de menor porte superasse o volume emprestado às grandes firmas em 2020. As concessões às grandes empresas não reproduziram o efeito “induzido” das MPMEs, inclusive, com queda nas concessões no terceiro trimestre. Nota-se que a política de juros baixos criou condições atrativas nos mercados de capitais, os quais as MPMEs não operam e para onde se dirigiram as grandes empresas – aliás com recordes expressivos nas emissões.



Fonte: DataSebrae.

O fim da vigência das medidas emergenciais de resposta à pandemia levou a uma redução no ritmo de novas concessões a partir de 2021. Esse resultado também pode ser atribuído às incertezas acerca da possibilidade da volta de restrições sanitárias para o ano seguinte. Por fim, o volume crescente de dívida das MPMEs sinaliza uma transição para um período de fragilização dos agentes econômicos, conforme o arcabouço conceitual aqui utilizado. Com um cenário macroeconômico deteriorado, o fluxo de caixa das empresas não deverá apresentar um crescimento expressivo, dificultando a compatibilização de suas receitas e o pagamento dos financiamentos tomados durante a pandemia. Somado a isso, a subida dos juros e deterioração das expectativas irão encarecer o custo de novas concessões de crédito, dificultando a rolagem das dívidas.

Há alguma heterogeneidade entre as categorias de MPMEs (Tabela 3). Em 2020, as concessões para empresas de pequeno porte foram maiores em relação aos outros segmentos. A explicação, em parte, passa pelo fato de que as medidas emergenciais federais de crédito direcionado tiveram foco principal as empresas pequenas, com faturamento anual em torno de R\$ 4,8 milhões. Dados do mapa das empresas, elaborado pelo governo a partir de diversas bases de dados<sup>12</sup>, revela que, comparando o número de empresas ativas até fevereiro de 2020 e aquelas que encerraram atividades em algum momento no resto do mesmo ano, as microempresas não enquadradas como MEI fecharam quase duas vezes mais que pequenas empresas

---

<sup>12</sup> <https://www.gov.br/governodigital/pt-br/mapa-de-empresas/painel-mapa-de-empresas>

**Tabela 3. Evolução das Concessões (Índice com base dez/19 = 100)**

Data	Direcionado			Recursos Livres		
	Micro	Pequenas	Médias	Micro	Pequenas	Médias
mar/19	55	106	95	72	76	79
jun/19	71	88	160	81	87	88
set/19	91	93	120	100	98	90
dez/19	100	100	100	100	100	100
mar/20	61	76	74	87	100	85
jun/20	227	479	281	95	114	94
set/20	245	223	256	99	148	127
dez/20	275	332	172	107	108	100
mar/21	72	76	116	75	105	75
jun/21	71	100	174	72	112	98
set/21	82	98	161	101	146	105
dez/21	89	99	188	88	124	119

Fonte: DataSebrae.

Os empréstimos concentram-se em quatro principais modalidades: (i) capital de giro; (ii) cartão de crédito etc.; (iii) direitos creditórios; e (iv) investimento (Tabela 4). Durante a pandemia, a principal destinação das concessões a MPMEs foi, de acordo com o esperado, para capital de giro. A manutenção de diversos custos fixos exigiu a mobilização de uma soma relevante de recursos para que as empresas fossem capazes de honrar suas obrigações, assim como as reservas financeiras foram sendo erodidas à medida que a pandemia seguia sem dar trégua. Já a necessidade de adaptação de negócios, como, por exemplo, o investimento em tecnologia para comercializar em plataformas digitais e o barateamento do crédito, viabilizando projetos, contribuíram para gerar estímulos ao investimento mesmo no contexto recessivo. Isso é ilustrado no comportamento errático da série de crédito para investimento das MPMEs.

A análise do comportamento da modalidade “Cartão de crédito, cheque especial e crédito rotativo”, de pior qualidade (alto custo, prazos curtos), permite induzir que o efeito compensatório inicial dos programas de garantia se esgotou paulatinamente, dando lugar a operações de maior precariedade ao longo de 2021 – com o correspondente aumento da fragilidade financeira. Aliás, nota-se a discrepância entre os empréstimos contraídos por MPMEs e grandes empresas nessa modalidade, referendando a hipótese de restrição de acesso a recursos levantada na Seção 1. É característico de empresas menores a grande participação desse tipo de financiamentos, tanto por desconhecimento, quanto por restrição de oferta em outras modalidades.

**Tabela 4. Concessões por Modalidade (R\$ bilhões)**

Trimestre	mar/20	jun/20	set/20	dez/20	mar/21	jun/21	set/21	dez/21
<b>MPMEs</b>								
Capital de giro	40,5	73,2	143,4	89,1	42,7	57,5	78,6	58,5
Cartão de crédito, cheque especial e crédito rotativo	53,8	41,4	32,0	31,5	35,8	39,3	43,2	53,8
Direitos creditórios	46,6	33,2	37,9	47,2	49,7	57,4	61,9	71,6
Crédito para investimento	21,6	48,3	35,2	28,0	27,6	71,7	32,5	35,2
<b>Grandes</b>								
Capital de giro	25,2	73,9	35,0	52,0	20,3	30,7	27,0	30,6
Cartão de crédito, cheque especial e crédito rotativo	6,1	5,9	3,8	3,9	3,5	3,9	4,7	6,5
Direitos creditórios	114,0	86,6	88,6	109,3	126,8	161,3	158,6	179,6
Crédito para investimento	32,6	35,1	13,9	18,7	25,0	24,6	21,6	29,6

Fonte: DataSebrae.

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

A Tabela 5 desagrega os dados de taxas de juros e inadimplência por porte de empresa. Percebe-se que o custo do crédito às MPMEs se encontra elevado desde a crise de 2015, muito embora a taxa Selic tenha sofrido cortes sucessivos na segunda metade da década. Aliás, mesmo com os programas emergenciais, não se verificou uma queda expressiva nas taxas de juros, em proporção similar à queda da taxa básica. Isso é um indicativo tanto da incerteza criada pela pandemia atuando na percepção de risco dos agentes, quanto das condições idiossincráticas das MPMEs afirmadas na seção teórica deste trabalho. Nota-se, inclusive, que as taxas médias de juros não são muito diferentes entre as empresas médias e grandes. No período analisado, o custo menor para empresas médias pode ser em parte atribuído à excepcionalidade das taxas de juros praticadas nos programas de

garantia e crédito direcionado. Por outro lado, as grandes empresas têm acesso ao mercado de capitais, em condições de custo mais favoráveis que as presentes nos empréstimos bancários.

**Tabela 5. Taxas Médias de Juros e Inadimplência por Porte de Empresa**

Data	Taxa de Juros (% a.a.)				Taxa de Inadimplência (%)			
	Micro	Pequenas	Médias	Grandes	Micro	Pequenas	Médias	Grandes
2012	29,4%	33,1%	23,2%	19,8%	9,1%	9,9%	5,7%	2,5%
2013	26,8%	29,4%	21,7%	20,0%	8,7%	8,4%	6,2%	3,0%
2014	25,8%	27,3%	21,6%	21,4%	7,8%	9,1%	5,7%	2,9%
2015	33,1%	34,3%	27,8%	28,1%	9,6%	10,3%	7,2%	3,4%
2016	38,8%	40,1%	33,6%	35,2%	13,7%	14,5%	9,7%	3,7%
2017	42,8%	46,1%	37,6%	35,2%	13,2%	13,0%	10,0%	4,5%
2018	38,1%	44,4%	33,0%	33,5%	9,5%	10,5%	7,7%	4,0%
2019	38,2%	45,5%	31,6%	31,5%	8,6%	10,6%	6,0%	3,4%
2020	35,1%	43,2%	29,7%	30,5%	8,6%	11,2%	5,9%	3,4%
2021	36,1%	46,4%	29,5%	32,4%	8,4%	10,3%	5,5%	2,4%

Fonte: DataSebrae.

As altas taxas ajudam a explicar o comportamento das taxas de inadimplência, tendo em vista que estas tendem a crescer com o encarecimento dos empréstimos. O crescimento da proporção de maus pagadores, por sua vez, serve para justificar um aumento da percepção de risco pelas instituições, intensificando a elevação dos custos e criando um círculo vicioso. Ainda que se possa afirmar que a tendência, para o futuro, é de crescimento das taxas de inadimplência, devido ao aumento dos juros de novas concessões de crédito livre, uma espécie de *puzzle* ainda se configurava a partir das lentes minskyanas: Por que a inadimplência não aumentou significativamente em meio à crise? Os prazos de carência obrigatórios de, no mínimo, seis meses para a maior parte dos programas de garantia foram fundamentais, gerando um importante alívio ao caixa das MPMEs durante a pandemia.

A Tabela 5 também mostra que há diferenças entre o segmento de MPMEs. Os dados apontam que as empresas pequenas parecem ser mais frágeis – maior inadimplência – que as microempresas. É comum que microempresas apresentem um alto grau de informalidade, que não apresentem maturidade organizacional para levar adiante projetos ou considerar operar com recursos de terceiros e que o gestor não tome conhecimento das linhas de crédito disponíveis. Dessa forma, como já apontado, é frequente que a fronteira

entre pessoa física e jurídica seja mal definida quanto menor a MPME, ou mesmo que o crédito não seja acessado, fazendo com que os dados não sejam muito precisos.

Ainda assim, é pertinente uma comparação entre pequenas e médias empresas. A diferença das taxas de juros das concessões entre esses segmentos foi, em média, de 9,4 pontos percentuais, demonstrando que o tamanho da empresa está relacionado ao custo de captação de recursos. Durante a pandemia, as medidas de crédito beneficiaram ambos os segmentos, como verificado pelas quedas do custo do crédito entre 2019 e 2020. Porém, entre 2020 e 2021, os juros voltaram a subir para pequenas empresas, enquanto as taxas para as médias permaneceram estagnadas. A comparação entre a inadimplência de pequenas e médias empresas deixa mais clara a diferença na percepção de risco sobre elas. O comportamento delas é similar ao dos juros e condizente com o esperado, com os pequenos negócios tendo mais dificuldade em honrar compromissos.

À guisa de síntese, destaca-se que no mercado de crédito é esperado que crises se configurem como um momento de baixa oferta e demanda, alinhado com o comportamento procíclico de tomadores e emprestadores. O custo do crédito tende a tornar-se elevado, a ponto de ser proibitivo, e a oferta tende a ser restrita, com o direcionamento dos recursos bancários apenas para bons tomadores, ativos mais líquidos e seguros. A diminuição da renda reduz a capacidade de empresas de arcar com financiamentos correntes, assim como a baixa perspectiva de melhora e os custos mais altos inibem a captação de novos empréstimos.

No entanto, o que se verificou durante a pandemia no mercado de crédito às empresas brasileiro foi uma sustentação da oferta de empréstimos e até mesmo certo crescimento a partir de meados de 2021, com grande resiliência da demanda por crédito. A distância entre os postulados teóricos e o verificado empiricamente pode ser explicada, em nossa visão, por dois fatores. O primeiro é a origem exógena, da crise, da esfera econômica. A pandemia causada pela covid-19 exigiu uma adoção de medidas restritivas propositais para evitar mortes. Porém, de certa forma, pode-se entender que houve uma preservação da tendência de baixo crescimento que existia até então. O segundo fator, que ajuda a explicar o primeiro, é a atuação do governo para preservação da renda e para adequar outras políticas ao novo nível de atividade econômica, de forma a retornar rapidamente à

normalidade. Não só no Brasil, mas também no mundo, os Estados levaram a cabo uma série de políticas econômicas tentando contrapor as tendências decorrentes da covid-19.

À luz da teoria de Minsky, o período da pandemia contribuiu para um aumento potencial da instabilidade econômica. Durante os anos de 2020 e 2021, a política monetária estimulou o mercado de crédito, que representou, para as MPMEs, as medidas emergenciais de sustentação a seus fluxos de caixa tomaram a forma de empréstimos assegurados por programas de garantia com recursos públicos.

Entretanto, o baixo dinamismo econômico vivenciado nos últimos anos coloca em posição de maior endividamento, sem grande dinamismo em seus fluxos de caixa. A retirada prematura das medidas de crédito direcionado de larga escala, ou o seu encolhimento, junto com os aumentos da taxa de juros, cria dificuldades para refinanciamentos e renegociações de dívidas das unidades especulativas e *Ponzi*. A transição das MPMEs para posições de maior fragilidade aumenta a instabilidade econômica e, a depender do volume agregado em risco de inadimplência, é possível que esse efeito se dissemine. A indisponibilidade de dados sobre os balanços e fluxos de caixas de empresas de menor porte – em particular, empresas de capital fechado – é um limitador para avaliar efetivamente como evoluiu o grau de fragilidade financeira dessas firmas. Essa análise empírica transcende o escopo deste trabalho, mas figura como uma temática importante para a agenda de pesquisa sobre estabilidade financeira no Brasil contemporâneo.

O modelo de atuação “indireta” privilegiado na pandemia de covid-19, com programas de garantias a partir de aportes do Tesouro, foi funcional para alavancar o crédito às MPMEs, mas sua continuidade é condição *sine qua non* para que um cenário de fragilização disseminada não se materialize. Ampliar a extensão desses programas e incluir um número crescente de agentes em sua operacionalização – bancos privados, fintechs de crédito etc. – é um importante caminho para assegurar maior flexibilidade a essas firmas pela via dos empréstimos. Dado que a restrição do acesso ao crédito é um elemento estrutural, pode-se considerar não só o retorno dos recursos aos fundos garantidores a partir do pagamento das prestações dos tomadores, mas também novos aportes do Tesouro para ampliar a cobertura e a continuidade da política.

Complementarmente, deve-se considerar reativar os bancos de desenvolvimento e bancos públicos, bem como outras instituições do Sistema Nacional de Fomento, na concessão direta de empréstimos a MPMEs. Isso passa pela recapitalização de algumas instituições e por assegurar uma estrutura de *funding* a custos competitivos (por exemplo, com a aplicação de um redutor à taxa de longo prazo que remunera o passivo do BNDES), além de envolver o redirecionamento de operações e limites para que as MPMEs possam acessar regularmente recursos, conferindo maior flexibilidade e contribuindo para seu potencial de geração de emprego e renda destacado no início deste trabalho.

## Conclusão

O propósito deste trabalho foi investigar como se comportou a dinâmica do mercado de crédito para as MPMEs no Brasil durante a pandemia. Num primeiro momento, a preocupação foi estabelecer os fundamentos teóricos para compreender o funcionamento da dinâmica do crédito, integrando-a às especificidades das MPMEs. Tendo em vista as restrições internas e sensibilidade dessas firmas às condições de mercado, enfatiza-se o papel do crédito em flexibilizar a gestão de caixa dessas empresas, criando espaço para seu crescimento.

O comportamento anticíclico do crédito durante 2020 e 2021 pode parecer um enigma inicial, mas encontra explicação na redução histórica da taxa Selic, para 2,0% a.a. em 2020, e nas medidas regulatórias e monetárias destinadas a garantir que o mercado de crédito bancário fosse protegido de um impacto maior, principalmente em relação às concessões livres a empresas maiores. O crédito às MPMEs, contudo, só não secou devido à atuação das políticas creditícias. Mostrou-se que os programas de garantias, sob o direcionamento de crédito, adotados durante o primeiro biênio da pandemia de covid-19 foram bem sucedidos ao flexibilizar o fluxo de recursos às MPMEs, oferecendo benefícios às instituições que os ofertavam e condições vantajosas para empresas que contratavam essas modalidades. Eles foram particularmente importantes, pois a pandemia tornou as expectativas muito pessimistas, fazendo com que a oferta de crédito (bancário e via mercado de capitais) fosse restrita às grandes empresas. Na sua ausência, as MPMEs

seriam incapazes de negociar financiamentos ou rolar suas dívidas passadas, criando uma onda de falência e destruição de empregos.

Na análise aqui conduzida, o crescimento das concessões direcionadas tem importância fundamental para a compatibilização dos fluxos de caixa dessas empresas, tendo em vista que estas não acessam o mercado de capitais. É preciso destacar, no entanto, que mesmo em face da atuação mais ativa do governo na promoção do crédito, a forma de incentivo continuou sendo, principalmente, indireta – a decisão final passava pelas instituições financeiras, fossem públicas ou privadas.

Como esperado, a modalidade de mais concessões de crédito foi àquela destinada ao capital de giro, uma vez que a pandemia comprometeu o fluxo de caixa das empresas e aumentou o risco de frustração de projetos de investimentos. Devido aos prazos de carência, as taxas de inadimplência permaneceram controladas até a metade do segundo ano de pandemia, provavelmente em razão dos prazos de carências de 6 a 8 meses obrigatórios dos programas.

Deve-se considerar, por fim, que as medidas do governo optaram por dar continuidade ao modelo de intervenção estatal indireta, adotado desde 2016, que privilegiou a atuação via garantias e incentivos às instituições bancárias, além de possuir um alcance limitado no tempo. Cabe destacar, também, que esse modelo é diferente daquele adotado durante a crise de 2008, a recessão em escala global anterior, no qual as políticas anticíclicas postas em prática contaram com a participação, em peso, de bancos públicos.

É nesse sentido que a retirada dos estímulos, a reversão da política monetária, com elevação das taxas de juros, e a estagnação econômica, podem acelerar um processo de fragilização financeira – e, portanto, de aumento do risco de crédito – das MPMEs. À luz da teoria minskyana, a instabilidade do sistema econômico pode estar sendo fomentada, caso o Estado não reconsidere seus instrumentos de intervenção no mercado de crédito a essas firmas, favorecendo a perenidade dos programas de garantia e, porventura, reativando os bancos públicos e de desenvolvimento na concessão direta de empréstimos.

## Referências

- ALVES, A. J.; DYMSKI, G. A.; PAULA, L. F. Banking strategy and credit expansion: a post-Keynesian approach. **Cambridge Journal of Economics**, v. 32, n. 3, p. 395-420, 2008.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Economia Bancária**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2019.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Fechamento de empresas na pandemia. **Estudos Especiais**, Banco Central do Brasil, n. 99, 2021.
- CARVALHO, F. J. C. Sorting out the issues: the two debates (1936/37; 1983-86) on Keynes's finance motive revisited. **Revista Brasileira de Economia**, v. 50, n. 3, p. 312-327, 1996.
- CARVALHO, F. J. C. **Liquidity Preference and Monetary Economies**. New York: Routledge, 2015.
- DAVIDSON, P. **Money and the Real World**. London: Palgrave Macmillan, 2<sup>a</sup> ed., 1978.
- DAVIDSON, P. Finance, Funding, Saving, and Investment. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 9, n. 1, p. 101-110, 1986.
- DAVIS, L. E. Identifying the “financialization” of the nonfinancial corporation in the U.S. economy: A decomposition of firm-level balance sheets. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 39, n. 1, p. 115–141, 2016.
- DE NEGRI, J. A.; CAVALCANTI, E. J. **Small and Medium-Sized Enterprises, Credit and Productivity**. Rio de Janeiro: BID/BNDES, 2018.
- DYMSKI, G. A. A Keynesian Theory of Bank Behavior. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 10, n. 4, p. 499-526, 1988.
- DYMSKI, G. A. A “New View” of the Role of Banking Firms in Keynesian Monetary Theory. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 14, n. 3, p. 311-320, 1992.
- ERTÜRK, I. Shareholder Primacy and Corporate Financialization. In: Mader, P.; Mertens, D.; Zwan, N. (Eds.) **The Routledge International Handbook of Financialization**. London: Routledge, 2020.

KEYNES, J. M. The “Ex-Ante” Theory of the Rate of Interest. **The Economic Journal**, v. 47, p. 668-669, 1937.

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

KUNTCEV, V.; RAMALHO, R.; RODRÍGUEZ-MEZA, J.; YANG, J. S. What have we learned from the Enterprise Surveys regarding access to finance by SMEs? **Policy Research Working Paper**, World Bank, n. 6670, 2013.

MACHADO, L.; MARTINI, R. A.; BARBOZA, R. M.; ZYLBERBERG, R. S.; SANT'ANNA, A. A.; ROSA, E. L. P. Crédito e garantia: uma análise de custo-efetividade da atuação anticíclica do BNDES na crise da Covid-19. **Relatório de Avaliação de Efetividade**, v. 4, n. 12, 2022.

MEHRLING, P. The vision of Hyman P. Minsky. **Journal of Economic Behavior & Organization**, v. 39, p. 129-158, 1999.

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

MINSKY, H. P. A Theory of Systemic Fragility. In: ALTMAN, E.; SAMETZ, A. (Eds.) **Financial Crises**. New York: Wiley, 1977.

MINSKY, H. P. **Induced investment and business cycles**. Cheltenham: Edward Elgar, 2004.

MINSKY, H. P. **Stabilizing an Unstable Economy**. Nova York: McGraw-Hill, 2008.

NEILSON, D. **Minsky**. Cambridge: Polity Press, 2019.

NETTO, M.; VITURINO, C.; PEREIRA PORTO, R.; SLIVNIK, A. **Apoio às MPMEs na crise da Covid-19: desafios do financiamento para resiliência e recuperação**. Rio de Janeiro: BID; ABDE, 2021.

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

PAULA, L. F. R. **Sistema Financeiro, Bancos e Financiamento da Economia: Uma Abordagem Pós-Keynesiana**. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2014.

PAULA, L. F. R. The coronavirus crisis and counter-cyclical policies in Brazil. **European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention**, v. 18, n. 2, p. 177-197, 2021.

SEBRAE. **Análise da crise e impactos para os pequenos negócios**. Vitória: Sebrae, 1<sup>a</sup> ed., 2020.

SICSÚ, J. Brasil: é uma depressão, não foi apenas uma recessão. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 23, n. 1, p. 1-41, 2019.

STOCKHAMMER, E. Financialisation and the slowdown of accumulation. **Cambridge Journal of Economics**, v. 28, n. 5, p. 719–741, 2004.

STUDART, R. **Investment Finance in Economic Development**. London: Routledge, 1995.

TORRES FILHO, E. T. Mecanismos de Direcionamento do Crédito, Bancos de Desenvolvimento e a Experiência Recente do BNDES. In: FERREIRA, F. M. R.; MEIRELLES, B. B. (Orgs.) **Ensaio Sobre Economia Financeira**. Rio de Janeiro: BNDES, 2009.

TORRES FILHO, E. T. Minsky: moeda, restrição de sobrevivência e hierarquia do sistema monetário globalizado. **Economia e Sociedade**, v. 29, n. 3, p. 737-760, 2020.